

STUDIA I PRACE

Kolegium
Zarządzania
i Finansów

ZESZYT NAUKOWY 144

STUDIA I PRACE

Kolegium
Zarządzania
i Finansów

ZESZYT NAUKOWY 144



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, prof. SGH – 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
dr hab. Jan Komorowski, prof. SGH
prof. dr hab. Tomasz Michalski
prof. dr hab. Zygmunt Niewiadomski
prof. dr hab. Janusz Ostaszewski
prof. dr hab. Wojciech Pacho
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

Anna Karpińska

© Copyright by Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2015

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 3/I/16

Spis treści

Od Rady Naukowej	7
<i>Wiesława Ziółkowska</i> Model Laffera a dług sektora <i>general government</i>	9
<i>Joanna Marczakowska-Proczka</i> Polityka interwencyjna rządów i banków centralnych podczas ostatniego kryzysu ...	29
<i>Ewelina Nojszewska</i> Przewidywane czynniki wpływające na publiczne wydatki na ochronę zdrowia w Polsce do 2060 r.	39
<i>Monika Czerwonka, Joanna Dobek</i> Ocena wybranych form inwestycji alternatywnych na przykładzie rynku polskiego ..	63
<i>Łukasz Sawicki</i> Ekonomiczna analiza rynku sztuki najnowszej w roku 2014	91
<i>Piotr Zygmantowski</i> Wpływ zmiany rynku notowań na spółki publiczne w Polsce	109
<i>Arkadiusz Bebel</i> Wybrane aspekty wyceny spółek biotechnologicznych – analiza teoretyczna i praktyczna	127
<i>Dorota Ciesielska</i> Zagraniczna ekspansja kapitałowa polskich przedsiębiorstw	141
<i>Waldemar Rogowski</i> Przyczyny upadłości polskich przedsiębiorstw – ujęcie empiryczne	161
<i>Eryka Gizińska</i> Polski rynek menedżerów w nowej rzeczywistości gospodarczej na przykładzie sektorów: IT i farmaceutycznego	197

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, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, Kolegium Ekonomiczno-Społecznego oraz przedstawicieli innych wiodących ośrodków akademickich w Polsce.

Celem artykułu Wiesławy Ziółkowskiej jest weryfikacja hipotezy zakładającej występowanie między podatkami, deficytem i długiem sektora *general government* stosunków korelacyjnych o różnym stopniu istotności i odmiennych kierunkach. Autorka przedstawia wyniki badania w tym zakresie, które objęto kraje Unii Europejskiej w latach 1995–2014.

Joanna Marczakowska-Proczka w swoim artykule zaprezentowała politykę interwencyjną rządów i banków centralnych podczas ostatniego kryzysu, w tym działania banków centralnych i rządów w celu ograniczania negatywnych skutków kryzysu finansowego.

Problematyką wydatków na ochronę zdrowia zajęła się Ewelina Nojszewska. Celem jej artykułu jest analiza przewidywanych publicznych wydatków na ochronę zdrowia w Polsce do 2060 r. jako kosztowego elementu bezpieczeństwa finansowego systemu ochrony zdrowia.

Monika Czerwonka i Joanna Dobek w swoim opracowaniu przedstawiają inwestycje alternatywne jako możliwości dywersyfikacji portfela inwestycyjnego, szczególnie w okresie pogorszenia koniunktury. Autorki omówiły rynki: nieruchomości, *private equity / venture capital*, złota i inwestycji emocjonalnych.

Ekonomiczna analiza rynku sztuki najnowszej w roku 2014 to temat artykułu Łuksza Sawickiego. Autor prezentuje ekonomiczną analizę tego rynku, historię wzrostu, przyczyny agresywnej aprecjacji cen oraz wskazuje na pewne nieefektywności ekonomiczne, które na nim występują.

Celem artykułu Piotra Zygmantowskiego jest odpowiedź na pytanie, jak zmiana rynku notowań z rynku NewConnect na rynek główny GPW wpłynęła na polskie spółki publiczne. Autor zaprezentował wyniki badań nad spółkami, które dokonały takiej zmiany rynku notowań w okresie od 2009 r. do 22 października 2014 r.

Teoretyczna i praktyczna analiza wybranych aspektów wyceny spółek biotechnologicznych stanowi treść opracowania Arkadiusza Bebela. Autor przedstawił również empiryczną analizę zachowania kursów akcji wybranych spółek biotechnologicznych notowanych na GPW w Warszawie.

Problematyką zagranicznej ekspansji kapitałowej polskich przedsiębiorstw zajęła się Dorota Ciesielska. Celem jej artykułu jest próba weryfikacji, czy modele ewolucyjne internacjonalizacji, a w tym model uppsalski, pozwalają na wytłumaczenie przebiegu ekspansji kapitałowej działających w Polsce przedsiębiorstw.

Ostatni z cyklu trzech artykułów Waldemara Rogowskiego, poświęconych upadłościom polskich przedsiębiorstw, prezentuje przyczyny, jakie zostały zidentyfikowane w przeprowadzonych na przestrzeni ostatnich 15 lat badaniach empirycznych. Autor omówił pięć głównych badań empirycznych z tego zakresu.

Polski rynek top menedżerów w nowej rzeczywistości gospodarczej na przykładzie sektorów: IT i farmaceutycznego to temat artykułu Eryki Gizińskiej. Celem nadrzędnym tej publikacji jest zaprezentowanie wyników badań polskich prezesów czołowych firm farmaceutycznych i IT oraz zasygnalizowanie koncepcji „nowej normalności” na tle rynku pracy top menedżerów.

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

Wiesława Ziółkowska
Wyższa Szkoła Bankowa

Model Laffera a dług sektora *general government*

Streszczenie

Autorka podejmuje próbę weryfikacji hipotezy zakładającej występowanie korelacji o różnym stopniu istotności i różnych kierunkach między podatkami i podatkami powiększonymi o składkę na ubezpieczenia społeczne a deficytem i długiem sektora *general government* krajów Unii Europejskiej. Badanie tych zależności poprzedzono analizą, wskazując z jednej strony na dominujące tendencje do obniżania obciążeń podatkowych, będące głównie wynikiem „powielaczowej” polityki podatkowej, a z drugiej strony – na chroniczny charakter deficytów i globalizację zadłużenia publicznego.

Siła istotności badanych zależności dla poszczególnych krajów była zróżnicowana. Korelację o najniższej sile odnotowano w przypadku zależności między podstawowymi podatkami a długiem publicznym, o najwyższej natomiast – między podatkami i składkami a długiem. Co więcej, na tym etapie badania nie zauważono związku siły korelacji z poziomem rozwoju badanych krajów, ich zadłużenia, czy stopniem fiskalizmu.

We wszystkich badaniach nieznacznie przeważał dodatni kierunek zależności. Oznacza to, że im niższe (wyższe) były obciążenia podatkowe, tym niższy (wyższy) był również deficyt i dług publiczny. Można więc wnioskować, że stopa opodatkowania, poniżej lub powyżej której dochody budżetowe spadają, nie weszła w „obszar niedoboru podatkowego” lub „obszar przeciążenia podatkowego”. Między nimi mieści się „obszar możliwie korzystnego” dla zrównoważonego rozwoju konkretnego kraju poziomu podatków.

W odniesieniu do krajów z korelacją ujemną bardziej prawdopodobne jest, że stopa obniżek (podwyżek) podatków, poniżej (powyżej) której dochody budżetowe spadają

a nie rosną, w zależności od siły istotności zbliżyła się lub przekroczyła „obszar niedoboru podatkowego” lub „obszar przeciążenia podatkowego”.

Otrzymane wyniki badania należy interpretować ostrożnie, poddane mu kategorie są bowiem wielostronnie uwarunkowane, a szereg czasowy, chociaż obejmuje 20 lat, wydaje się jeszcze zbyt krótki do ważnych dla nauki uogólnień. Zarówno analiza opisowa wskaźników, jak i badanie statystyczne upoważniają jedynie do pozytywnej weryfikacji przyjętej hipotezy, wyznaczając jednocześnie konieczność dalszych badań.

Słowa kluczowe: podatki, deficyt, dług sektora *general government*, korelacja, współczynnik Pearsona, krzywa Laffera, „obszar niedoboru podatkowego”, „obszar przeciążenia podatkowego”

1. Wprowadzenie

Celem artykułu jest weryfikacja hipotezy zakładającej występowanie między podatkami, deficytem i długiem sektora *general government* stosunków korelacyjnych o różnym stopniu istotności i odmiennych kierunkach. Badaniem objęto kraje Unii Europejskiej w latach 1995–2014. Jest to okres dobrej koniunktury 1995–2007, ze stosunkowo krótkotrwałym spowolnieniem w latach 2001–2002, oraz okres długotrwałego i falującego finansowo-zadłużeniowego i gospodarczego kryzysu od 2008 do 2014 r. Wybrano stosunkowo długi szereg czasowy, co w naszej dynamicznej rzeczywistości zawsze utrudnia porównywalność danych. Dla celów badawczych wykorzystano analizę opisową wskaźników ekonomicznych, miary służące ocenie istotności i kierunku korelacji zachodzących między badanymi zmiennymi oparte na współczynniku Pearsona oraz model Laffera.

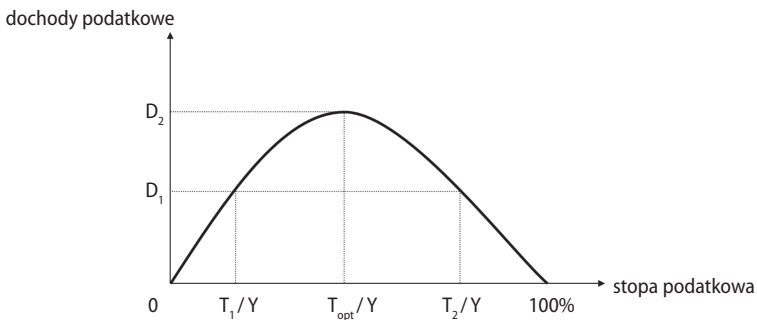
2. Mainstreamowa interpretacja krzywej Laffera

Zależności między stopą opodatkowania, rozmiarami działalności gospodarczej a wpływami podatkowymi wyjaśnia się najczęściej, bazując na krzywej Laffera¹. Zależność ta została sformułowana w latach 70. XX w. przez amerykańskiego

¹ Por. A.B. Laffer, M.A. Miles, *International Economics in Integrated World*, Scott Foresman and Co., Glenview 1982.

ekonomistę A.B. Laffera – jednego z najbardziej znanych przedstawicieli nurtu podażowego w teorii ekonomii. Oparł się on na założeniu, że wpływy do budżetu zależą od podstawy opodatkowania i wysokości stóp podatkowych. Przy niskiej stopie opodatkowania T_1/Y można uzyskać wpływy do budżetu w wysokości D_1 , a więc takie same jak przy stopie opodatkowania T_2/Y . Tę samą wielkość wpływów podatkowych można więc otrzymać przy znacznie niższych stopach podatkowych (rysunek 1).

Rysunek 1. Zależność między dochodami podatkowymi a stopą podatkową



Podwyższenie stawki opodatkowania powoduje wzrost dochodów budżetowych, ale tylko wtedy, gdy stopa opodatkowania nie przekroczy T_{opt}/Y . Od tego miejsca dalsze zwiększanie obciążeń podatkowych będzie powodowało zmniejszenie dochodów jako skutek zmniejszenia podstawy opodatkowania. Przyjmuje się bowiem, że przy niskich stopach opodatkowania przedsiębiorcy wykazują wyższą skłonność do inwestowania i zwiększania produkcji. Jednocześnie podatnicy przejawiają niższą skłonność do unikania płacenia podatków i prowadzenia działalności nielegalnej². Przy czym wpływ obciążeń fiskalnych na wielkość szarej strefy jest różnie oceniany³. Ponadto wyższe podatki zazwyczaj generują konieczność bardziej rozbudowanego i kosztownego aparatu skarbowego. Z punktu widzenia rozwoju gospodarczego istotne jest więc również to, czy spadek dochodów podatkowych jest wynikiem obniżenia stawek podatkowych, czy ich podwyższenia. W pierwszym przypadku

² M. Dylewski, B. Filipiak, A. Szewczuk, *Finanse publiczne. Instrumenty, struktury, procesy*, Fundacja na rzecz Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2004, s. 332–333.

³ M. Pasternak-Malicka, *Model Laffera jako wyrażenie mainstreamowego poglądu na zależność między wysokością podatku a ekspansją szarej strefy*, w: *Rozwój nauki o finansach. Stan obecny i pożądane kierunki jej ewolucji*, red. J. Ostaszewski, E. Kosycarz, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2014, s. 71–90.

bowiem towarzyszyć im powinien wzrost produkcji i niższe koszty administracyjne, w drugim zaś te same wpływy do budżetu zostaną osiągnięte przy spadku produkcji i wzroście kosztów fiskalizmu.

Opierając się na krzywej Laffera i opisanych zależnościach między oszczędnościami, inwestycjami a podatkami, lansuje się tezę, że każde obniżenie podatków powinno być korzystne i prowadzić do zwiększenia wzrostu gospodarczego oraz wpływów do budżetu⁴. Podejście takie jest jednak daleko idącym i nieuprawnionym uproszczeniem⁵.

Efekty zmiany stóp podatkowych mierzone zarówno dochodami publicznymi, jak i aktywnością gospodarczą są wielostronnie uwarunkowane. Zależą od poziomu podatków w punkcie wyjścia, reakcji podmiotów gospodarczych i ludzi na ich zmiany, stopnia wykorzystania zdolności produkcyjnych gospodarki, dostępu do kredytu i jego ceny oraz skłonności do inwestowania i oszczędzania, rozwoju rynku finansowego, koniunktury na rynkach światowych oraz konkurencyjności oferty eksportowej danej gospodarki, tradycji, mentalności obywateli i sprawności aparatu skarbowego. W praktyce znalezienie pożądanego związku między stopą opodatkowania, wzrostem gospodarczym a wpływami do budżetu nie jest proste, jeśli w ogóle jest możliwe⁶. Jest to tym trudniejsze, że podatki, obok funkcji ekonomicznych, pełnią również funkcje społeczne. Co więcej, Piketty pisze, że „Podatek nie jest kwestią techniczną; jest przede wszystkim kwestią wybitnie polityczną i filozoficzną. Bez podatków nie może być wspólnej przeszłości ani zbiorowej zdolności do działania”⁷.

3. Zarys dominujących tendencji w polityce podatkowej UE

W latach 1995–2014 w obszarze polityki podatkowej zachodziły znaczące i różnokierunkowe zmiany, które głównie polegały na silnej tendencji do obniżania stawek podatku dochodowego zarówno od osób prawnych, jak i fizycznych.

⁴ O tym, że zależności te są bardziej złożone i o niebezpieczeństwie schematycznego podejścia do wypierania dochodów z gospodarki przez finanse publiczne, pisze m.in. S. Owsiak; S. Owsiak, *Kontrowersje wokół wypierania dochodów z gospodarki przez finanse publiczne*, w: *Finanse w rozwoju gospodarczym i społecznym*, red. J. Czekaj, S. Owsiak, PWE, Warszawa 2014, s. 68–74.

⁵ Kontrowersje związane ze skutkami reform podatkowych w kontekście krzywej Laffera w Stanach Zjednoczonych omawia m.in. Stiglitz; J.E. Stiglitz, *Ekonomia sektora publicznego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 838–876.

⁶ Problem granic opodatkowania omawia m.in. Z. Fedorowicz; Z. Fedorowicz, *Polityka fiskalna*, WSB, Poznań 1998, s. 73–88.

⁷ T. Piketty, *Kapitał XXI wieku*, Wydawnictwo Krytyki Politycznej, Warszawa 2015, s. 612.

- Silna tendencja do obniżania stawek podatku dochodowego od osób prawnych. Różnicę między stawkami tego podatku w dwóch krańcowych latach badanego okresu pokazano w tabeli 1.

Tabela 1. Różnica między stawkami podatku dochodowego od osób prawnych w latach 2005 i 2014 oraz średnia wysokość stawki w 2014 r.

Wyszczególnienie	Różnica między stawkami (w p.p.)	Średnia wysokość w 2014 r. (w %)
UE-28	-12,1	22,9
UE-15	-11,3	26,7
UE-EŚW	-14,0	17,7
Polska	-21,0	19,0

Źródło: obliczenia własne na podstawie Eurostat, <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>, dostęp 25.02.2015; *Eurostat Statistical Books: Taxation trends in the European Union*, European Union 2014, http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/gen_info/economic_analysis/tax_structures/2014/report.pdf, dostęp 24.02.2015.

Największe obniżenie stawek odnotowano w Bułgarii, Irlandii, Czechach, Niemczech i Rumunii. Niewielkie wzrosty stawek wystąpiły we Francji 1,3 p.p. i na Węgrzech 1 p.p. Tylko na Malcie stawka nie została zmieniona i pozostała na poziomie 35%.

- Silna tendencja do obniżania stawek podatku dochodowego od osób fizycznych. Różnicę między górnymi stawkami tego podatku w dwóch krańcowych latach badanego okresu pokazano w tabeli 2.

Tabela 2. Różnica między górnymi stawkami podatku dochodowego od osób fizycznych w latach 2005 i 2014 oraz wysokość stawki w 2014 r.

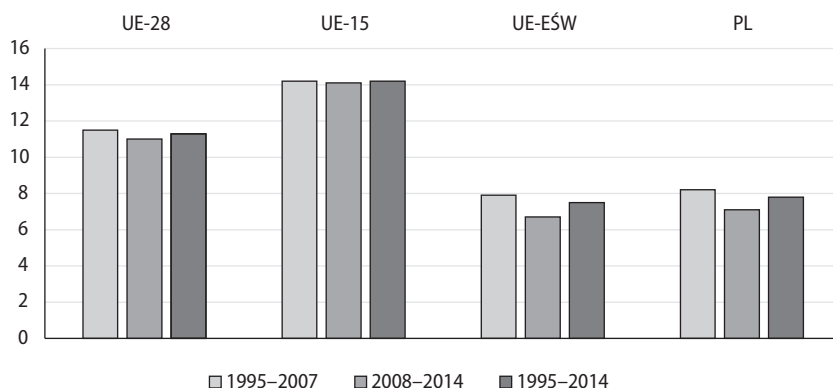
Wyszczególnienie	Różnica między stawkami (w p.p.)	Wysokość w 2014 r. (w %)
UE-28	-7,8	39,5
UE-15	-3,4	50,4
UE-EŚW	-14,8	25,3
Polska	-13,0	32,0

Źródło: jak pod tab. 1.

Różnica w zmianach stawek podatku dochodowego od osób fizycznych między krajami EŚW a resztą krajów UE jest znacznie większa niż stawek podatku dochodowego od osób prawnych. Zmiana stawek PIT jest czterokrotnie silniejsza średnio w krajach EŚW w porównaniu z UE-15. W Polsce stawkę tę obniżono o 13 p.p. Jeszcze większe jej zmiany wystąpiły w Bułgarii, na Węgrzech, w Rumunii i Czechach.

Udział wpływów z tytułu podatków od dochodu osób prawnych i fizycznych oraz majątku w % PKB przedstawiono na rysunku 2.

Rysunek 2. Średnioroczne udziały podatków od dochodu i majątku w obu fazach cyklu koniunkturalnego i ogółem w latach 1995–2014* (w % PKB)



* ESA2010 oraz ESA95 (dla Estonii do 1999 r., Grecji do 2005 r. i Litwy do 2003 r.) oraz brak danych dla Chorwacji do 2000 r.

Źródło: obliczenia własne na podstawie Eurostat, dostęp 23.05.2015.

Tym zmianom towarzyszyła słabsza tendencja do zwiększania obciążeń wynikających z podatków pośrednich, w tym w szczególności podatku od wartości dodanej, którego zmiany górnych stawek między rokiem 2000 a 2014 przedstawiono w tabeli 3.

Tabela 3. Różnica podstawowych stawek podatku VAT między latami 2000 a 2014 oraz podstawowa stawka w 2014 r.

Wyszczególnienie	Różnica między stawkami (w p.p.)	Wysokość stawki w 2014 r. (w %)
UE-28	+2,2	21,5
UE-15	+2,1	21,5
UE-EŚW	+1,6	22,2
Polska	+1,0	23,0

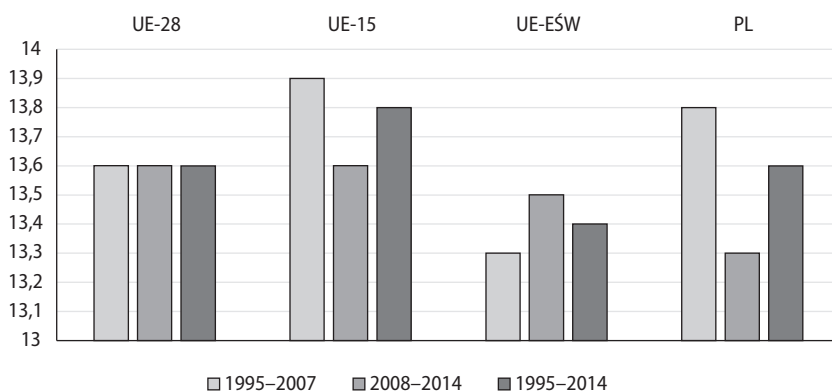
Źródło: opracowanie własne.

W Polsce stawka podstawowa tego podatku od czasu jego wprowadzenia stanowiła 22%, a od 2011 r., ze względu na szybko rosnący deficyt, została przejściowo (prawdopodobnie do 2017 r.) podwyższona do 23%. Najwyższe dodatnie zmiany podstawowych stawek tego podatku odnotowano na Cyprze, w Portugalii, Rumunii,

Hiszpanii i Grecji. Obniżono je natomiast w tylko w Słowacji o 3 p.p. i w Czechach o 1 p.p. Nie zmieniono zaś podstawowych stawek VAT w Bułgarii, Danii, Austrii, Szwecji i Luksemburgu.

Relatywnie większa skłonność do utrzymywania wyższych obciążeń związanych z produkcją i importem wynika z faktu, że podatki pośrednie – co do zasady – są bardziej wydajnym fiskalnie źródłem zasilania sektora publicznego, a ponadto wykazują się mniejszą wrażliwością społeczną w porównaniu z podatkami bezpośrednimi. Jednocześnie, operując głównie argumentami na rzecz zwiększenia jasności i przejrzystości podatków, uproszczenia procedur ich naliczania i poboru oraz ograniczania dowolności interpretacyjnej prawa podatkowego – niejednokrotnie słusznymi – spłaszczano skale podatkowe oraz ograniczono ulgi i zwolnienia. Udział podatków pośrednich w % PKB pokazano na rysunku 3.

Rysunek 3. Średnioroczne udziały podatków od produkcji i importu w obu fazach cyklu koniunkturalnego oraz ogółem w latach 1995–2014* (w % PKB)



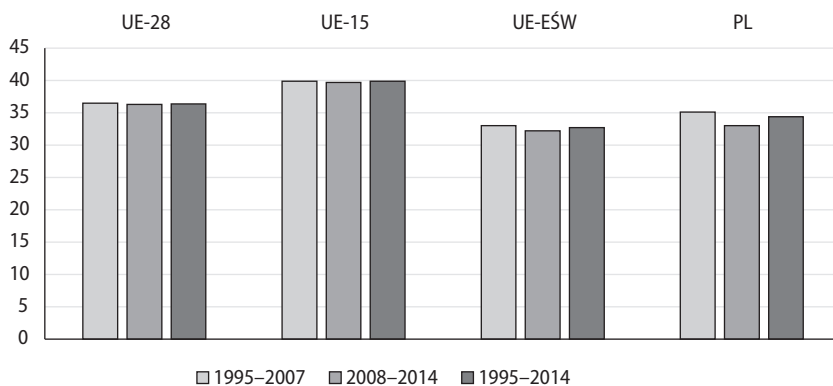
* ESA2010 oraz ESA95 (dla Estonii do 1999 r., Grecji do 2005 r. i Litwy do 2003 r.) oraz brak danych dla Chorwacji do 2000 r.

Źródło: obliczenia własne na podstawie Eurostat, dostęp 23.05.2015.

Powyższe zmiany miały niewątpliwie wpływ na wysokość dochodów sektora *general government* zarówno w wartościach bezwzględnych, jak i w relacji do PKB. W krajach UE-15 udział podatków i składek na ubezpieczenia społeczne w PKB w 2014 r. w porównaniu do 1995 r. – pomimo powyższych zmian – wzrósł o 1,6 p.p. do wysokości 41,1% PKB. W Europie Środkowo-Wschodniej natomiast relacja podatków i składek do PKB obniżyła się o 1,7 p.p. do poziomu 32,4% PKB. W Polsce odpowiednio spadek ten wynosił 4,7 p.p. – co oznacza, że udział omawianych obciążeń w PKB w 2013 r. stanowił 31,8%. W latach 1995–2014 najwyższy udział podatków

i składek na ubezpieczenia społeczne w PKB odnotowano w Danii, Szwecji i w Belgii, najniższy natomiast w Rumunii, Bułgarii i na Litwie. W 2014 r. różnica między krajem o najniższym obciążeniu i najwyższym wynosiła aż 24 p.p. i była wyższa od adekwatnych obciążeń w 1995 r. o przeszło 3 p.p. Łączne obciążenia z tytułu głównych podatków i składek na ubezpieczenia społeczne przedstawiono na rysunku 4.

Rysunek 4. Średnioroczne udziały wpływów z dwóch głównych źródeł podatkowych łącznie ze składką na ubezpieczenia społeczne w latach 1995–2014* (w % PKB)



* ESA2010 oraz ESA95 (dla Estonii do 1999 r., Grecji do 2005 r. i Litwy do 2003 r.) oraz brak danych dla Chorwacji do 2001 r.

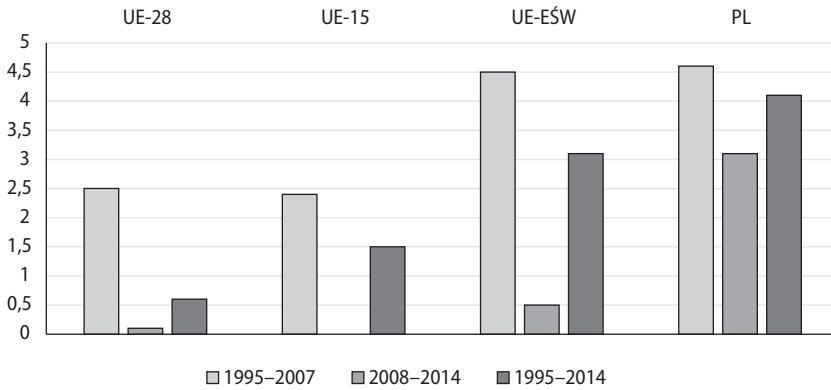
Źródło: obliczenia własne na podstawie Ameco i Eurostat, dostęp 15.05.2015.

4. Wzrost gospodarczy a deficyt i dług publiczny

Badane lata obejmują różne fazy aktywności gospodarczej. Średni wzrost w całej Wspólnocie wynosił 2,5% i wahał się między 1,3 a 3,9% PKB. W Polsce średnia dynamika PKB prawie pokrywała się ze wzrostem w Europie Środkowo-Wschodniej i wynosiła 4,6% (rysunek 5).

Pomimo nierównomiernej, ale jednak trwałej tendencji wzrostowej PKB w latach 1996–2007, średnie saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych w całej Wspólnocie miało znak ujemny i stanowiło 2,2% PKB. Konstruowanie budżetów z deficytem stało się prawie regułą. Średnioroczny deficyt w krajach Europy Środkowo-Wschodniej był jeszcze wyższy i wynosił 3,0% PKB. W Polsce ujemne saldo sektora finansów publicznych osiągnęło 4,1% PKB. Dodatnie średnioroczne saldo odnotowano jeszcze jedynie w takich krajach, jak: Luksemburg, Finlandia, Estonia i Dania.

Rysunek 5. Średnioroczna dynamika realnego PKB w latach 1996–2014* (w %)



* Brak danych dla Bułgarii w 1996 r., dla Estonii do 2000 r., Litwy do 2005 r., Luksemburgu do 2000 r., Malty do 2000 r., Słowacji do 1997 r.

Źródło: obliczenia własne na podstawie Eurostat, dostęp 20.05.2015.

Permanentne deficyty prowadziły oczywiście do kumulacji zadłużenia, będącego sumą zobowiązań publicznych państwa⁸. Co prawda, średnioroczny udział długu sektora *general government* w produkcie krajowym brutto w krajach UE-28 obniżył się o 9,1 p.p. do poziomu 43,0% PKB, przy wzroście w EŚW o 0,8 p.p. i do wysokości 25,9% PKB. Sytuacja w poszczególnych krajach była więc bardzo zróżnicowana: od obniżenia długu o przeszło 80 p.p. w Bułgarii i powyżej 50 p.p. w Irlandii do wzrostu o 28 p.p. na Malcie i powyżej 14 p.p. w Czechach.

W Polsce w 2007 r. dług wynosił natomiast 44,2% PKB – co oznaczało zmniejszenie o 3,4 p.p. w porównaniu z 1995 r., ale zwiększenie o 7,7 p.p. w stosunku do 2000 r., w którym osiągnął on najniższy poziom. Przy czym to głównie restrykcyjna polityka wydatkowa umożliwiła w latach 1998–2000 obniżenie w Polsce długu do jednego z niższych w Europie. Udział wydatków budżetu państwa w relacji do PKB zmniejszono w ciągu 3 lat aż o 4,1 p.p.⁹. Od 2001 r. zadłużenie publiczne polskiej gospodarki systematycznie wzrastało.

Przełom lat 2007/2008 to okres gwałtownych turbulencji na rynku finansowym Stanów Zjednoczonych, które zapoczątkowały zjawiska kryzysowe najpierw w USA, później w krajach Unii Europejskiej, nadając im stopniowo wymiar globalny. To, co

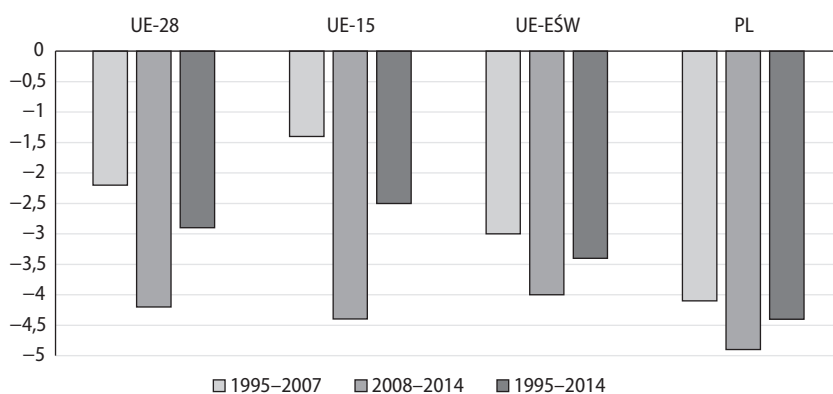
⁸ P.A. Samuelson., W.D. Notrdhaus, *Ekonomia*, t. 2, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 431.

⁹ Zdaniem T. Lubińskiej właśnie w budżecie państwa nie tylko znajdują odzwierciedlenie skutki reform finansów publicznych, lecz także w nim należy szukać ich przesłanek. T. Lubińska, *Budżet a finanse publiczne*, Difin, Warszawa 2010, s. 84.

różni ten kryzys od wcześniejszych okresów dekonunktury, to jego długotrwałość i uporczywość, znacznie dłuższa i bardziej kontrowersyjna lista przyczyn kryzysu, bardziej zróżnicowany zakres i głębokość kryzysu oraz jego skutki dla poszczególnych gospodarek¹⁰. Średnia dynamika PKB w UE w latach 2008–2014 wynosiła zaledwie 0,1% (w UE-15 0,0), w krajach EŚW 0,5%, w Polsce natomiast odnotowano wzrost 3,1% PKB.

Kryzys doprowadził do jeszcze szybszego narastania w latach 2008–2014 ujemnego salda finansów publicznych. W krajach UE-28 i w UE-15 odnotowano średni deficyt odpowiednio na poziomie 4,2% PKB i 4,4% PKB. W krajach Europy Środkowo-Wschodniej średnie ujemne saldo było nieco niższe 4,0% PKB. W Polsce pomimo wzrostu PKB ujemne saldo sektora w omawianych latach wynosiło średnio 4,9%. Omawiane wzrosty deficytów przedstawiono na rysunku 6.

Rysunek 6. Średnioroczne saldo sektora *general government* w obu fazach cyklu koniunkturalnego i ogółem w latach 1995–2014* (w % PKB)



* ESA2010 oraz ESA95 (dla Estonii do 1999 r., Grecji do 2005 r. i Litwy do 2003 r.).

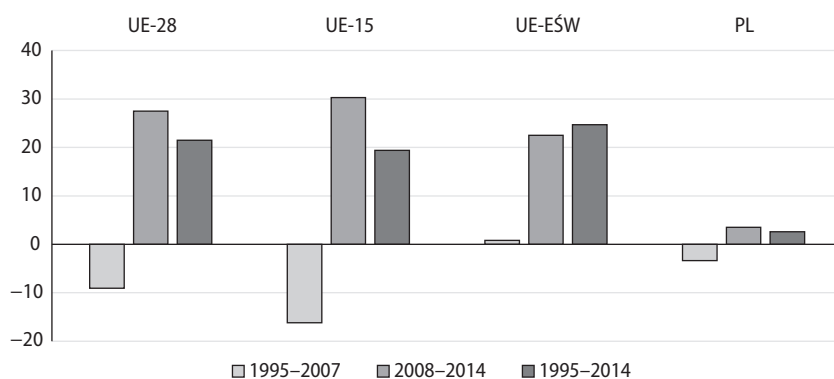
Źródło: obliczenia własne na podstawie Eurostat, dostęp 23.05.2015.

Chroniczne deficyty skutkowały wzrostem udziału długu sektora instytucji rządowych i samorządowych w PKB, który w UE-28 wynosił średnio 77,0%. Przy czym sytuacja w poszczególnych krajach była zróżnicowana: od 7,3% PKB w Estonii i 15,9% PKB w Bułgarii, do 147,5% PKB w Grecji i 116,1% we Włoszech. W Polsce natomiast średni dług publiczny w latach dekonunktury wynosił 52,1% PKB, a na koniec 2013 r. osiągnął najwyższy od 1995 r. poziom w relacji do PKB 55,7%,

¹⁰ Na konieczność holistycznego podejścia do przyczyn i skutków kryzysu szczególny nacisk kładzie S. Owsiak; S. Owsiak, *Społeczny wymiar kryzysu – lekcja dla przyszłości*, http://www.krakow.pte.pl/pliki/owsiak_pl.pdf, dostęp 15.02.2015.

spadając w następnym roku do 50,1% PKB. Zmiany obciążeń długiem publicznym zobrazowano na rysunku 7.

Rysunek 7. Zmiana długu w relacji do PKB w obu fazach cyklu koniunkturalnego i ogółem w latach 1995–2014* (w p.p.)



* Brak danych dla Bułgarii do 1996 r. i Chorwacji do 2000 r.

Źródło: obliczenia własne na podstawie AMECO, dostęp 25.05.2015.

Badane kategorie ekonomiczne odzwierciedlają bardzo złożone procesy ekonomiczne, które wzajemnie na siebie oddziałują i podlegają wpływom bardzo wielu czynników, zmiennych zarówno w czasie, jak i przestrzeni. Są też obok wydatków głównymi instrumentami polityki fiskalnej każdego państwa. Objęte analizą lata 1995–2014 to okres istotnych zmian warunków prowadzenia polityki fiskalnej. Zmiany te przesunęły punkt ciężkości z dążenia do zrównoważenia budżetów w skali cyklu koniunkturalnego do efektywnego wykorzystywania jej instrumentów w warunkach chronicznych deficytów. Politykę fiskalną poszczególnych krajów determinowały – występujące z różnym nasileniem – następujące czynniki:

- zmniejszenie progresji podatkowej i usztywnienie wydatków¹¹;
- problemy z wykorzystaniem rachunku ekonomicznego jako narzędzia stymulującego korzystne dla obywateli zmiany w ilości i jakości dóbr oraz usług finansowanych ze środków publicznych¹²;

¹¹ Zdaniem Piketty'ego w wyniku wzrostu konkurencji fiskalnej doszło do bezprecedensowego rozwoju systemu ulg dotyczących dochodów z kapitału. Kraje dążą więc do ograniczenia podatku od zysków przedsiębiorstw, wyłączenia z niego odsetek, dywidend i innych dochodów. W konsekwencji system podatkowy staje się na szczycie hierarchii dochodów w większości krajów regresywny. T. Piketty, *Kapitał w XXI wieku*, Wydawnictwo Krytyki Politycznej, Warszawa 2015, s. 615–616.

¹² Główne bariery wynikają przede wszystkim ze specyfiki sektora publicznego i polegają na: braku rynkowych instrumentów motywacyjnych między pracodawcą a zatrudnionymi, braku konkurencji

- pogłębianie nierówności dochodowych przez politykę podatkową¹³;
- występowanie chronicznych deficytów budżetowych w obu fazach cyklu koniunkturalnego¹⁴;
- globalny charakter zadłużenia publicznego i zmiany sposobu jego finansowania¹⁵;
- obniżona wydajność fiskalna podstawowych źródeł dochodowych, implikowana głównie silnymi tendencjami do zwiększenia konkurencyjności gospodarek poprzez obniżkę stawek podatkowych¹⁶.

W tych okolicznościach uprawnione jest sprowadzenie głównego problemu finansów publicznych do prowadzenia polityki fiskalnej w warunkach wysokiego zadłużenia publicznego. Ponieważ zarówno w teorii, jak i w praktyce nie jest odosobnione stanowisko traktujące zmniejszenie podatków jako istotną przyczynę narastania długu, zasadne wydawało się podjęcie problemu zależności między podatkami a deficytem i długiem.

5. Zależności korelacyjne między podatkami, deficytem i długiem

Poddane badaniu podstawowe kategorie ekonomiczne, oprócz wielopłaszczyznowych zależności merytorycznych, łączą dwie cechy. Jedną z nich to nadmierne obciążenie podażą mitów i emocji, drugą zaś to brak wystarczających świadectw

między dostawcami usług oraz braku reprezentantów akcjonariuszy i kredytodawców, którzy tworzyliby grupy nacisku wymuszające efektywność działania. T. Lubińska et al., *Paradygmat budżetowania zadaniowego na tle wyzwań nowego zarządzania publicznego*, w: *Kierunki modernizacji zarządzania w jednostkach samorządu terytorialnego*, red. T. Lubińska, Difin, Warszawa 2011, s. 52–59.

¹³ Problem nierówności dochodowych omawia szeroko m.in. M. Brzeziński; M. Brzeziński, *Nierówność dochodowa w Polsce*, w: *Nierówności społeczne w Polsce*, red. B. Kłos, J. Szymańczak, Wydawnictwo Sejmowe, Warszawa 2014, s. 121–136.

¹⁴ Na 553 roczne budżety państw członkowskich Unii Europejskiej w latach 1995–2014 zaledwie 84 wykazywały nadwyżkę, a 5 było zrównoważonych. Budżety z nadwyżką odnotowywano głównie w krajach zamożnych: w Luksemburgu, Finlandii, Szwecji, Danii i w Niemczech, ale i w Estonii oraz w Bułgarii.

¹⁵ Zdaniem P.H. Dembinskiego zmiana ta „opiera się na ideologicznym konsensusie, że utrzymanie wartości pożyczonego kapitału jest ważniejsze niż ulga dla dźwigających ciężar obsługi i spłaty długu”. Efektem tego jest zmuszenie rządów do wykorzystania dużej części bieżącego dochodu na pokrycie zobowiązań wynikających z wierzycielności. Tym sposobem dochodzi do transferu środków od podatników na rzecz wierzycieli, co pogłębia nierówności dochodowe. P.H. Dembinski, *Finanse po zawale*, Wydawnictwo Studio Emka, Warszawa 2012, s. 76–79.

¹⁶ Różnica w latach 2014 i 1995 między górnymi stawkami podatku dochodowego od osób fizycznych wynosiła średnio w UE 7,8 p.p. (w Polsce 13 p.p.), a między stawkami podatku dochodowego od osób prawnych średnio w UE 12,1 p.p. (w Polsce 21 p.p.).

teoretycznych i empirycznych dla wyznaczenia ich optymalnych poziomów¹⁷. W celu określenia siły i kierunku korelacji między analizowanymi zmiennymi autor postanowił odwołać się do analizy zależności statystycznej. Wykorzystując współczynnik Pearsona, przeprowadzono badanie zależności¹⁸:

- między środkami publicznymi pochodzącymi z dwóch głównych źródeł podatkowych, tj. podatków od dochodu i majątku oraz podatków od produkcji i importu (X) a deficytem (Y) i długiem (Y') sektora *general government* mierzonymi relacją do produktu krajowego brutto;
- między obciążeniami podatkowymi ogółem łącznie ze składką na ubezpieczenia społeczne (X') a deficytem (Y) oraz długiem (Y') sektora *general government* w % PKB.

Badanie rozpoczęto od analizy zależności między udziałem dochodów z **dwóch głównych źródeł podatkowych (X) oraz deficytu (Y)** w relacji do PKB w latach 1995–2014. Otrzymano następujące wyniki:

- brak związku przy współczynniku do 0,20 wystąpił w 4 krajach: w Estonii, Czechach, w Danii i na Litwie; otrzymany współczynnik jest raczej skutkiem przypadku;
- w czwartym przedziale od 0,70 do 0,90 znalazły się 4 kraje wskazujące na występowanie silnej korelacji; to: Irlandia, Malta, Hiszpania, Chorwacja, co oznacza, że przy wpływie innych czynników najsilniej na deficyt oddziałują podatki;
- w pozostałych krajach słabą zależność odnotowano w 9, a średnią w 11.

Przy czym w 24 krajach, w których wystąpiła zależność, dodatni jej kierunek miał miejsce w 23, ujemny tylko na Słowacji. Większą istotność korelacji odnotowano na w krajach tzw. starej Unii. Aż w 15 (w tym w 10 z UE-15) krajach występowała średnia i lub silna zależność wskazująca, że im wyższe są podatki, tym wyższy deficyt, im niższe – tym niższy deficyt. Wyższe podatki powodują skurczenie bazy podatkowej, wynikiem czego są niższe wpływy budżetowe, które implikują wzrost deficytu.

Tylko na Słowacji słaba zależność miała ujemny kierunek – im niższe podatki, tym wyższy deficyt. To może wynikać z mało znaczącej obniżki podatków, która nie przekładała się na poszerzenie bazy podatkowej i wzrost dochodów budżetowych, a w konsekwencji nie implikowała spadku deficytu. Może również oznaczać brak reakcji podmiotów gospodarczych i osób fizycznych na zmiany podatków. Stopa

¹⁷ P.A. Samuelson., W.D. Nordhaus, *Ekonomia*, t. 1, PWN, Warszawa 1995, s. 541.

¹⁸ Interpretację siły zależności oparto na następujących wartościach współczynnika: 0–20 brak zależności, 20–40 współzależność istnieje, ale jest słaba, 40–70 korelacja średnia, 70–90 zależność silna, inne wpływy są niewyraźne, 90–100 bardzo mocna zależność.

podatkowa znajduje się wówczas w takim obszarze krzywej Laffera, w ramach którego dalsze jej podwyższanie lub obniżanie nie prowadzi do zmiany bazy podatkowej.

Drugim krokiem było zbadanie związku między tymi samymi **podatkami (X)** a **długiem sektora instytucji rządowych i samorządowych (Y')** – obie wielkości mierzone w % PKB. Wyniki tego badania różnią się nie tyle siłą zależności, co jej kierunkiem:

- brak związku wystąpił w 5 bardzo różnych krajach: w Czechach, Niemczech, Luksemburgu, w Danii i Rumunii;
- silną zależność odnotowano na Malcie i Litwie;
- w pozostałych 8 krajach wystąpiła słaba korelacja, a w 11 – średnia.

Średni wskaźnik istotności w 23 krajach, w których odnotowano badaną zależność, wynosił 0,43. Aż w 12 przypadkach kierunek korelacji był ujemny, z których 7 to państwa EŚW. Jednak tylko w odniesieniu do Słowacji wyjaśnienie jest stosunkowo proste. Ujemna zależność wystąpiła, bowiem już w badaniu relacji między podatkami a deficytem: obniżenie podatków prowadziło do wzrostu deficytu i *vice versa*. Odnotowany w drugim badaniu wzrost długu przy obniżce podatków był więc niejako konsekwencją rosnącego deficytu.

W ośmiu przypadkach ujemne współczynniki istotności zależności między głównymi podatkami a długiem były średnie lub silne i wynosiły od 0,43 do 0,83. Obejmowały one kraje, które w pierwszym badaniu wskazywały na to, że spadek podatków powoduje obniżenie deficytu i *vice versa*. Skutkiem zmniejszenia ich podatków nie był jednak spadek długu w relacji do PKB, lecz jego wzrost. Może to mieć miejsce wówczas, gdy na dług oddziałują silnie lub równie silnie inne czynniki. Mogą być nimi np. zmiany kursu walutowego, stóp procentowych, pokrywanie długu środkami z prywatyzacji, finansowanie zobowiązań powstałych poza deficytem sektora, wykorzystywanie do finansowania deficytu nadwyżek z lat ubiegłych.

W 11 krajach korelacja miała kierunek dodatni, przyjmując bardzo zróżnicowane wskaźniki istotności. To oznacza, że wzrost podatków implikuje wzrost długu i odwrotnie, a badane kraje charakteryzują się różną siłą tego wpływu.

Następnie badaniu poddano związki między **wpływami podatkowymi wraz ze składką na ubezpieczenia społeczne (X')** a **deficytem sektora instytucji rządowych i samorządowych (Y)** w % PKB, uzyskując następujące wyniki:

- aż w 15 krajach związki między tymi kategoriami miały charakter przypadkowy;
- tylko w 3 krajach wystąpiła silna korelacja, wskazująca na mocne oddziaływanie obciążeń podatkowych na deficyt, tj. w Chorwacji, na Malcie i w Hiszpanii;
- w pozostałych krajach słaba zależność była w 6, a w 4 – średnia.

W 13 przypadkach, w których odnotowano zależności między badanymi zmiennymi, tylko 4 dotyczyły tzw. starej Unii. Średnia istotność tej zależności wynosiła 0,48.

Ten wynik prowadzi do wniosku wskazującego na brak zależności w stosunkowo dużej liczbie krajów między udziałami obciążeń podatkowych (łącznie ze składką) w PKB i relacją do niego deficytów sektora *general government*. Kierunek tej zależności tylko w 2 krajach był ujemny. Tak jak i w poprzednim badaniu wystąpił on na Słowacji, gdzie średni deficyt w latach 1995–2014 wynosił 5,2% PKB. Drugim krajem z bardzo słabą zależnością ujemną była Grecja z deficytem 7,4% PKB.

Konsekwentnie przeprowadzono badanie relacji między **obciążeniami podatkowymi łącznie ze składkami na ubezpieczenia społeczne (X') i długiem publicznym (Y')**, prowadzące do następujących wyników:

- zależności nie odnotowano w 4 krajach i to diametralnie różnych pod względem rozwoju gospodarczego: w Rumunii, Bułgarii, Estonii i Wielkiej Brytanii;
- wyraźna zależność wystąpiła w 6 krajach: we Włoszech, na Malcie, we Francji, Portugalii, Grecji i w Szwecji;
- w pozostałych 10 badanych przypadkach korelacja okazała się słaba, a w 8 – średnia.

W 24 przypadkach, w których odnotowano występowanie głównie słabej i średniej zależności, współczynnik istotności wynosił 0,51. W 9 krajach (w tym 6 to kraje EŚW) korelacja miała kierunek ujemny i była stosunkowo słabsza. Obniżenie obciążeń podatkowych ogółem oddziaływało więc słabo lub średnio na dług, co przy innych czynnikach o silniejszym wpływie prowadzi do jego wzrostu w relacji do PKB i odwrotnie. W tej grupie są kraje o bardzo różnym poziomie rozwoju, zadłużeniu publicznym i stopniu redystrybucji produktu narodowego.

W 15 krajach korelacja miała dodatni kierunek i wyższy poziom istotności. W tej grupie współczynnik zależności dla 9 z nich mieścił się między 0,40 a 0,80 – podatki oddziaływały więc w sposób dosyć silny i silny na dług publiczny, zmieniając go w tym samym kierunku, w którym same podlegały zmianom. Nie oznacza to wcale, że są to kraje bardziej jednorodne. Wyraźnie dominuje UE-15 (z EŚW są tylko 3 kraje). Są wśród nich kraje, w których średni poziom długu w latach 1995–2014 przekroczył wartość średniorocznego PKB oraz kraje z długiem rządu kilkunastu procent. Mniejsza jest różnica w stopie redystrybucji dochodów przez sektor publiczny.

Przeprowadzone badanie w odniesieniu do Polski wskazuje, że:

- korelacje między dwoma głównymi podatkami oraz między tymi podatkami powiększonymi o składkę na ubezpieczenia społeczne a deficytem, mają kierunek dodatni; w pierwszym przypadku zależność ta mieści się na początku drugiego przedziału istotności ze współczynnikiem 0,21, natomiast w drugim na początku trzeciego przedziału i ze współczynnikiem 0,41;
- korelacje między podatkami oraz między podatkami powiększonymi o składkę na ubezpieczenia społeczne a długiem mają kierunek ujemny; ten pierwszy wskaźnik istotności osiąga poziom 0,27, drugi natomiast 0,55.

Niskie współczynniki istotności zależności między samymi podatkami oraz podatkami powiększonymi o składkę na ubezpieczenia społeczne a deficytem wskazują na słaby wpływ podatków na deficyt. Istotniejsze znaczenie mają inne czynniki określające wysokość deficytu. Kierunek tej zależności wskazuje zaś, że tak jak w większości pozostałych badanych krajów im niższe są podatki, tym niższy deficyt i *vice versa*. W przypadku zależności, w której zmienną jest dług, kierunek jej jest odwrotny, co wskazuje, że im niższe są same podatki, jak i podatki powiększone o składkę, tym wyższy dług publiczny. Przy czym wskaźniki istotności w przypadku tych zależności są wyższe niż w przypadku dwóch pierwszych. Oznacza to, że podatki i składki determinują dług publiczny, ale równie silny wpływ mają inne czynniki. Przy czym podatki, a szczególnie podatki powiększone o składki, silniej oddziałują na dług publiczny niż na deficyt.

Reasumując rezultaty przeprowadzonego badania w odniesieniu do całej Unii, można sformułować poniższe wnioski.

- Zależność między dwoma głównymi źródłami podatkowymi a deficytem wyrażonymi w % PKB wystąpiła w 24 krajach, w tym w 1 o ujemnym kierunku. Średnie i silne współczynniki istotności wystąpiły w 15 przypadkach i wykazywały kierunek dodatni.
- Korelację między całkowitym obciążeniem podatkowym łącznie ze składką na ubezpieczenia społeczne a średnim udziałem deficytu w PKB odnotowano tylko w 13 krajach, w tym w 2 ujemną. Średni i silny dodatni związek odnotowano w 7 krajach.
- Zależność między wpływami z głównych podatków a długiem mierzona w % ich udziału w PKB wystąpiła w 23 krajach, w tym w 12 miała kierunek ujemny. Średnia i silna korelacja dodatnia miała miejsce w 7 przypadkach, w 8 zaś – ujemna.
- Badanie wykazało związek między dochodami podatkowymi wraz ze składką a długiem w % PKB w 24 przypadkach, w tym w 9 miał on charakter ujemny. Średnie i silne wskaźniki istotności wystąpiły w 14 krajach, w 5 przyjmując kierunek ujemny.

Przeważający – ale nie dominujący – dodatni kierunek korelacji wskazuje, że im większy jest udział dwóch głównych źródeł podatkowych, lub tych obciążeń powiększonych o składkę na ubezpieczenia społeczne w PKB, tym większe zadłużenie publiczne i odwrotnie – im niższe podatki, tym niższy dług. Taki wynik badania mieści się w mainstreamowym nurcie interpretacji krzywej Laffera. Co charakterystyczne, znacznie częściej tę krzywą wykorzystuje się do interpretacji negatywnych skutków podwyżek podatków, pamiętając, że może mieć ona w konkretnych warunkach danego kraju w określonym czasie różną asymetrię prawo- lub lewostronną. Pomija się zaś fakt, że krzywa Laffera ma nie tylko prawą część, wskazującą na spadek dochodów

w przypadku dalszego ich podwyższania w wyniku „przeciążenia podatkowego”, ale i lewą – informującą, że dalsze obniżanie podatków także powoduje spadek dochodów budżetowych jako wynik „niedoboru podatkowego”. W dłuższym okresie może to być źródłem rosnących deficytów i długu publicznego. Bardziej prawdopodobne wydaje się, że kraje, w których odnotowano silną korelację ujemną, przekroczyły w konkretnych uwarunkowaniach badanego okresu „obszar niedoboru podatkowego” lub „obszar przeciążenia podatkowego”. Przez obszary niedoboru podatkowego lub jego przeciążenia rozumie się takie przestrzenie na krzywej Laffera w określonym miejscu i czasie, po których poruszanie się implikuje słabe zmiany bazy podatkowej lub wręcz jej nie zmienia. Między nimi mieści się „obszar możliwie korzystnych obciążeń” dla zrównoważonego rozwoju konkretnego kraju w dłuższym okresie. Obszary te nie mają uniwersalnego charakteru. Są one zdeterminowane konkretnymi uwarunkowaniami danego kraju i zmienne w czasie. Ich głównymi wyznacznikami są natomiast kierunek i istotność korelacji badanych zmiennych.

6. Podsumowanie

Wspólną cechą badanych podstawowych kategorii ekonomicznych, jakimi są: podatki, deficyt i dług, jest brak wystarczających świadectw teoretycznych i empirycznych do wyznaczenia ich optymalnych poziomów. Przeprowadzona analiza wskazała z jednej strony na dominujące tendencje do obniżania obciążeń podatkowych. Z drugiej natomiast, na chroniczny charakter deficytów budżetowych w obu fazach cyklu koniunkturalnego i zglobalizowanie zadłużenia publicznego. Badając zależności między udziałem w PKB podatków, deficytu i długu, na podstawie współczynnika Pearsona, do ich interpretacji wykorzystano krzywą Laffera.

Siła istotności badanych zależności dla poszczególnych krajów była zróżnicowana. Korelację o najniższej sile odnotowano w przypadku zależności między podstawowymi podatkami a długiem publicznym, a najwyższą między podatkami i składkami a długiem. Co więcej, na tym etapie badania nie zauważono jej związku z poziomem rozwoju badanych krajów, ich zadłużenia czy stopniem fiskalizmu.

W badaniach przeważał dodatni kierunek zależności. Oznacza to, że im niższe (wyższe) były obciążenia podatkowe, tym niższy (wyższy) był również deficyt i dług publiczny. Można więc wnioskować, że stopa opodatkowania, poniżej lub powyżej której dochody budżetowe spadają, nie znalazła się w „obszarze niedoboru podatkowego” lub „obszarze przeciążenia podatkowego”.

Natomiast w odniesieniu do pozostałych krajów z wyraźną korelacją ujemną, bardziej prawdopodobne wydaje się, że stopa obniżek (podwyżek) podatków,

poniżej (powyżej) której dochody budżetowe spadają, a nie rosną, w zależności od siły istotności zbliżyła się lub przekroczyła „obszar niedoboru podatkowego” lub „obszar przeciążenia podatkowego”. Przez „obszary niedoboru podatkowego” lub jego „przeciążenia” rozumie się takie przestrzenie na krzywej Laffera w określonym miejscu i czasie, po których poruszanie się implikuje słabe zmiany bazy podatkowej lub wręcz jej nie zmienia. Między nimi mieści się „obszar możliwie korzystnego” dla zrównoważonego rozwoju konkretnego kraju poziomu podatków.

Otrzymane wyniki badania należy interpretować ostrożnie, poddane jemu kategorie są bowiem wielostronnie uwarunkowane, a szereg czasowy, chociaż obejmuje 20 lat, wydaje się jeszcze zbyt krótki do poczynienia ważnych uogólnień. Niemniej wyniki analizy opisowej wskaźników oraz badania statystycznego upoważniają do pozytywnej weryfikacji hipotezy postawionej we wstępie artykułu.

Bibliografia

1. Brzeziński M., *Nierówność dochodowa w Polsce*, w: *Nierówności społeczne w Polsce*, red. B. Kłos, J. Szymańczak, Wydawnictwo Sejmowe, Warszawa 2014.
2. Czekał J., Owsiak S., *Finanse w rozwoju gospodarczym i społecznym*, PWE, Warszawa 2014.
3. Dembinski P.H., *Finanse po zawale*, Wydawnictwo Studio Emka, Warszawa 2012.
4. Dylewski M., Filipiak B., Szewczuk A., *Finanse publiczne. Instrumenty, struktury, procesy*, Fundacja na rzecz Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2000.
5. *Eurostat Statistical Books: Taxation trends in the European Union*, European Union 2014, http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/gen_info/economic_analysis/tax_structures/2014/report.pdf
6. *Eurostat supplementary table for the financial crisis, Background note (October 2014)*, <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/1015035/2022675/Background-note-fin-crisis-Oct-2014-final.pdf>
7. Fedorowicz Z., *Polityka fiskalna*, WSB, Poznań 1998.
8. Iwanicz-Drozdowska M., Malinowska-Misiąg E., *Restrukturyzacja banków – w stronę większej przejrzystości i informacji*; w: *O nowy ład finansowy w Polsce*, red. J. Ostaszewski, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2015, s. 35–40.
9. Laffer A.B., Miles M.A., *International Economics in Integrated World*, Scott Foresman and Co., Glenview 1982.
10. Lubińska T., *Budżet a finanse publiczne*, Difin, Warszawa 2010.

11. Lubińska T. et al., *Paradygmat budżetowania zadaniowego na tle wyzwań nowego zarządzania publicznego*, w: *Kierunki modernizacji zarządzania w jednostkach samorządu terytorialnego*, red. T. Lubińska, Difin, Warszawa 2011.
12. Owsiak S., *Kontrowersje wokół wypierania dochodów z gospodarki przez finanse publiczne*, w: *Finanse w rozwoju gospodarczym i społecznym*, red. J. Czekaj, S. Owsiak, PWE, Warszawa 2014, s. 68–74.
13. Owsiak S., *Społeczny wymiar kryzysu – lekcja dla przyszłości*, http://www.krakow.pte.pl/pliki/owsiak_pl.pdf
14. Pasternak-Malicka M., *Model Laffera jako wyrażenie mainstreamowego poglądu na zależność między wysokością podatku a ekspansją szarej strefy*, w: *Rozwój nauki o finansach. Stan obecny i pożądane kierunki jej ewolucji*, red. J. Ostaszewski, E. Kosycarz, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2014.
15. Piketty T., *Kapitał XXI wieku*, Wydawnictwo Krytyki Politycznej, Warszawa 2015.
16. Samuelson P.A., Nordhaus W.D., *Ekonomia*, t. 1, PWN, Warszawa 1995.
17. Samuelson P.A., Nordhaus W.D., *Ekonomia*, t. 2, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
18. Stiglitz J.E., *Ekonomia sektora publicznego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.

Laffer Model and General Government Sector Debt

Summary

The author attempts to verify the hypothesis assuming the existence correlation of different strengths of significance and directions between taxes as well as taxes plus National Insurance premiums on the one hand and deficit and debt of European Union member countries General Government on the other. The research was preceded by an analysis to indicate the dominating tendencies to reduce the tax levy as a result of “duplicate” tax policy as well as the chronic deficits and globalisation of public indebtedness.

The strength of significance of the analysed dependencies for individual countries was diversified. The weakest correlation was noted in the case of relation between basic taxes and public debt; the strongest in the case of taxes with premiums and debt. What is more, at this stage of research no relation was found between the

strength of correlation with the level of development of the examined countries, their indebtedness or degree of fiscalism.

In all the research a positive direction of dependence was slightly dominating. It means that the lower (higher) the tax burden, the lower (higher) the deficit and public debt. It may be concluded that the tax rate below or above which the budget incomes fall did not enter the “tax shortage area” or “tax overburden area”. In between these two there is a “fairly favourable area” of tax level for the sustainable development of the country.

With regard to the remaining countries with a negative correlation, it is more probable that the rate of reductions (rises) of taxes below (above) which the budget incomes fall and not rise, depending on the strength of significance, approached or exceeded the “tax shortage area” or “tax overburden area.”

The obtained results should be carefully interpreted as the categories involved are multilaterally determined. The time series, though it covers the period of 20 years, is too short to allow for scientifically important generalisations. Both the descriptive analysis of factors and statistical research allow only for a positive verification of the adopted hypothesis, at the same time indicating the necessity for further research.

Keywords: taxes, deficit, general government sector debt, correlation, Pearson coefficient, Laffer curve, “tax shortage area”, “tax overburden area”

Joanna Marczakowska-Proczka
Kolegium Ekonomiczno-Społeczne
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Polityka interwencyjna rządów i banków centralnych podczas ostatniego kryzysu¹

Streszczenie

Kryzys finansowy 2008–2010 spowodował, że rządy oraz instytucje finansowe zdecydowały się na podjęcie działań interwencyjnych mających na celu przywrócenie zaufania przedsiębiorców i gospodarstw domowych do sektora finansowego. Interwencja banków centralnych i rządów miała doprowadzić do odblokowania kredytowania sfery realnej przez banki oraz zachęcenia przedsiębiorców do inwestowania. W artykule przedstawiono działania banków centralnych i rządów w celu ograniczenia negatywnych skutków kryzysu finansowego.

Słowa kluczowe: system finansowy, interwencja banków centralnych i rządów, płynność sektora bankowego

1. Wprowadzenie

Mimo że od początku kryzysu upłynęło już kilka lat, to skala ówczesnych interwencji rządów i banków centralnych, polegających na wdrażaniu licznych programów pomocowych oraz stabilizacyjnych, miała wpływ na działania podejmowane przez te instytucje już po kryzysie.

¹ Projekt został sfinansowany ze środków Narodowego Centrum Nauki przyznanych na podstawie decyzji numer DEC-2013/09/B/HS4/03610.

W sytuacji globalnego załamania gospodarczego spowodowanego kryzysem finansowym zapoczątkowanym upadkiem banku inwestycyjnego Lehman Brothers we wrześniu 2008 r. można było zauważyć zakrojoną na szeroką skalę interwencję rządów, banków centralnych oraz różnych międzynarodowych instytucji finansowych, np. MFW. Różne rodzaje tych interwencji oraz ich rozmiar miały na celu utrzymanie stabilności w sektorze finansowym oraz zapewnienie długotrwałego wzrostu gospodarczego. Ponieważ stabilność finansowa odgrywa kluczową rolę w funkcjonowaniu systemu finansowego i całej gospodarki², warto zwrócić uwagę na źródła, które spowodowały głębokie zawirowania w tych dwu obszarach. Po pierwsze, kryzys pokazał, że nie jest prawdą, iż rynek finansowy jest miejscem, gdzie aktywa finansowe są wyceniane według ich fundamentalnej wartości. Nawet uznając, że cena poszczególnych instrumentów uwzględnia zarówno zdyskontowane przyszłe przepływy, jak i ryzyko z tym związane, to niektóre aktywa osiągnęły ceny zdawałoby się kompletnie niezrozumiałe. Po drugie, tzw. globalna nierównowaga, zbyt niski poziom oszczędności krajowych w stosunku do potrzeb inwestycyjnych gospodarki spowodowały napływ kapitału, który, ulokowany na rynku finansowym, doprowadził do spekulacyjnego wzrostu cen aktywów finansowych. Z kolei zwiększone wydatki rządowe (wysokie deficyty budżetowe) służą utrzymaniu wysokiego poziomu konsumpcji, ale nie wpływają na wzrost oszczędności krajowych. W krótkim okresie dla ożywienia gospodarczego rzeczywiście kluczowa jest dynamika konsumpcji, ale to nie zmienia faktu, że jeżeli nie wzrosną krajowe oszczędności, to finanse w poszczególnych krajach i finanse światowe będą nie zrównoważone.

Celem artykułu jest próba analizy reakcji banków centralnych i rządów na kryzys finansowy w latach 2008–2010 z punktu widzenia skuteczności podjętych interwencji. Rodzaj i rozmiar tych interwencji budzą zasadnicze obawy o następstwa tak dużego zaangażowania w system rynkowy. Poziom i skutki tych interwencji w pierwszym okresie kryzysu zaowocowały współpracą różnych organizacji, których działania miały na celu zachowanie stabilności finansowej, czego przykładem było np. powołanie Forum Stabilności Finansowej. W jego skład wchodziłi ministrowie finansów, prezesi banków centralnych, szefowie nadzoru bankowego krajów G-7, przedstawiciele MFW. Analiza przeprowadzona w tym artykule dotyczy reakcji i działań wybranych instytucji do 2012 r. Dalsze propozycje rozwiązań regulacyjnych, instytucjonalnych są przedmiotem kolejnych prac badawczych autorki.

² Na potrzeby analizy w tym artykule system finansowy postrzegany jest jako powiązane ze sobą trzy elementy: rynki finansowe (pieniężne i kapitałowe), pośrednicy finansowi (banki i instytucje ubezpieczeniowe) i tzw. infrastruktura finansowa, czyli przepływ płatności, obrót papierami wartościowymi, ich rozrachunek oraz główne elementy finansów publicznych.

2. Zaangażowanie banków centralnych w działania łagodzące przebieg i skutki kryzysu

Działalność banków centralnych na świecie skupia się na realizacji dwóch celów: utrzymaniu stabilności cen i utrzymaniu stabilności systemu finansowego. Niska inflacja w długim okresie sprzyja wzrostowi gospodarczemu, co umożliwia prawidłowe funkcjonowanie instytucji finansowych, przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Natomiast stabilność systemu finansowego zapewnia prawidłowy mechanizm transmisji impulsów polityki pieniężnej do sfery realnej i przyczynia się do utrzymania stabilności monetarnej³.

Banki centralne: Stanów Zjednoczonych FED, Europejski Bank Centralny (EBC), Bank Anglii, ale także banki centralne Australii, Rosji, Szwajcarii, Norwegii i Kanady już we wrześniu 2008 r. zaczęły dostarczać bankom płynności w ramach operacji otwartego rynku. Banki centralne Szwajcarii, Anglii, Niemiec ogłosiły komunikaty o swojej gotowości do wsparcia i monitorowania sytuacji na rynku finansowym. Bank centralny Anglii wprowadził tzw. Specjalny program płynnościowy (*Special Liquidity Scheme*), który dawał możliwość instytucjom finansowym wymiany trudnych do sprzedania papierów zabezpieczonych kredytami hipotecznymi na bony skarbowe. W Wielkiej Brytanii podniesiono także limity depozytów gwarantowanych z 35 000 do 50 000 GBP. W październiku 2008 r. ogłoszono w Wielkiej Brytanii plan pomocy bankom, który obejmował⁴:

- dostarczenie przez bank centralny krótkoterminowej płynności w wysokości 200 mld GBP,
- dostarczenie przez rząd nowego kapitału do banków i towarzystw budowlanych w wysokości 50 mld GBP,
- zapewnienie systemowi bankowemu funduszy na utrzymanie stabilności finansowania w średnim okresie w wysokości 250 mld GBP wraz z gwarancjami instytucji rządowej dla banków: ABEY, Barclays, HBOS, HSBC, Lloyds TSB, Nationwide Building Society, Royal Bank of Scotland i Standard Charter.

Bank Anglii w ramach polityki antykryzysowej w roku 2008 zwiększył podaż pieniądza na rynku, zwiększając sumę bilansową ze 100 mld do 300 mld GBP. Bank

³ Por. *Przegląd stabilności systemu finansowego październik 2008*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2008, s. 3.

⁴ *Ibidem* s. 57.

Anglii, podobnie jak inne banki centralne, za pomocą różnych instrumentów zasilają banki w krótkoterminową płynność. W tym celu przeprowadził następujące operacje⁵:

- zredukował stopę procentową w marcu 2009 r. do historycznie niskiego poziomu 0,5%,
- uruchomił operacje dostarczania płynności,
- od 2007 r. wdrożył operacje long-term repo, od października 2008 r. przeprowadzał systematyczne operacje banku centralnego,
- rozszerzył pulę aktywów zabezpieczających transakcje z bankiem centralnym,
- wprowadził Special Liquidity Scheme, czyli transakcje swap z bankami komercyjnymi, co polegało na wymianie instrumentów MBS⁶ mających wysoką ocenę ratingową na obligacje skarbowe, gdzie jednoroczne obligacje można było przedłużyć do trzech lat,
- wprowadził możliwość zakupu obligacji skarbowych przy szerokiej puli akceptowalnych zabezpieczeń.

Jak widać, w odpowiedzi na kryzys Bank Anglii zastosował politykę nakierowaną na zwiększanie podaży pieniądza w systemie finansowym, co realizował na podstawie programu opartego na skupowaniu papierów komercyjnych, obligacji komercyjnych emitowanych przez sektor bankowy. Wpływał także na ożywienie rynku papierów emitowanych przez przedsiębiorstwa.

Działania antykryzysowe Europejskiego Banku Centralnego polegały głównie na dostarczaniu płynności poprzez wzrost skali operacji otwartego rynku oraz na nieograniczonym dopływie środków płynnych po stałej stopie procentowej. W zakresie utrzymania płynności walutowej, udzielano bankom pożyczek w systemie aukcyjnym TAF linie swap z FED-em i innymi bankami centralnymi. Podobnie jak w przypadku Banku Anglii i NBP poszerzał zakres instrumentów zabezpieczających transakcje z bankiem centralnym.

Banki centralne w celu przeciwdziałania kryzysowi 2008–2010 wykazały dużą odpowiedzialność w zakresie łagodzenia i powstrzymywania skutków kryzysu. Dostarczyły systemowi finansowemu płynności, obniżyły stopy procentowe, udzieliły gwarancji, wprowadziły różne programy ratunkowe. Niektóre działania banków centralnych (FED, EBC i banków krajów europejskich) i rządów miały charakter działań niestandardowych. Np. interwencje banków centralnych na rynkach skarbowych

⁵ J. Pruski, *Działalność antykryzysowa banków centralnych w dobie globalnego kryzysu finansowego*, w: *Działalność antykryzysowa banków centralnych*, red. E. Balcerowicz, Zeszyty BRE Bank-CASE 2009, nr 101, s. 22.

⁶ MBS (*mortgage-backed securities* – hipoteczny list zastawny) to rodzaj ABS, czyli *assetbacked securities* – listów zastawnych; papier wartościowy, którego zabezpieczeniem jest wierzytelność hipoteczna. Takie papiery wartościowe muszą być wcześniej ocenione przez agencję ratingową.

papierów wartościowych nie są obecnie działaniami nadzwyczajnymi; po wybuchu kryzysu stały się praktyką m.in. w USA i w strefie euro (Włochy, Hiszpania). Przed upadkiem banku Lehman Brothers dodruk pieniądza w dojrzałych gospodarkach był nie do przyjęcia ze względu na obawę przed wzrostem inflacji, co konsekwentnie realizowano za pomocą podwyższania stóp procentowych. Jednak groźba załamania globalnego systemu finansowego spowodowała, że zasady ekonomiczne uległy przewartościowaniu i uruchomiono powyżej opisane interwencje na rynku finansowym. Bank Rezerw Federalnych USA dostarczył do systemu finansowego 2,3 bln USD, Europejski Bank Centralny (Strefa euro) dostarczył 1,019 bln EUR pożyczek dla banków komercyjnych, a Bank Anglii (Wlk. Brytania) 375 mld GBP. Te interwencje nie wpłynęły na wzrost inflacji, np. w USA utrzymała się ona w 2009 r. na poziomie 1,7%. Wpłynęły natomiast na wzrost cen surowców (ropa, miedź czy złoto), zdrożała żywność i zdrożał CHF.

W Polsce już w grudniu 2007 r. na mocy porozumienia Ministra Finansów, Prezesa Narodowego Banku Polskiego i Przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego powołano Komitet Stabilności Finansowej. Głównym celem powołanego komitetu była współpraca na rzecz wspierania i utrzymywania stabilności krajowego systemu finansowego⁷.

W październiku 2008 r. Ministerstwo Finansów i Narodowy Bank Polski opracowały pakiety działań mających przywrócić zaufanie do rynku finansowego.

Pierwszy „Pakiet regulacyjny dla stabilności finansowej” wprowadził dwa projekty ustaw: o Komitecie Stabilności Finansowej i projekt zmieniający ustawę o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym. Projekty dotyczyły wzmocnienia współpracy Ministerstwa Finansów i Narodowego Banku Polskiego w obszarze wpływania na stabilność systemu finansowego oraz zwiększenia limitu depozytów do 50 000 EUR z pełną gwarancją depozytów⁸.

Pakiet drugi przygotowany przez NBP pod nazwą „Pakiet zaufania” odzwierciedlał działania antykryzysowe NBP polegające na wspieraniu płynności dla banków: zasilanie w płynność w PLN i walutach obcych oraz wykup obligacji NBP. Ponadto Prezes NBP wydał oświadczenie o gotowości polskiego banku centralnego do podjęcia działań (skoordynowanych z innymi bankami regionu) w celu uniknięcia niekorzystnego wpływu wahań kursowych na gospodarkę. Zapowiedział możliwość interwencji walutowych w ramach strategii bezpośredniego celu inflacyjnego z płynnym kursem. Działaniem antykryzysowym było także obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP.

⁷ Ibidem, s. 10.

⁸ Ibidem, s. 11.

W celu realizacji działań w ramach „Pakietu zaufania” NBP zaproponował następujące możliwości:

- zasilające operacje otwartego rynku w formie operacji repo z trzymiesięcznym okresem zapadalności,
- operacje SWAP-ów walutowych,
- depozyt walutowy jako zabezpieczenie kredytu refinansowego,
- modyfikacje w systemie operacyjnym kredytu lombardowego w postaci poszerzenia listy aktywów spekulacyjnych jako zabezpieczenie kredytu lombardowego w NBP oraz zmniejszenie haircutu przy wyznaczaniu wartości poziomu zabezpieczeń dla kredytu lombardowego,
- emisję siedmiodniowych bonów pieniężnych jako podstawowego instrumentu sterylizacji nadpłynności,
- zwiększenie częstotliwości operacji otwartego rynku, celem reagowania na zmiany płynności i stabilizowania stopy POLONIA⁹ wokół stopy referencyjnej¹⁰.

W 2009 r. NBP postanowił kontynuować program „Pakietu zaufania” w postaci „Paktu na Rzecz Rozwoju Akcji Kredytowej” w celu udostępnienia pieniądza kredytowego dla gospodarki i zwiększenia płynności w systemie bankowym¹¹. Pakt miał ożywić działalność banków, a tym samym przeciwdziałać tendencji ograniczania dostępności kredytu dla gospodarki. Jednak banki znacznie zaostrzyły warunki udzielania kredytów, co spowodowało osłabienie akcji kredytowej, szczególnie w przypadku kredytów dla przedsiębiorstw. Jednocześnie NBP zadeklarował, że jest gotów nadal podejmować działania mające na celu zasilanie banków w płynność. Bank centralny oczekiwał jednak w zamian zwiększenia intensywności banków na rynku kredytowym, której efektem będzie wzrost akcji kredytowej.

Obecnie do głównych zadań NBP zaliczamy monitorowanie i wspieranie stabilności systemu finansowego w ujęciu europejskim i globalnym. W celu sprawnego funkcjonowania systemu identyfikacji ryzyka NBP nawiązuje kontakty z uczestnikami rynków finansowych w Polsce i za granicą. Tworzy sieć bezpieczeństwa finansowego. Ponieważ o utrzymaniu stabilności finansowej decydują w dużej mierze systemy płatnicze, NBP zapewnia sprawne i bezpieczne systemy rozliczeń.

⁹ Stawka referencyjna POLONIA jest to średnia ważona operacji przeprowadzanych na pieniężnym rynku międzybankowym o terminie O/N (*overnight*). Zadaniem stawki POLONIA jest odzwierciedlenie wahań kosztu pieniądza, czyli ceny depozytów na rynku międzybankowym o terminie O/N. Jej wysokość waha się pomiędzy stawkami referencyjnymi O/N WIBOR i O/N WIBID.

¹⁰ Por. *Przegląd stabilności systemu finansowego październik 2008*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2008, s. 12.

¹¹ <http://www.comperia.pl/plany-antykryzysowe-nbp.html>, dostęp lipiec 2014.

Realizując zadania z zakresu zarządzania rezerwami dewizowymi, NBP dąży do osiągnięcia dużej dochodowości rezerw, przy zastosowaniu maksymalnej ostrożności inwestowanych środków i płynności rezerw dewizowych.

3. Działania Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego

UKNF w sposób ciągły monitorował ekspozycję banków na ryzyko kredytowe, szczególnie kredytów walutowych i mieszkaniowych. W celu ograniczenia ryzyka wynikającego ze wzrostu popytu na kredyty detaliczne i dynamiczny wzrost portfela tych kredytów, KNF wydała w 2010 r. Rekomendację T, która dotyczyła dobrych praktyk w zakresie zarządzania ryzykiem detalicznych ekspozycji kredytowych. Ze względu na duży popyt na kredyty mieszkaniowe w walutach obcych znowelizowano Rekomendację S, która wpływa na zarządzanie kredytami zabezpieczonymi hipotecznie i finansującymi nieruchomości. Ponadto w czerwcu 2011 r. KNF wprowadziła wyższą wagę ryzyka dla walutowych/indeksowanych kredytów detalicznych i hipotecznych¹². Podwyższeniu uległy wagi ryzyka z 75 do 100% dla kredytów, których wysokość raty kapitałowej lub odsetkowej uzależniona jest od zmian kursu waluty lub walut innych niż waluty przychodów osiąganych przez dłużnika.

W reakcji na problemy banków zagranicznych KNF prowadziła monitoring transakcji wewnątrzgrupowych pod kontem utrzymania stabilnego finansowania.

4. Działania interwencyjne rządów w odpowiedzi na kryzys finansowy 2008–2010

Według ekonomii uzasadnieniem dla interwencji państwa jest zawodność rynku, tzn. sytuacja, w której rozwiązania rynkowe nie doprowadzają do oczekiwanych zachowań przedsiębiorców. Ogromne załamanie gospodarcze w skali globalnej spowodowało niespotykaną do 2008 r. interwencję rządów i banków centralnych. Rodzi się za tym pytanie: Jak to wpłynie na system rynkowy?

W Ministerstwie Finansów opracowano projekt zmian w ustawie z lutego 2009 r. o udzielaniu przez Skarb Państwa wsparcia instytucjom finansowym oraz w ustawie z lutego 2010 r. o rekapitalizacji niektórych instytucji finansowych¹³. W październiku

¹² Uchwała KNF nr 153 z dnia 7 czerwca 2011 r. w sprawie zakresu i szczegółowych zasad wyznaczania wymogów kapitałowych z tytułu poszczególnych rodzajów ryzyka, Dz. Urz. KNF nr 8, poz. 201.

¹³ Ustawa z dnia 12 lutego 2009 r. o udzielaniu przez Skarb Państwa wsparcia instytucjom finansowym, Dz.U. z 2014r. nr 40, poz. 158. W ustawie określono zasady, warunki i tryb rekapitalizacji

2008 r. w odpowiedzi na symptomy ewentualnego kryzysu Komisja Europejska zdefiniowała dwa cele dopuszczalnego wsparcia:

- 1) odblokowanie kredytowania dla sfery realnej,
- 2) zachęcanie przedsiębiorców do inwestowania w ekologiczny i innowacyjny sektor.

Obydwa cele mają charakter wspierania gospodarki i w myśl art. 107, ust. 1 Traktatu o Unii Europejskiej zalicza się to do pomocy publicznej¹⁴. Należy jednak pamiętać, że każda interwencja państwa, również w postaci pomocy publicznej zgodnej z zasadami unijnymi i zaakceptowana przez Komisję Europejską, zazwyczaj zakłada warunki konkurencji. Poza tym wielomilionowe interwencje państw w system finansowy stanowiły dodatkowe obciążenia dla budżetów poszczególnych państw. Interwencja państwa na rzecz podtrzymania aktywności gospodarczej to rozluźnienie polityki pieniężnej. Utrzymywanie niskich stóp procentowych banku centralnego i zwiększenie podaży pieniądza polegają głównie na zakupie przez bank centralny papierów skarbowych, dochodzi do monetyzacji deficytu budżetowego. Obok makroekonomicznych skutków dostosowania fiskalnego, np. próby równoważenia budżetów przez podwyżki podatków lub cięć w wydatkach publicznych, skutki tej polityki najbardziej dotkliwe są dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

W latach 2009–2010 Komisja Europejska zaakceptowała pomoc publiczną na poziomie 82,3 mld EUR, a udzielono jej zaledwie na kwotę 3,9 mld EUR. W 2010 r. – na około 11,8 mld EUR, z czego 34% wykorzystano w Niemczech, 15,2% we Francji, 13,1% w Grecji, 9% w Austrii, 3,8% w Finlandii i w Wielkiej Brytanii 4,2%¹⁵. Jak się wydaje, w latach 2008–2010 można było zaakceptować zwalczanie kryzysu środkami nadzwyczajnymi (niekonwencjonalnymi), które miały dać czas na konieczną korektę ładu gospodarczego.

5. Podsumowanie

W świetle przeprowadzonego przeglądu interwencji można mieć wątpliwości do tego, czy działania rządów i banków centralnych były i są właściwą odpo-

niektórych instytucji finansowych, polegającej na: 1) udzielaniu przez Skarb Państwa gwarancji zwiększania funduszy własnych instytucji finansowych; 2) przejmowaniu przez Skarb Państwa instytucji finansowych w sytuacji groźby utraty wypłacalności instytucji finansowej. Instytucja finansowa może uzyskać gwarancję Skarbu Państwa zwiększenia funduszy własnych.

¹⁴ Więcej na ten temat w: E. Kaliszuk, *Pomoc publiczna w Unii Europejskiej w kontekście kryzysu finansowego*, w: *Raport roczny. Polityka gospodarcza Polski w integrującej się Europie 2009–2010*, red. J. Kotyński, IBRKK, Warszawa 2010.

¹⁵ *Sprawozdanie Komisji Europejskiej. Tabela wyników w dziedzinie pomocy państwa*, Bruksela 27.05.2010, KOM(2010) 235.

wiedzą na strukturalne problemy, które stanowiły wynik ostatniego kryzysu. Obecne obserwacje pokazują, że nie udało się uniknąć błędów i pomyłek, np. zbyt późna pomoc czy zarzut trwonienia środków publicznych. Jak ekspansywna polityka makroekonomiczna wpłynie na stan gospodarki światowej i jakie będą koszty strategii antykryzysowej? Ograniczeniem dla utrzymywania wysokich wydatków publicznych finansowanych za pomocą długu publicznego jest wysoki koszt obsługi długu publicznego w przyszłości. Istnieje ryzyko, że obniżanie deficytu budżetowego w pierwszym okresie przyniesie spowolnienie gospodarki, a dopiero później może przełożyć się na wyższą dynamikę rozwoju gospodarczego¹⁶. Z kolei utrzymywanie niskich stóp procentowych i zwiększanie podaży pieniądza oznaczają w przyszłości wzrost inflacji, a co za tym idzie – reakcję banków centralnych.

Różne rodzaje interwencji rządowych i banków centralnych oraz ich rozmiar są swego rodzaju programem naprawczym. Czy jednak tak duża interwencja w system rynkowy jest przejawem walki ze skutkami kryzysu, czy ma spowodować możliwość oddziaływania na strukturalne przyczyny obecnego załamania. J.B. Taylor zaproponował zestaw wytycznych, które w przyszłości stanowiłyby podstawę dla przemyślanych interwencji w system rynkowy:

- „– Powrót do zestawu reguł ustalania stóp procentowych, który działał w czasie Wielkiego Umiarkowania,
- Opieranie jakichkolwiek przyszłych interwencji rządowych na jasno wyrażonej diagnozie problemu i uzasadnieniu dla interwencji,
 - Utworzenie przewidywalnego zestawu reguł dotyczących wyjątkowego dostępu do pomocy finansowej dla instytucji finansowych – przykład programu wyjątkowego dostępu MFW, który kieruje jego decyzjami pożyczkowymi dla krajów rozwijających się, jest dobrym przykładem”¹⁷.

Oczywiście sformułowanie zestawu takich wytycznych wymagałoby zmian w architekturze finansowej na poziomie globalnym, a to byłoby niezwykle skomplikowane. Autorka dostrzega pewien niedosyt w osiągniętych rezultatach przeprowadzonej analizy, dlatego w kolejnych opracowaniach ustosunkuje się do wpływu rozwiązań przyjętych przez rządy poszczególnych państw i banki centralne na decyzje instytucjonalne, normatywne mające w przyszłości zapobiegać niestabilności finansowej.

¹⁶ Por. *Word Economic Outlook and Global financial stability report*, IMF, April 2010, s. 18, 22.

¹⁷ Cyt. J.B. Taylor, *Zrozumieć kryzys finansowy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010, s. 101.

Bibliografia

1. <http://www.comperia.pl/plany-antykryzysowe-nbp.html>
2. Kaliszuk E., *Pomoc publiczna w Unii Europejskiej w kontekście kryzysu finansowego*, w: *Raport roczny. Polityka gospodarcza Polski w integrującej się Europie 2009–2010*, red. J. Kotyński, IBRKK, Warszawa 2010.
3. Pruski J., *Działalność antykryzysowa banków centralnych w dobie globalnego kryzysu finansowego*, w: *Działalność antykryzysowa banków centralnych*, red. E. Balcerowicz, Zeszyty BRE Bank-CASE 2009, nr 101.
4. *Przegląd stabilności systemu finansowego październik 2008*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2008.
5. *Sprawozdanie Komisji Europejskiej. Tabela wyników w dziedzinie pomocy państwa*, Bruksela 27.05.2010, KOM(2010) 235.
6. Taylor J.B., *Zrozumieć kryzys finansowy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010.
7. Uchwała KNF nr 153 z dnia 7 czerwca 2011 r. w sprawie zakresu i szczegółowych zasad wyznaczania wymogów kapitałowych z tytułu poszczególnych rodzajów ryzyka, Dz. Urz. KNF nr 8, poz. 201.
8. *World Economic Outlook and Global financial stability report*, IMF, April 2010.

Government and Central Bank Intervention during the Last Crisis

Summary

The financial crisis of 2008–2010 forced governments and financial institutions to undertake interventions aimed at the restoration of trust to the financial sector on the part of entrepreneurs and households. The intervention of governments and central banks was intended to make banks unfreeze lending to the real sphere and to encourage entrepreneurs to invest. The article presents the activities of central banks and governments aimed at the mitigation of negative after-effects of the financial crisis.

Keywords: financial system, intervention of central banks and governments, banking sector liquidity

Ewelina Nojszewska

Kolegium Zarządzania i Finansów

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Przewidywane czynniki wpływające na publiczne wydatki na ochronę zdrowia w Polsce do 2060 r.

Streszczenie

Celem artykułu jest analiza przewidywanych publicznych wydatków na ochronę zdrowia w Polsce do 2060 r. jako kosztowego elementu bezpieczeństwa finansowego systemu ochrony zdrowia. Ma ona służyć zrozumieniu mechanizmów przyczynowo-skutkowych funkcjonujących w procesie wzrostu tych wydatków. W ramach badanych procesów oddziałuje wiele zróżnicowanych czynników za pośrednictwem różnych mechanizmów transmisji i dlatego do określenia zmian wydatków spowodowanych przez poszczególne czynniki konstruowane są różne scenariusze będące modelami matematycznymi, które są oparte na wybranych założeniach. W pierwszej części artykułu przedstawione są rozważania teoretyczne stanowiące podstawę do badań ilościowych opartych na tych modelach. Opisują one oczekiwane procesy demograficzne i gospodarcze, wykorzystujące bazy danych UE oraz OECD. W drugiej części przedstawione są wyniki obliczeń dla Polski do 2060 r., uzyskane z poszczególnych scenariuszy i pokazujące, czego można oczekiwać w założonych sytuacjach. W zakończeniu zawarte są wnioski dotyczące skutków po stronie publicznych wydatków na ochronę zdrowia, spowodowanych działaniem czynników uwzględnionych w wykorzystanych scenariuszach. Należy oczekiwać, że badane czynniki będą działać w kierunku zwiększania wydatków i ich udziału w PKB.

Słowa kluczowe: wydatki publiczne, ochrona zdrowia, stan zdrowia, PKB

1. Wprowadzenie

Wydatki na ochronę zdrowia stanowią jeden z najważniejszych czynników oddziałujących na finanse publiczne w krajach członkowskich UE i OECD. Od lat 90. XX w. tempo wzrostu tych wydatków przekroczyło tempo wzrostu PKB w krajach OECD¹. W Polsce ten wzrost publicznych wydatków stanowi wyzwanie dla polityki fiskalnej oraz zdrowotnej formułowanej na poziomie rządu oraz samorządów. Polityka zdrowotna swym zakresem, oprócz zmieniających się potrzeb zdrowotnych, obejmuje aspekty dotyczące kapitału ludzkiego, rzeczowego i finansowego zatrudnionego w sektorze ochrony zdrowia. Przykładowo, zasób kadry medycznej już w tej chwili nie jest adekwatny do potrzeb zdrowotnych społeczeństwa, a uniwersytety medyczne nie kształcą przyszłych lekarzy w specjalnościach, jakie będą najpotrzebniejsze w nadchodzących dekadach. Jednakże największym wyzwaniem będzie zabezpieczenie finansowe ochrony zdrowia.

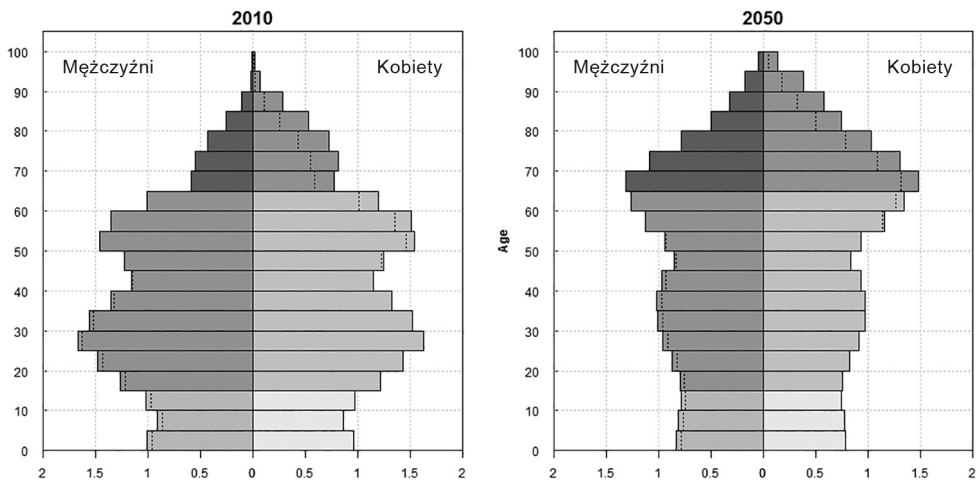
W przedkładanym artykule przedmiotem zainteresowania są przewidywania dotyczące kształtowania się publicznych wydatków na leczenie starzejącego się społeczeństwa w nadchodzących dekadach w Polsce. Ponieważ wydatki na ochronę zdrowia kształtowane są przez złożony zbiór czynników po stronie popytu i podaży, to wykorzystuje się różne scenariusze do analizy sposobów oddziaływania poszczególnych czynników i skutków przez nie wywoływanych. Dlatego w pierwszej części artykułu wymienione zostaną uwarunkowania oraz czynniki wpływające na wielkość tych wydatków i ich udział w PKB, a w drugiej będą przedstawione wyniki oszacowań dotyczących wydatków w Polsce, uzyskane dzięki wykorzystaniu poszczególnych scenariuszy opracowanych przez OECD i Komisję Europejską. Ze względu na brak dostępu do danych liczbowych niemożliwe jest opracowanie własnego scenariusza do porównań z wynikami uzyskanymi przez OECD i KE. Znaczenie problemu wzrostu kosztów publicznych na ochronę zdrowia powinno dać podstawę do wielu różnorodnych badań, które niestety nie są prowadzone ze względu na zwiększającą się niedostępność danych liczbowych. W zakończeniu zawarte są wnioski.

¹ *Provider payments and cost-containment: lessons from OECD countries*, Technical brief for policy-makers 2007, Number 2; http://www.who.int/health_financing/documents/cov-pb_e_07_2-providerpay_oecd/en/

2. Uwarunkowania demograficzne i gospodarcze wydatków na ochronę zdrowia

Zmiany zachodzące w strukturze demograficznej polskiego społeczeństwa i dane epidemiologiczne stanowią podstawę do analizy potrzeb zdrowotnych, którym trzeba będzie sprostać, a przede wszystkim sfinansować je. Na podstawie prognoz makroekonomicznych można spodziewać się coraz twardszego ograniczenia budżetowego, co najprawdopodobniej wymusi zmiany instytucjonalne w refundacji kosztów świadczeń zdrowotnych. Zmiany demograficzne, a więc wydłużenie się czasu życia kobiet i mężczyzn oraz udziały poszczególnych grup wiekowych w społeczeństwie przedstawiono na rysunku 1.

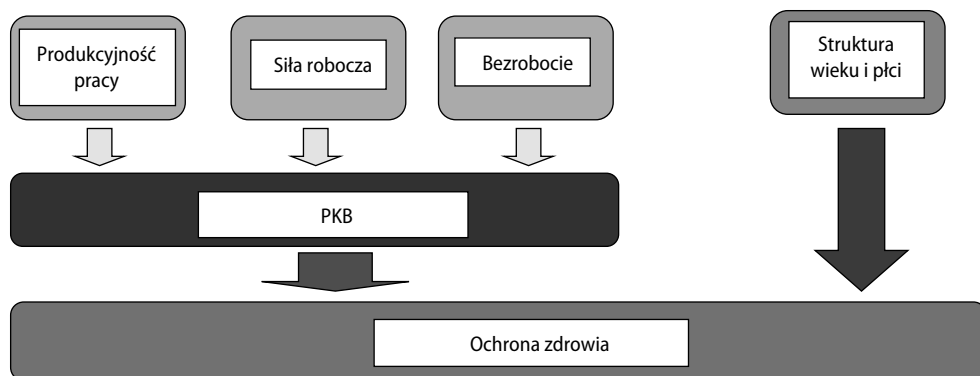
Rysunek 1. Piramida wieku ludności Polski w latach 2010 i 2050



Źródło: <http://esa.un.org/unpd/wpp/Demographic-Profiles/index.shtm#>

Z rysunku wynika, że struktura wieku w Polsce bardzo się zmieni ze względu na wydłużanie się czasu trwania życia, a także na zmniejszającą się dzietność, emigrację oraz wchodzenie w wiek emerytalny powojennego wyżu demograficznego. Należy oczekiwać, że będą rosły wszystkie wydatki związane ze starzeniem się społeczeństwa, a przede wszystkim wydatki na ochronę zdrowia. Sposób oddziaływania czynników demograficznych i makroekonomicznych na funkcjonowanie ochrony zdrowia, w tym na możliwości jej finansowania, przedstawiony jest na rysunku 2.

Rysunek 2. Schemat czynników oddziałujących na wydatki na ochronę zdrowia



Źródło: opracowanie własne.

Z badań wynika, że PKB jest najważniejszym czynnikiem określającym wielkość i zmiany w wydatkach na ochronę zdrowia zarówno publicznych, jak i prywatnych². W krajach z wyższym PKB *per capita* udział wydatków na ochronę zdrowia w PKB jest wyższy niż w krajach biedniejszych, a Newhouse³ wykazał, że zagregowany dochód wyjaśnia 92% różnicowania w poziomie tych wydatków między krajami.

Do projekcji wydatków na ochronę zdrowia w Polsce przyjęto wartości zmiennych przedstawione w tabeli 1, gdzie zmienne te reprezentują czynniki pokazane na rysunku 2. Są to czynniki kształtujące PKB oraz zmienne demograficzne. Wartości te zostały wykorzystane do obliczenia udziału publicznych wydatków na ochronę zdrowia w PKB w Polsce (por. tabela 16), a wkładu udziałów wymienionych czynników demograficznych i niedemograficznych do wzrostu udziału kosztów ochrony zdrowia w PKB w latach 2005–2050 w Polsce zgodnie ze scenariuszem presji kosztów i ograniczania kosztów (por. tabela 17).

W Polsce wzrost oczekiwanych lat życia w chwili urodzenia przypadających na dekadę ma być największy przy średniej dla 30 krajów OECD wynoszącej 1,25⁴.

² S. Golinowska, *Wielkość i determinanty wydatków na ochronę zdrowia*, Zeszyty Naukowe Ochrony Zdrowia. Zdrowie Publiczne i Zarządzanie 2003, nr 1, t. I, s. 7–15; Ke Xu, P. Saksena, A. Holly, *The determinants of health expenditure. A Country-Level Panel Data Analysis*, WHO Working Paper, December 2011; J.P. Newhouse, *Medical care expenditure: a cross national survey*, „Journal of Human Resources” 1977, vol. 12(1), s. 115–125; Productivity Commission, *Economic Implications of an Ageing Australia*, Research Report, Australian Government, Canberra 2004.

³ J.P. Newhouse, *Medical care...*, op.cit.

⁴ Obliczenia własne na podstawie danych z J.-M. Burniaux, R. Duval, F. Jaumotte, *Coping with Ageing: a Dynamic Approach to Quantify the Impact of Alternative Policy Options on Future Labor Supply in OECD Countries*, OECD Economic Department Working Papers 2003, no. 371.

W prawie połowie krajów do 2025 r. ma nastąpić spadek siły roboczej. Tylko w Japonii i na Węgrzech spadek ma być większy niż w Polsce, natomiast w latach 2025–2050 wyłącznie w Polsce będzie on tak duży. Natomiast pod względem wzrostu produktywności pracy Polska będzie absolutnym liderem szczególnie do 2025 r. Podobnie średni roczny wzrost PKB *per capita* tylko w Polsce przekroczy 3,0 do 2025 r., a w późniejszym okresie wyższy od Polski wzrost odnotuje tylko Meksyk (2,2) przy średniej wynoszącej 2,7 do 2025 r. i 1,51 w latach 2025–2050⁵. Udział osób w wieku 50–64 w Polsce w obu okresach należeć będzie do najniższych.

Tabela 1. Wartości zmiennych przyjęte do obliczenia oczekiwanych wydatków na ochronę zdrowia w Polsce do 2050 r.

Wzrost oczekiwanych lat życia w chwili urodzin	Siła robocza		Produkcyjność pracy		PKB <i>per capita</i>		Udział osób w wieku 50–64 lata, w %		
	Średni roczny wzrost w latach								
Liczba lat na dekadę w latach	2005–2025	2025–2050	2005–2025	2025–2050	2005–2025	2025–2050	2005	2050	
2000–2050	2,0	–0,5	–1,6	3,7	2,4	3,7	1,9	46,7	38,4

Źródło: *Projecting OECD health and long-term care expenditures: what are the main drivers?*, OECD, Economic Department Working Papers, no. 477, s. 54.

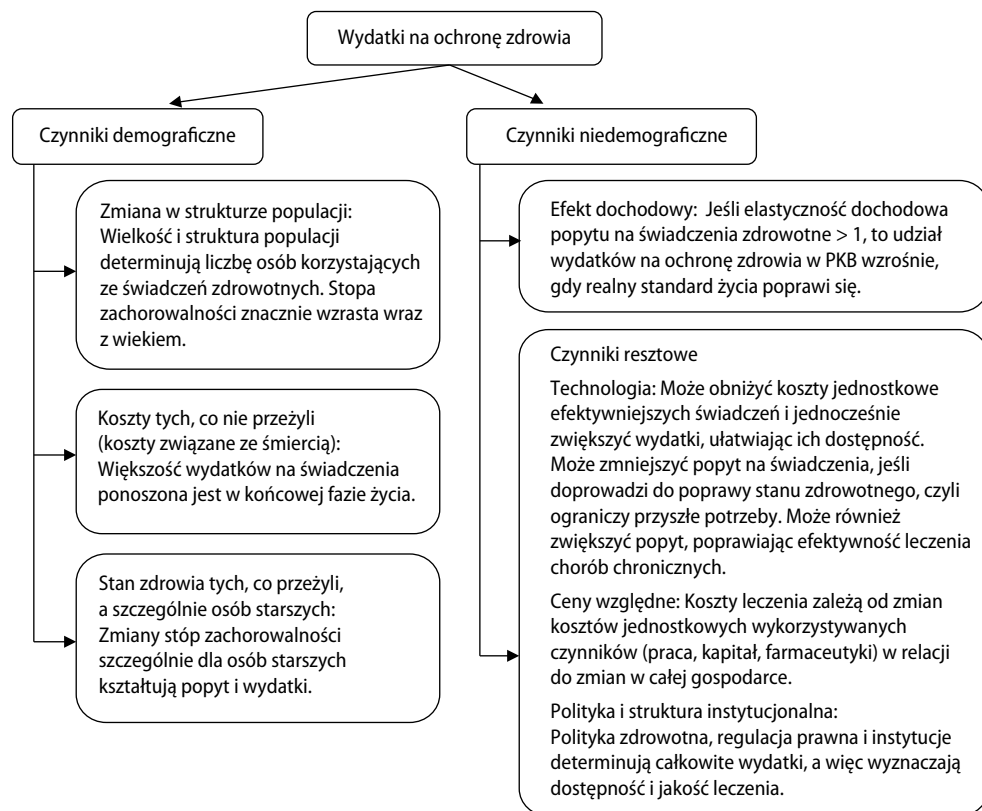
Analizując oczekiwane zmiany kosztów w ochronie zdrowia, można przedstawić czynniki demograficzne i niedemograficzne, kształtujące te koszty, w postaci schematu ilustrującego sposób ich oddziaływania (rysunek 3).

Wpływ czynników demograficznych z rysunku 3 dodatkowo uszczegóławia rysunek 4, na którym oczekiwane zmiany demograficzne w Polsce przedstawione są na trzy sposoby. W lewej części rysunku pokazane są zmiany całkowitej populacji w zależności od przyjętego wariantu dzietności. Jako najbardziej prawdopodobny przyjmuje się wariant średniej dzietności. Pomimo tego, że zgodnie z nim dzietność powinna w Polsce nieustannie rosnać od 1,42 w latach 2010–2015 do 1,84 w latach 2045–2050, to jednak prosta zastępowalność pokoleń jest niemożliwa do osiągnięcia. Ze środkowej części wynika, że maleje udział osób do 14. roku życia oraz znacząco zmniejsza się udział osób w przedziale 15–64 lat, natomiast rośnie udział ludzi w wieku 65+. Zgodnie z prawą częścią rysunku nieustająco wydłuża się oczekiwany czas życia w chwili urodzenia. Zgodnie z przedstawionymi zmianami demograficznymi będzie rosła liczba osób korzystających ze świadczeń zdrowotnych, a z danych

⁵ Obliczenia własne na podstawie danych z: *ibidem*.

epidemiologicznych wynika, że stopa zachorowalności i coraz dłuższe leczenie chorób chronicznych będą przyczyniać się do wzrostu wydatków ochrony zdrowia.

Rysunek 3. Czynniki demograficzne i niedemograficzne kształtujące koszty w ochronie zdrowia

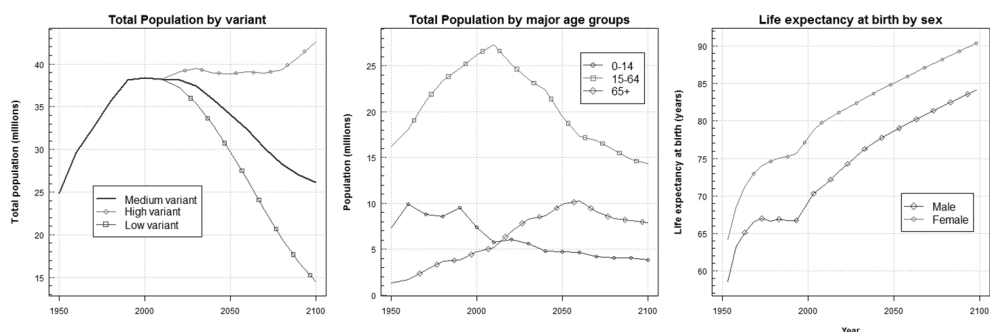


Źródło: opracowanie własne.

W celu doprecyzowania wpływu czynników demograficznych z rysunku 3 na wydatki ochrony zdrowia wprowadzono podział osób w każdym roku życia na dwie grupy, a mianowicie tych, co przeżyli dany rok i przeszli do grupy o rok starszych (*survivors*) oraz tych, którzy w danym roku swego życia zmarli (*non-survivors*). Z badań wynika, że największe koszty na leczenie ponoszone są na rok lub na dwa lata przed śmiercią. Są to tzw. koszty związane ze śmiercią (*death-related costs*). Dzięki postępowi w naukach medycznych zmalała śmiertelność w kolejnych grupach wiekowych. Większość osób osiąga długowieczność dzięki zdrowemu trybowi życia, a to prowadzi do obniżenia się kosztów przeciętnych leczenia dla grup młodszych.

Koszty leczenia tych, którzy osiągnęli długowieczność, są najwyższe, gdyż w tych grupach wiekowych umiera najczęściej osób. Jednocześnie dane liczbowe ujawniają zjawisko polegające na tym, że wraz z wiekiem maleje stosunek kosztów związanych ze śmiercią do kosztów leczenia osób, które przechodzą do starszej grupy wiekowej. W tabeli 2 zawarto dane dla Polski.

Rysunek 4. Oczekiwane zmiany demograficzne dla Polski w okresie 2000–2100



Total Population by variant – Całkowita liczba ludności wg wariantu dzietności.

Total Population by major age groups – Całkowita liczba ludności wg głównych grup wiekowych.

Life expectancy at birth by sex – Oczekiwane lata życia w chwili urodzenia wg płci.

Male – mężczyźni, female – kobiety, population – ludność, medium – średni, high – wysoki, low – niski.

Źródło: jak pod rys. 1.

Tabela 2. Stosunek kosztów poniesionych na leczenie osób, które zmarły w danym roku życia do kosztów poniesionych na leczenie osób, które przeszły do starszej grupy, dla Polski

Lata życia	Mężczyźni	Kobiety	Lata życia	Mężczyźni	Kobiety
0–4	25,7	39,7	55–59	7,8	10,9
5–9	47,0	50,3	60–64	6,6	9,3
10–14	40,7	49,3	65–69	5,6	7,4
15–19	29,5	37,3	70–74	4,5	5,6
20–24	23,0	26,1	75–79	3,9	4,4
25–29	27,4	24,5	80–84	3,3	3,7
30–34	21,2	25,6	85–89	3,0	3,3
35–39	18,3	23,0	90–94	2,9	2,8
40–44	13,6	20,5	95–99	3,0	2,6
45–49	11,1	15,1	100+	3,0	2,6
50–54	8,9	12,3			

Źródło: B. Przywara, *Projecting future health care expenditure at European level: drivers, methodology and main results*, European Economy, Economic Papers 2010, 417, s. 24.

Z danych zawartych na rysunku 4 i w tabeli 2 wynika, że należy określić tempo zmian zachorowalności i kosztów leczenia najważniejszych chorób, czyli dotyczących największej części populacji i najdroższych w leczeniu. Wydaje się, że grupy takich chorób to: choroby neurologiczne starcze, jak choroba Parkinsona i Alzheimerera, choroby układu krążenia, choroby nowotworowe, choroby układu oddechowego oraz choroby metaboliczne, głównie cukrzyca. Z rozwojem tych chorób związany jest m.in. proces kształcenia kadr medycznych, przystosowanie szpitali i domów opieki długoterminowej, a także warunków mieszkaniowych i socjalnych oraz przygotowanie rodzin do opieki nieformalnej.

Na rysunku 3 przedstawiono także czynniki niedemograficzne, czyli efekt dochodowy i czynniki resztowe (*residuals*), do których zaliczane są: 1) polityka i instytucje; 2) postęp technologiczny i 3) zmiany cen względnych – będą one uwzględnione przy omawianiu kolejnych scenariuszy kształtowania się publicznych wydatków na ochronę zdrowia. Wzrost dochodu, zgodnie z wcześniejszymi stwierdzeniami, jest czynnikiem prowadzącym do wzrostu kosztów leczenia, jednak wartości elastyczności popytu względem dochodu uzyskane w różnych badaniach są większe lub mniejsze od 1, a to nie pozwala jednoznacznie określić, czy świadczenia zdrowotne są dobrem luksusowym, czy podstawowym. Szczególnie interesujące są czynniki resztowe, a przede wszystkim postęp technologiczny, gdyż może on prowadzić do ograniczania kosztów i obniżania cen względnych produktów i usług zdrowotnych, ale jego ostateczny wpływ na wielkość wydatków zależy będzie od cenowej elastyczności popytu na ochronę zdrowia. Jeśli będzie ona wysoka, to obniżenie cen spowoduje bardziej niż proporcjonalne zwiększenie się popytu, prowadząc do wzrostu wydatków. Ponadto nawet jeśli ceny nie obniżą się, to postęp technologiczny może spowodować wzrost popytu poprzez zwiększenie różnorodności świadczeń i podniesienie ich jakości. Na poziom cen względnych ma również wpływ zróżnicowanie produktywności pracy w sektorze ochrony zdrowia i innych sektorach gospodarki. Zjawisko to określane jest mianem efektu Baumola i polega na tym, że płace dążą do wyrównania się między sektorami pomimo różnej produktywności pracy, jaka w nich jest osiągnana. W ochronie zdrowia jest silna presja na podnoszenie wynagrodzeń personelu medycznego, co prowadzi do wzrostu kosztów ponoszonych przez szpitale. Udział niektórych z wymienionych czynników, czyli samego starzenia się (czynnika wieku), efektu dochodowego i czynnika resztowego we wzroście publicznych wydatków *per capita* na ochronę zdrowia w Polsce przedstawiono w tabeli 3.

W latach 1990–2002 wydatki na ochronę zdrowia rosły w Polsce średnio o 3,1% rocznie, w tym czynnik demograficzny spowodował wzrost o 0,5%, efekt dochodowy o 3,2% (przy założeniu jednostkowej elastyczności dochodowej), czynniki resztowe doprowadziły do zmniejszenia wydatków o 0,6%.

Tabela 3. Dekompozycja wzrostu publicznych wydatków *per capita* na ochronę zdrowia na składniki wzrostu, jakimi są: samo starzenie się, efekt dochodowy i czynniki resztowe w Polsce w latach 1990–2002 (w %)

Stopa wzrostu wydatków na ochronę zdrowia	Czynnik wieku	Efekt dochodowy	Czynniki resztowe
3,1	0,5	3,2	-0,6

Źródło: jak pod tab. 1, s. 32.

Czynniki wpływające na wydatki w ochronie zdrowia można dodatkowo sklasyfikować, uwzględniając oddziaływania po stronie popytu i podaży, jak to przedstawiono na rysunku 5⁶. Jako punkt odniesienia wpływu poszczególnych czynników służy scenariusz samego starzenia się, zgodnie z którym wydatki na ochronę zdrowia wyznaczone są wyłącznie efektem demograficznym. Po stronie popytu wielkość i struktura populacji określa liczbę potencjalnych pacjentów, gdyż stopa zachorowalności rośnie dla osób starszych, więc samo starzenie się prowadzi do znacznego wzrostu wydatków (scenariusz samego starzenia się). Stan zdrowia populacji, a szczególnie tych, co przeżyli kolejny rok, ujawnia stopy zachorowalności na choroby właściwe wiekowi starszemu. Dodatkowo wpływają na nie uwarunkowania społeczne, środowiskowe i technologiczne, co zwiększa popyt na świadczenia zdrowotne. Jednakże poprawa stanu zdrowia społeczeństwa łagodzi działanie czystego efektu starzenia się, więc prowadzi do zmniejszenia wydatków w porównaniu do scenariusza samego starzenia się. Uwzględnienie kosztów związanych ze śmiercią ujawnia, że zmniejszaniu się stopy śmiertelności w kolejnych grupach wiekowych odpowiada obniżenie się kosztów. Wzrost wydatków na ochronę zdrowia rozkłada się więc w czasie, a koszty całkowite są niższe niż w scenariuszu samego starzenia się. Dochód oddziałuje na wydatki na ochronę zdrowia, które rosną szybciej niż PKB na skutek poprawy standardu życia, traktowania świadczeń zdrowotnych jako dobra luksusowego i efektu Baumola. Dlatego oczekuje się wzrostu wydatków w porównaniu do scenariusza samego starzenia się. Polityki zdrowotne, a szczególnie promocja profilaktyki, zwiększa wydatki w krótkim okresie, ale w długim prowadzi do ich ograniczenia, dzięki poprawie stanu zdrowia społeczeństwa. Po stronie podaży czynnikiem wpływającym na wielkość kosztów jest technologia. Jej oddziaływanie jest wielokanałowe, gdyż może obniżać koszty jednostkowe świadczeń, poprawiać

⁶ Wyniki scenariusza można porównać np. z: Ke Xu, P. Saksena, A. Holly, *The determinants...*, op.cit. oraz B.H. Baltagi, F. Moscone, *Health Care Expenditure and Income in the OECD Reconsidered: Evidence from Panel Data*, Institute for the Study of Labor, IZA Discussion Paper, no. 4851, 2010.

Rysunek 5. Czynniki kształtujące wydatki na ochronę zdrowia po stronie popytu i podaży



Źródło: opracowanie własne.

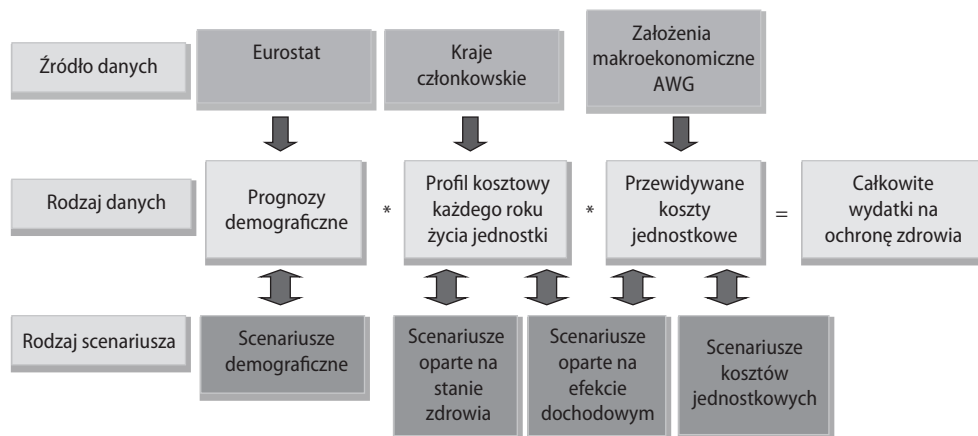
efektywność ich dostarczania, ale jednocześnie podwyższać koszty poprzez zwiększenie dostępności świadczeń. Dzięki skutecznemu wczesnemu leczeniu poprawia się stan zdrowia, obniżając wydatki w młodszych grupach wiekowych, ale wydłużenie czasu życia oznacza wzrost wydatków w przypadku chorób przewlekłych i poprzedzających śmierć. Dlatego przyjmuje się, że rozwój technologii prowadzi do wzrostu kosztów w porównaniu do scenariusza samego starzenia się. Ważnym czynnikiem są ceny względne, gdyż koszty w ochronie zdrowia są powodowane zmianami kosztów jednostkowych, jakimi są płace, koszty inwestycji kapitałowych, względem ich zmian w całej gospodarce. Dlatego skutek w porównaniu do scenariusza samego starzenia się jest niemożliwy do przewidzenia, gdyż zależy od tego, czy czynniki kosztowe rosną szybciej niż PKB *per capita*, czy też wolniej.

Mnogość i złożoność oddziaływań powoduje konieczność konstruowania różnych scenariuszy do oszacowania wzrostu publicznych wydatków na ochronę zdrowia opartych na określonych założeniach dotyczących wpływu poszczególnych czynników. Wyniki uzyskane dzięki tym scenariuszom przedstawione są w następnym punkcie.

3. Scenariusze do analizy wzrostu publicznych wydatków na ochronę zdrowia

Ponieważ wzrost wydatków na ochronę zdrowia stanowi problem dla krajów członkowskich UE, to Komisja Europejska od ponad 10 lat publikuje raporty poświęcone przewidywanym wzrostom tych wydatków. Poszczególne scenariusze formułowane są na podstawie danych z poszczególnych krajów i baz unijnych. Na rysunku 6 przedstawiono schemat relacji między rodzajami danych i scenariuszy, ujawniając tym samym mechanizmy przyczynowo-skutkowe uwzględnione w poszczególnych scenariuszach, a także przyjęte założenia.

Rysunek 6. Schemat metodologii analizy wzrostu wydatków publicznych na ochronę zdrowia

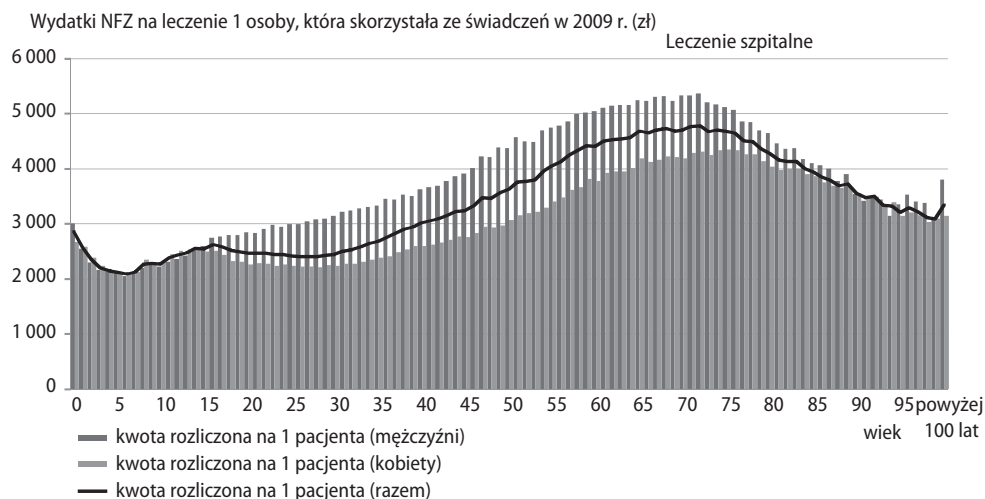


Źródło: opracowanie własne na podstawie: *The 2012 Ageing Report: Underlying Assumptions and Projection Methodologies*, Joint Report prepared by the European Commission (DG ECFIN) and the economic Policy Committee (AWG), European Economy 4/2011, s. 209.

3.1. Scenariusze demograficzne

Dwa rodzaje tych scenariuszy ograniczają się do badania skutków oddziaływania czynników wyłącznie demograficznych. Pierwszym jest **scenariusz samego starzenia się** (*pure ageing scenario*), w ramach którego wyizolowany zostaje wyłącznie efekt starzenia się społeczeństwa. Uwzględnia on tylko zmianę wielkości i struktury społeczeństwa, abstrahując od zmian stanu jego zdrowia. Przyjęto założenie, że wydatki na leczenie odzwierciedlają stan zdrowia, czyli przeciętne stopy zachorowań, pozostają stałe dla każdej grupy wiekowej. Zgodnie z tym podejściem dodatkowe lata oczekiwanego trwania życia spędzane są w złym stanie zdrowia, a liczba lat przeżytych w dobrym zdrowiu nie zmienia się. Scenariusz ten opiera się na **hipotezie ekspansji zachorowalności**, niesprawności (*expansion of morbidity*) głoszącej, że długowieczność oznacza zwiększenie się udziału lat przeżytych w złym zdrowiu. Konsekwencją takiego rozumowania jest przyjęcie stałego kosztowego profilu dla każdego roku życia jednostki. Natomiast koszty ponoszone na leczenie pacjentów w każdym roku życia zmieniają się wraz ze zmianą PKB *per capita*. Dla Polski profil taki przedstawiono na rysunku 7.

Rysunek 7. Profil kosztowy każdego roku życia jednostki w Polsce w 2009 r.



Źródło: dane NFZ.

Zgodnie ze scenariuszem samego starzenia się przewidywane skutki starzenia się społeczeństwa dla udziału wydatków publicznych na ochronę zdrowia w PKB do 2060 r. w Polsce zaprezentowano w tabeli 4.

Tabela 4. Zmiany udziału publicznych wydatków na ochronę zdrowia w PKB w Polsce w latach 2010–2060 dla scenariusza samego starzenia się (w % PKB)

Udział wydatków		Zmiana w latach 2010–2060	
2010	2060	w p.p. PKB	w %
4,9	7,0	2,1	42

Źródło: *The 2012 Ageing Report: Economic and budgetary projections for the EU27 member states (2010–2060)*, Joint Report prepared by the European Commission (DG ECFIN) and the economic Policy Committee (AWG), European Economy 2/2012.

Dla krajów z grupy UE-27 przewiduje się wzrost z 7,1 do 8,5% PKB, czyli o 1,3 p.p. PKB, a dla krajów z UE-15 udział wzrośnie z 7,3 do 8,6%, czyli o 1,3 p.p. Zgodnie ze scenariuszem samego starzenia się Polska wypada jako kraj inwestujący w status zdrowotny społeczeństwa, gdyż zmiana w p.p. PKB jest zdecydowanie większa niż w obu grupach krajów. Zgodnie z tabelą 4 mamy dojść do nieco niższego udziału publicznych wydatków w PKB, jednakże w 2010 r. ich udział był zdecydowanie niższy niż w innych krajach.

Drugi scenariusz demograficzny to **scenariusz dłuższego czasu oczekiwanego życia** (*higher life expectancy scenario*), opierający się na stylizowanych zmianach w trendach demograficznych. Przyjmuje się w nim, że stopa śmiertelności w każdym roku życia jest niższa na koniec okresu analizy w porównaniu do scenariusza samego starzenia się. Zgodnie z tym scenariuszem rośnie liczba ludności w każdym wieku oraz zwiększa się udział ludzi starych w społeczeństwie, co przekłada się na wzrost kosztów leczenia. Dane dla Polski zawarto w tabeli 5.

Tabela 5. Zmiany udziału publicznych wydatków na ochronę zdrowia w PKB w Polsce w latach 2010–2060 dla scenariusza dłuższego czasu oczekiwanego życia

Poziom wydatków		Zmiana w latach 2010–2060		Różnica względem scenariusza samego starzenia się
2010	2060	w p.p. PKB	w %	
4,9	7,1	2,2	44	0,1

Źródło: jak pod tab. 4, s. 175.

W grupie krajów UE-27 udział wydatków ma wzrosnąć z 7,1 do 8,6%, czyli o 1,5 p.p., a to daje różnicę 0,1 p.p. PKB w porównaniu do scenariusza samego starzenia się. Dla grupy krajów UE-15 udział wydatków ma wzrosnąć z 7,3 do 8,8%, czyli również o 1,5 p.p., a to daje różnicę 0,1 p.p. PKB w porównaniu do scenariusza samego starzenia się. Dla Polski wnioski wynikające z tego scenariusza są analogiczne do wniosków ze scenariusza samego starzenia się.

3.2. Scenariusze oparte na stanie zdrowia

W tej grupie można wyróżnić trzy zasadnicze podejścia. Pierwszym jest **scenariusz stałego zdrowia** (*constant health scenario*) opierający się na koncepcji równowagi dynamicznej (*dynamic equilibrium*), inaczej zwanej zdrowym starzeniem się (*healthy ageing*), zgodnie z którą dodatkowym latom życia towarzyszy dobry stan zdrowia, a stała pozostaje liczba lat przeżytych w złym zdrowiu. Uwzględnia on wpływ poprawy stanu zdrowia starszych ludzi. Przyjmuje, że stopa zachorowalności zmniejsza się tak samo jak stopa śmiertelności. Dane dla Polski zawarto w tabeli 6.

W grupie krajów UE-27 udział wydatków ma wzrosnąć z 7,1 do 7,6%, czyli o 0,5 p.p., co daje różnicę –0,9 p.p. PKB w porównaniu do scenariusza samego starzenia się. Dla grupy krajów UE-15 udział wydatków ma wzrosnąć z 7,3 do 7,7%, czyli o 1,4 p.p., co również daje różnicę –0,9 p.p. PKB w porównaniu do sce-

nariusza samego starzenia się. Dla Polski wnioski wynikające z tego scenariusza są analogiczne do wniosków ze scenariusza samego starzenia się. W większości krajów wzrost udziału wyniesie poniżej 1 p.p. PKB, a w Belgii i Bułgarii udziały te zmniejszą się o $-0,2$ i $-0,1$ p.p. Wydaje się więc, że poprawa stanu zdrowia może okazać się najskuteczniejszym sposobem zmniejszania wzrostu wydatków na ochronę zdrowia.

Tabela 6. Zmiany udziału publicznych wydatków na ochronę zdrowia w PKB w Polsce w latach 2010–2060 dla scenariusza stałego zdrowia

Poziom wydatków		Zmiana w latach 2010–2060		Różnica względem scenariusza samego starzenia się
2010	2060	w p.p. PKB	w %	
4,9	6,0	1,0	21	-1,0

Źródło: jak pod tab. 4, s. 176.

Drugi scenariusz oparty na zdrowiu, czyli **scenariusz polepszającego się zdrowia** (*improved health scenario*) oparty jest na hipotezie zmniejszającej się zachorowalności/niesprawności (*compression of morbidity / disability hypothesis*), zgodnie z którą liczba lat przeżytych w złym zdrowiu maleje, podczas gdy czas oczekiwanego życia wydłuża się. Przyjmuje się więc, że stopa zachorowalności maleje szybciej niż stopa śmiertelności. Dane dla Polski przedstawiono w tabeli 7.

Tabela 7. Zmiany udziału publicznych wydatków na ochronę zdrowia w PKB w Polsce w latach 2010–2060 dla scenariusza polepszającego się zdrowia

2010	2020	2030	2040	2050	2060	Zmiana w latach 2010–2060
3,9	3,3	2,7	2,1	1,7	1,8	-2,1

Źródło: jak pod tab. 2, s. 79.

Dla krajów z grupy UE-27 udział w 2010 r. wyniósł 6,7%, a w 2060 r. ma wynieść 6,6%, czyli oczekuje się spadku o 0,1 p.p. PKB. Polska należy do krajów o największym zmniejszeniu udziału publicznych wydatków w PKB. W krajach, gdzie ten udział maleje, spadek nie przekracza 1 p.p., a w części krajów udział rośnie, najbardziej w Słowacji bo o 0,4 p.p. PKB.

Trzeci scenariusz opiera się na **kosztach związanych ze śmiercią** (*death-related costs scenario*) i wiąże wydatki na leczenie z liczbą pozostających lat życia. Dane dla Polski zaprezentowano w tabeli 8.

Tabela 8. Zmiany udziału publicznych wydatków na ochronę zdrowia w PKB w Polsce w latach 2010–2060 dla scenariusza kosztów związanych ze śmiercią

Poziom wydatków		Zmiana w latach 2010–2060		Różnica względem scenariusza samego starzenia się
2010	2060	w p.p. PKB	w %	
4,9	6,8	1,8	37	-0,2

Źródło: jak pod tab. 4, s. 176.

Obliczenia dla tego scenariusza są dostępne tylko dla 11 krajów, gdyż ze względów metodologicznych otrzymywane są różne wyniki, a różnica względem scenariusza samego starzenia się może być przeszacowana.

3.3. Scenariusze oparte na efekcie dochodowym

Z danych liczbowych wynika, że dochód narodowy jest szczególnie ważnym czynnikiem oddziałującym na popyt oraz na wydatki na ochronę zdrowia. Zależność wydatków na ochronę zdrowia od dochodu narodowego potwierdza, że stopa wzrostu wydatków zdeterminowana wielkościami makroekonomicznymi zależy od dochodowej elastyczności popytu na ochronę zdrowia. Wartość tej elastyczności zależy od stopnia agregacji i można spostrzec, że ochrona zdrowia jest dobrem podstawowym dla jednostek, ale dobrem luksusowym dla społeczeństwa. Do analiz wykorzystywane są dwa scenariusze. Pierwszy **scenariusz elastyczności dochodowej** (*income elasticity scenario*) służy do przedstawiania skutków po stronie wydatków, gdy elastyczność dochodowa przyjmuje wartość równą 1,1 zbiegającą do 1,0 na koniec okresu analizy. Od scenariusza samego starzenia, w którym wartość elastyczności równa się jeden, różni go tylko wartość tej elastyczności. Dane dla Polski zawarto w tabeli 9.

Tabela 9. Zmiany udziału publicznych wydatków na ochronę zdrowia w PKB w Polsce w latach 2010–2060 dla scenariusza elastyczności dochodowej

Poziom wydatków		Zmiana w latach 2010–2060		Różnica względem scenariusza samego starzenia się
2010	2060	w p.p. PKB	w %	
4,9	7,4	2,5	50	0,4

Źródło: jak pod tab. 4, s. 178.

W grupie krajów UE-27 udział wydatków ma wzrosnąć z 7,1 do 8,7%, czyli o 1,6 p.p., a to daje wzrost o 0,3 p.p. PKB w porównaniu do scenariusza samego

starzenia się. Dla grupy krajów UE-15 udział wydatków ma wzrosnąć z 7,3 do 8,9%, czyli o 1,6 p.p., a to również daje wzrost o 0,3 p.p. PKB w porównaniu do scenariusza samego starzenia się. Wydaje się, że scenariusz samego starzenia niedoszacowuje wzrostu wydatków z powodu przyjęcia założenia o neutralności zależności między dochodem a wydatkami na ochronę zdrowia.

W drugim scenariuszu, jakim jest **scenariusz konwergencji kosztów** (*EU10 cost convergence scenario*), dąży się do uwzględnienia skutków konwergencji standardu życia w ujęciu realnym dla kształtowania się wydatków na ochronę zdrowia. Chodzi o konwergencję kosztów względnych, czyli publicznych wydatków *per capita* względem PKB *per capita*. Dane dla Polski przedstawiono w tabeli 10.

Tabela 10. Zmiany udziału publicznych wydatków na ochronę zdrowia w PKB w Polsce w latach 2010–2060 dla scenariusza konwergencji kosztów

Poziom wydatków		Zmiana w latach 2010–2060		Różnica względem scenariusza samego starzenia się
2010	2060	w p.p. PKB	w %	
4,9	8,0	3,1	62	1,0

Źródło: jak pod tab. 4, s. 179.

W grupie krajów UE-27 udział wydatków ma wzrosnąć z 7,1 do 8,7%, czyli o 1,6 p.p., a to daje wzrost o 0,3 p.p. PKB w porównaniu do scenariusza samego starzenia się. Dla grupy krajów UE-15 udział wydatków ma wzrosnąć z 7,3 do 8,8%, czyli o 1,5 p.p., co daje wzrost o 0,2 p.p. PKB w porównaniu do scenariusza samego starzenia się. Polska należy do krajów z największą zmianą liczoną w p.p. PKB. Dla Cypru i Malty przyrost ten przekracza 4, a tylko dla 3 krajów oprócz Polski przekracza 3.

3.4. Scenariusze kosztów jednostkowych

Badając czynniki kształtujące wielkość kosztów w ochronie zdrowia, nie można pominąć podaźowych, które oddziałują na koszt jednostkowy świadczeń. Są one formułowane przez mechanizm rynkowy, który determinuje ceny czynników zatrudnionych w sektorze ochrony zdrowia, koszty inwestycji w badania i rozwój, a także wynagrodzenia. Ponadto rządowa regulacja oraz struktura instytucjonalna oddziałują na te czynniki. Jednym ze scenariuszy jest **scenariusz szybkiego wzrostu kosztów** (*fast cost growth scenario*), w ramach którego bada się zmiany wydatków na ochronę zdrowia spowodowane zmianą kosztów jednostkowych świadczeń. Od scenariusza samego starzenia się różni się tym, że zamiast stopy wzrostu PKB *per*

capita uwzględnia się wzrost kosztów jednostkowych. Dane dla Polski zaprezentowano w tabeli 11.

Tabela 11. Zmiany udziału publicznych wydatków na ochronę zdrowia w PKB w Polsce w latach 2010–2060 dla scenariusza szybkiego wzrostu kosztów

2010	2020	2030	2040	2050	2060	Zmiana w latach 2010–2060
4,2	4,7	5,0	5,3	5,6	5,7	1,5

Źródło: jak pod tab. 2, s. 81.

Dla krajów z grupy UE-27 udział w 2010 r. wyniósł 7,0%, a w 2060 r. ma wynieść 9,2%, czyli oczekuje się wzrostu o 2,2 p.p. PKB. W Polsce udział wydatków ma zwiększyć się zdecydowanie mniej niż w pozostałych krajach. W Wielkiej Brytanii udział ten ma wzrosnąć najbardziej, czyli o 2,9 p.p., natomiast najmniejszy wzrost udziału odnotowany będzie w Bułgarii i na Cyprze – o 1,1 p.p. Dodatkowo wykorzystywany jest **scenariusz pracochłonności** (*labor intensity scenario*). Jego wykorzystanie pozwala uwzględnić intensywność zatrudnienia pracy w sektorze ochrony zdrowia. Przyjmuje się, że koszty zmieniają się zgodnie ze zmianami PKB na pracownika, czyli produktywnością pracy osób zatrudnionych w gospodarce. Można więc wychwycić ilościowo to, że jeśli płace rosną szybciej niż PKB *per capita*, to koszty jednostkowe w sektorze ochrony zdrowia rosną szybciej niż w gospodarce. Dane dla Polski zawarto tabela 12.

Tabela 12. Zmiany udziału publicznych wydatków na ochronę zdrowia w PKB w Polsce w latach 2010–2060 dla scenariusza pracochłonności

Poziom wydatków		Zmiana w latach 2010–2060		Różnica względem scenariusza samego starzenia się
2010	2060	w p.p. PKB	w %	
4,9	8,5	3,5	71	1,4

Źródło: jak pod tab. 4, s. 180.

W grupie krajów UE-27 udział wydatków ma wzrosnąć z 7,1 do 9,1%, czyli o 2,0 p.p., co daje wzrost o 0,6 p.p. PKB w porównaniu do scenariusza samego starzenia się. Dla grupy krajów UE-15 udział wydatków ma wzrosnąć z 7,3 do 9,2%, czyli o 1,9 p.p., a to daje wzrost o 0,5 p.p. PKB w porównaniu do scenariusza samego starzenia się. Polska ma odnotować zwiększenie udziału wydatków będące dwukrotnością średniej dla krajów unijnych i tylko Słowacja ma mieć większy wzrost równy 4,5 p.p. PKB.

Ponadto produktywność, a więc i płace realne, rosną szybciej w większości krajów unijnych niż dochód *per capita*. Oznacza to, że produktywność zastępuje dochód jako czynnik kształtujący koszty jednostkowe świadczeń zdrowotnych.

Ponadto wykorzystywany jest scenariusz indeksacji specyficznej dla sektora (*sector-specific composite indexation*), którego celem jest „wyłuskanie” oddziaływania najważniejszych czynników kształtujących wydatki na ochronę zdrowia, takich jak płace, produkty farmaceutyczne, inwestycje kapitałowe, prewencja. W krajach unijnych w ostatniej dekadzie płace mają prawie 50-procentowy udział w wydatkach na ochronę zdrowia, natomiast najszybciej rosły wydatki na prewencję i farmaceutyczne (prawie 2% wyniosła średnia stopa wzrostu w ostatniej dekadzie). Dane dla Polski przedstawiono w tabeli 13.

Tabela 13. Zmiany udziału publicznych wydatków na ochronę zdrowia w PKB w Polsce w latach 2010–2060 dla scenariusza indeksacji specyficznej dla sektora

Poziom wydatków		Zmiana w latach 2010–2060		Różnica względem scenariusza samego starzenia się
2010	2060	w p.p. PKB	w %	
4,9	7,0	2,1	43	0,0

Źródło: jak pod tab. 4, s. 181.

W grupie krajów UE-27 udział wydatków ma wzrosnąć z 7,1 do 9,2%, czyli o 2,1 p.p., co daje wzrost o 0,7 p.p. PKB w porównaniu do scenariusza samego starzenia się. Dla grupy krajów UE-15 udział wydatków ma wzrosnąć z 7,3 do 9,4%, czyli o 2,1 p.p., a to daje wzrost o 2,2 p.p. PKB w porównaniu do scenariusza samego starzenia się. Zmiana udziału dla Polski jest identyczna z oczekiwaną dla krajów unijnych.

3.5. Scenariusze oddziaływania technologii

Tworzone są również metody badawcze mające określić oddziaływanie postępu technologicznego na wysokość kosztów ochrony zdrowia, czyli **scenariusze oddziaływania technologii** (*technology scenario*). Dane dla Polski zaprezentowano w tabeli 14.

Dla krótszego okresu konwergencji kraje z grupy UE-27 zaczynają z udziału na poziomie 7,1% i dochodzą do 10,8% PKB, co oznacza wzrost o 3,7 p.p. PKB. Natomiast dla konwergencji trwającej do 2060 r. kraje unijne dochodzą do 13,0%, co daje wzrost o 5,9 p.p. PKB. Wynik dla Polski w obu przypadkach oscyluje wokół połowy średniej krajów unijnych.

Tabela 14. Zmiany udziału publicznych wydatków na ochronę zdrowia w PKB w Polsce w latach 2010–2060 dla postępu technologicznego

2010	2020	2030	2040	2050	2060	Zmiana w latach 2010–2060
Konwergencja w ciągu 30 lat						
4,2	4,9	5,5	5,9	6,2	6,4	2,2
Konwergencja w 2060 r.						
4,2	4,9	5,8	6,6	7,3	7,6	3,4

Źródło: jak pod tab. 2, s. 82.

Zestawienie przewidywań dotyczących zmiany udziału publicznych wydatków na ochronę zdrowia w PKB dla Polski uzyskanych z poszczególnych scenariuszy pokazano w tabeli 15.

Tabela 15. Zestawienie przewidywań dotyczących zmiany udziału publicznych wydatków na ochronę zdrowia w PKB dla Polski uzyskanych z poszczególnych scenariuszy dla lat 2007–2060

Poziom roku 2007	Zmiana dla lat 2007–2060	Różnice względem scenariusza samego starzenia się dla lat 2007–2060								
	Scenariusz samego starzenia się	Scenariusz dłuższego czasu oczekiwanego życia	Scenariusz stałego zdrowia	Scenariusz polepszającego się zdrowia	Scenariusz kosztów związanych ze śmiercią	Scenariusz elastyczności dochodowej	Scenariusz konwergencji kosztów	Scenariusz pracochłonności	Scenariusz szybkiego wzrostu kosztów	Scenariusz oddziaływania technologii
4,0	1,3	0,6	-1,9	-3,6	-0,1	0,4	3,6	1,0	0,4	0,4

Źródło: opracowanie własne.

3.6. Scenariusze oparte na kształtowaniu się kosztów

Analizy dotyczące przewidywanych kosztów w ochronie zdrowia są również prowadzone po przyjęciu założenia odnośnie do stopy wzrostu tych kosztów. W **scenariuszu presji kosztów** (*cost pressures scenario*) przyjmuje się, że przy danej demografii wydatki na ochronę zdrowia rosną o 1% rocznie szybciej od dochodu. Scenariusz ten został sformułowany na podstawie odnotowanego tempa zmian w ostatnich dwudziestu latach. Natomiast w **scenariuszu ograniczania kosztów**

(*cost-containment scenario*) została uwzględniona polityka rządowa dążąca do wyhamowywania tempa wzrostu wydatków na ochronę zdrowia i ten dodatkowy wzrost kosztów zostaje wyeliminowany przed końcem okresu podlegającego analizie. Zagregowane zmiany przewidywane dla Polski zawarto w tabeli 16.

Tabela 16. Udział publicznych wydatków na ochronę zdrowia w PKB w Polsce w latach 2005 i 2050

2005	2050	
	Scenariusz presji kosztów	Scenariusz ograniczania kosztów
4,4	8,5	6,7

Źródło: jak pod tab. 1, s. 31.

W odniesieniu do krajów OECD zgodnie ze scenariuszem presji kosztów średnio wydatki na ochronę zdrowia nieomalże podwoją się z 5,7% PKB w 2005 r. do 9,6% w 2050 r. Polska zbliżona jest do średniej, a największy wzrost odnotują Niemcy – 11,4%. Natomiast z obliczeń przeprowadzonych w ramach scenariusza ograniczania kosztów wynika, że kraje OECD osiągną poziom 7,7% PKB w 2050 r. Według tego scenariusza Polska jest niedaleka od średniej krajów członkowskich. Ponownie największy wzrost nastąpi w Niemczech w wysokości 9,6% PKB.

Zmiany wydatków na ochronę zdrowia do 2050 r. powodowane są przez wiele czynników oddziałujących z różną siłą. W tabeli 17 został uwzględniony wpływ następujących czynników: kosztów związanych ze śmiercią, samego efektu starzenia się, korekty o zdrowe starzenie się, efektu dochodowego i czynnika resztowego w podziale na scenariusz presji kosztów i ograniczania kosztów.

Tabela 17. Wkład czynników demograficznych i niedemograficznych do wzrostu udziału kosztów ochrony zdrowia w PKB w latach 2005–2050 w Polsce zgodnie ze scenariuszami presji kosztów i ograniczania kosztów (wzrost w p.p. PKB)

Koszty związane ze śmiercią	Sam efekt starzenia się (dla tych, co przeżyli)	Korekta o zdrowe starzenie się	Efekt dochodowy	Czynniki resztowe	Całkowita zmiana	Udział wydatków w PKB w 2050 r. (%)
Scenariusz presji kosztów						
0,2	2,1	-1,5	0,0	3,2	4,1	8,5
Scenariusz ograniczania kosztów						
0,2	2,1	-1,5	0,0	1,4	2,3	6,7

Źródło: jak pod tab. 1, s. 57–58.

Niektóre czynniki oddziałują tak samo w obu scenariuszach, ale czynniki resztowe prowadzą do zróżnicowanego wzrostu wydatków na ochronę zdrowia w każdym ze scenariuszy.

Z przedstawionych projekcji dla długiego okresu wynika, że na publiczne wydatki na ochronę zdrowia wpływa wiele niezależnych i egzogenicznych czynników oraz decyzje podejmowane przez rząd. Wydaje się, że można wyróżnić trzy zasadnicze grupy czynników. Do pierwszej należą zmiany demograficzne, a przede wszystkim zmiana wielkości populacji oraz wzrost udziału w niej osób starszych. Druga grupa obejmuje postęp w naukach medycznych i technologii determinującej sposoby leczenia. Trzecia zawiera uwarunkowania gospodarcze. Ponadto zróżnicowanie w jakości i dostępności świadczeń między krajami UE będzie również odgrywać dużą rolę. Właściwie wszystkie czynniki będą oddziaływać w kierunku zwiększania wydatków na ochronę zdrowia i wzrostu udziału tych wydatków w PKB.

4. Podsumowanie

Przedstawione wyniki należy przyjmować z ostrożnością, ale służą one zrozumieniu mechanizmów przyczynowo-skutkowych w procesie wzrostu wydatków na ochronę zdrowia. Na podstawie wyników uzyskanych z poszczególnych scenariuszy można sformułować kilka spostrzeżeń. W Polsce oraz w pozostałych krajach członkowskich UE dominuje publiczne finansowanie i dostarczanie świadczeń zdrowotnych, ale historycznie główną przyczyną wzrostu wydatków na ochronę zdrowia nie były zmiany demograficzne, ale decyzje polityczne i uwarunkowania gospodarcze. W obliczu następującej obecnie zmiany struktury wiekowej polskiego społeczeństwa czynniki demograficzne są jednymi z wielu kształtujących poziom i dynamikę wydatków. Czynniki niedemograficzne wydają się być nie mniej ważne. Do najważniejszych czynników niedemograficznych należą: uwarunkowania makroekonomiczne, koszty względne w ochronie zdrowia, rozwój technologii medycznych, stan zdrowia społeczeństwa. Uwarunkowania gospodarcze determinujące wzrost gospodarczy są szczególnie istotne, zwłaszcza jeśli elastyczność dochodowa popytu na świadczenia przyjmuje wartość większą od 1. Ponadto polityka mająca poprawić dostęp i jakość świadczeń przyczynia się do wzrostu kosztów. Jeśli koszty jednostkowe rosną szybciej w ochronie zdrowia niż koszty jednostkowe w pozostałych sektorach gospodarki, to wydatki na ochronę zdrowia będą rosły. Po trzecie, rozwój nauk medycznych, a szczególnie technologii, stanowi jeden z najistotniejszych czynników determinujących wydatki na ochronę zdrowia. Po czwarte, status zdrowotny starzejącego się społeczeństwa oddziałuje na kilka sposobów, które zależą od stanu

zdrowia osób znajdujących się w poszczególnych latach życia. Następują zmiany zachorowalności i śmiertelności także w wyniku stosowania bardziej skutecznych procedur i propagowania profilaktyki. Coraz większą rolę odgrywają choroby przewlekłe. Ponadto nie można pominąć zmian organizacyjnych i instytucjonalnych w systemie ochrony zdrowia.

Bibliografia

1. Baltagi B.H., Moscone F., *Health Care Expenditure and Income in the OECD Reconsidered: Evidence from Panel Data*, Institute for the Study of Labor, IZA Discussion Paper no. 4851.
2. Burniaux J.-M., Duval R., Jaumotte F., *Coping with Ageing: a Dynamic Approach to Quantify the Impact of Alternative Policy Options on Future Labor Supply in OECD Countries*, OECD Economic Department Working Papers 2003, no. 371.
3. Golinowska S., *Wielkość i determinanty wydatków na ochronę zdrowia*, Zeszyty Naukowe Ochrony Zdrowia. Zdrowie Publiczne i Zarządzanie 2003, nr 1, t. I, s. 7–15.
4. Ke Xu, Saksena P., Holly A., *The determinants of health expenditure. A Country-Level Panel Data Analysis*, WHO Working Paper, December 2011
5. Newhouse J.P., *Medical care expenditure: a cross national survey*, „Journal of Human Resources” 1977, vol. 12(1), s. 115–125.
6. Productivity Commission, *Economic Implications of an Ageing Australia*, Research Report, Australian Government, Canberra 2004.
7. *Projecting OECD health and long-term care expenditures: what are the main drivers?*, OECD, Economic Department Working Papers 2006, no. 477.
8. Przywara B., *Projecting future health care expenditure at European level: drivers, methodology and main results*, European Economy, Economic Papers 2010, 417.
9. *The 2012 Ageing Report: Economic and budgetary projections for the EU27 member states (2010–2060)*, Joint Report prepared by the European Commission (DG ECFIN) and the economic Policy Committee (AWG), European Economy 2/2012.
10. *The 2012 Ageing Report: Underlying Assumptions and Projection Methodologies*, Joint Report prepared by the European Commission (DG ECFIN) and the economic Policy Committee (AWG), European Economy 4/2011.
11. *The impact of ageing on public expenditure: projections for the EU25 Member States on pensions, health care, long-term care, education and unemployment transfers (2004–2050)*, European Commission and Economic Policy Committee, European Economy, Special Report no. 1/2006.

Adresy internetowe

1. <http://www.un.org/en/development/desa/population/>
2. http://www.who.int/health_financing/documents/cov-pb_e_07_2-providerpay_oe cd/en/

Predicted Factors Affecting Public Spending on Health Protection in Poland till 2060

Summary

The article is aimed at the analysis of predicted public spending on health protection in Poland till 2060 as a cost element of financial security of the health protection system. It is intended to make it easier to understand the cause and effect mechanisms within the rising process of this spending. There are many diversified factors within these processes working through different transmission mechanisms and that is why in order to determine the spending changes caused by individual factors different scenarios are constructed. They are mathematical models based on selected assumptions. The first part of the article presents theoretical considerations, the foundation for the quantitative research based on these models describing expected demographic and economic processes and making use of EU and OECD databases. The second part present the results of calculations concerning Poland till 2060 obtained from the scenarios showing what can be expected in the assumed situations. The last part includes conclusions concerning effects on public spending on health protection caused by the impact of factors considered in the applied scenarios. It should be expected that the analysed factors will work in favour of the rise in spending and their share in GDP.

Keywords: public spending, health protection, state of health, GDP

Monika Czerwonka

Kolegium Zarządzania i Finansów
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Joanna Dobek

Kolegium Zarządzania i Finansów
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Ocena wybranych form inwestycji alternatywnych na przykładzie rynku polskiego

Streszczenie

Artykuł przedstawia wybrane formy inwestycji alternatywnych na rynkach: *private equity*, nieruchomości, złota oraz inwestycji emocjonalnych. Praca stanowi analizę i ocenę alokacji kapitału na polskim rynku wybranych inwestycji alternatywnych w ostatnim dziesięcioleciu. Zawiera w szczególności analizę *ex post* efektywności inwestycji w porównaniu do indeksów GPW i rentowności 10-letnich bonów skarbowych, przy uwzględnieniu nie tylko osiągniętych stóp zwrotu, lecz także kosztów związanych z różnego rodzaju opłatami.

Artykuł ma na celu przedstawienie inwestycji alternatywnych jako możliwości dywersyfikacji portfela inwestycyjnego, szczególnie w okresie pogorszenia koniunktury oraz wskazuje na tendencje wzrostowe na rynku polskim, głównie ze względu na konwergencję z rynkami Europy Zachodniej.

Słowa kluczowe: inwestycje alternatywne, złoto, nieruchomości, sztuka, wino

1. Wprowadzenie

We współczesnym świecie pełnym niepewności i zawirowań na rynkach finansowych inwestorzy szukają możliwości efektywnej alokacji kapitału. Kryzys rozpoczęty w 2007 r. w Stanach Zjednoczonych uświadomił wielu z nich, że inwestowanie jedynie w akcje może być ryzykowne w przypadku wystąpienia recesji. Stąd coraz częściej podejmowanym tematem stała się dywersyfikacja portfela inwestycyjnego polegająca na inwestowaniu nie tylko w akcje różnych spółek notowanych na giełdach papierów wartościowych, lecz także w różne klasy aktywów. W związku z tym na popularności zyskały inwestycje alternatywne, umożliwiające alokację kapitału w te klasy aktywów, których rentowność nie jest zależna od koniunktury gospodarczej.

Inwestycje alternatywne kojarzą się zazwyczaj z najbardziej zamożnymi inwestorami indywidualnymi, określanymi jako *High-Net-Worth Individuals*. Jednakże ten sposób inwestowania staje się coraz częściej wykorzystywany również przez innych inwestorów, np. instytucjonalnych. Niniejszy artykuł przedstawia koncepcję alokacji kapitału przez przedsiębiorstwa w alternatywne klasy aktywów. Na polskim rynku takie formy inwestowania nie są jeszcze szeroko stosowane, a przedsiębiorstwa nie ujawniają zazwyczaj danych dotyczących tych inwestycji. W związku z tym wszystkie prezentowane w niniejszym artykule analizy odnoszą się do całego rynku inwestycji alternatywnych w Polsce i opisują możliwości inwestycyjne na wybranych segmentach tego rynku.

Pojęcie inwestycji alternatywnych nie zostało do tej pory zdefiniowane, m.in. z powodu ciągłego powstawania nowych alternatywnych form alokacji kapitału. Ze względu na swój charakter inwestycje alternatywne są pojęciem nieograniczonym i obejmują wszystkie możliwe nakłady kapitału, które mają przynieść zysk w przyszłości i są obciążone ryzykiem, jednak nie zależą od sytuacji rynkowej.

Inwestycje alternatywne charakteryzują się niezależnością od koniunktury gospodarczej, a także możliwością minimalizowania strat w warunkach kryzysów i gwałtownego załamania na rynku¹, przez co zainteresowanie nimi znacznie zwiększyło się w 2007 r., gdy rozpoczął się globalny kryzys, powodujący spadki cen akcji. Okazało się bowiem, że inwestując w alternatywne formy, można ograniczyć straty. Co więcej, wybierając do swojego portfela aktywa o jak najbardziej ujemnej korelacji stóp zwrotu z rynku, inwestor może osiągnąć dodatnie stopy zwrotu z inwestycji, nawet w czasie kryzysu².

¹ M. Mikita, W. Pełka, *Rynki inwestycji alternatywnych*, Poltext, Warszawa 2009, s. 16.

² I. Pruchnicka-Grabias, *Inwestycje alternatywne*, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 13.

Inwestycje alternatywne mogą przybierać różne formy. Dotyczą one przede wszystkim możliwości alokacji kapitału w różnego rodzaju fundusze mające określone strategie inwestycyjne. Ponadto obejmują one inwestycje w aktywa rzeczowe, takie jak: nieruchomości, obrazy, monety kolekcjonerskie czy też infrastruktura. Inną grupę stanowią instrumenty rynków finansowych, czyli instrumenty pochodne, kredytowe i produkty strukturyzowane. W niniejszym artykule zostaną przedstawione wybrane rynki inwestycji alternatywnych, a mianowicie inwestycje w nieruchomości, rynki *private equity* i *venture capital*, inwestycje w złoto, a także inwestycje emocjonalne.

W artykule została przedstawiona ocena alokacji kapitału na rynkach: nieruchomości, *private equity* / *venture capital*, złota i inwestycji emocjonalnych w Polsce. Oceny dokonano na podstawie porównania stóp zwrotu z inwestycji w określone aktywa na rynkach alternatywnych z WIG w latach 2007–2012, aby zbadać, czy inwestycje alternatywne w Polsce zapewniły wyższą stopę zwrotu niż ogół rynku kapitałowego w czasie kryzysu finansowego. Stopy zwrotu były mierzone w okresach lat kalendarzowych, na podstawie danych rynkowych bądź jako iloraz średnich notowań dziennych w badanym okresie przez liczbę notowań – w przypadku notowań ciągłych. Liczba analizowanych okresów jest w niektórych przypadkach powiększona, jeżeli istnieje możliwość ukazania szerszych, istotnych tendencji danego segmentu rynku. Dodatkowo analiza uwzględnia nie tylko stopy zwrotu z posiadania określonego rodzaju aktywów, lecz także koszty ich utrzymania i horyzont inwestycyjny. Celem artykułu jest omówienie zidentyfikowanych form inwestycji w alternatywne aktywa na rynku kapitałowym w Polsce i porównanie ich z ogółem rynku. Praca nie ma na celu porównania alokacji kapitału pomiędzy klasami inwestycji alternatywnych.

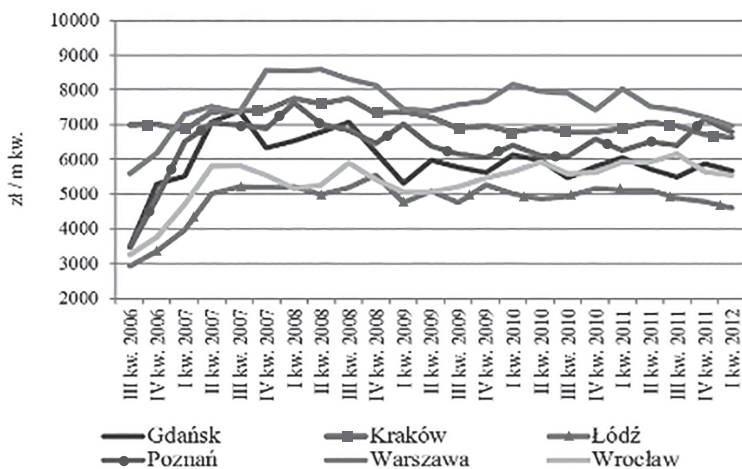
Artykuł opiera się na literaturze przedmiotu dotyczącej alternatywnych form inwestycji. W treści pracy są odwołania do pozycji polskich specjalistów w tych dziedzinach. Ze względu na specyfikę pracy zostały w niej również wykorzystane raporty branżowe, artykuły prasowe oraz informacje zamieszczone na portalach internetowych zajmujących się tematyką biznesową i finansową. Dane dotyczące osiągniętych stóp zwrotu z inwestycji bazują na aktualnych zasobach internetowych.

2. Ocena alokacji kapitału na rynku nieruchomości w Polsce

Pomimo kryzysu zadłużeniowego w Unii Europejskiej, jak również ostrożniejszego udzielania kredytów hipotecznych przez banki na skutek kryzysu finansowego wywołanego bańką spekulacyjną na rynku nieruchomości w USA, rynek ten jest nadal atrakcyjny w Europie jako forma alokacji kapitału długoterminowego. Według

ankiety przeprowadzonej wśród europejskich inwestorów przez firmę Ernst & Young, 83% respondentów uważa, że inwestycja w nieruchomości w Polsce ma potencjał przyniesienia wyższej niż oczekiwana stopy zwrotu³. Trzeba jednak liczyć się z faktem, że wzrost na tym rynku nie będzie aż tak dynamiczny, jak na początku XXI w., ze względu na ograniczenie popytu poprzez mniejsze możliwości finansowania inwestycji kredytem. Dodatkowo inwestorzy przy decyzji inwestycyjnej powinni uwzględnić fakt, iż inwestycje na rynku nieruchomości mają długi horyzont czasowy, najczęściej ok. 6–10 lat, co warunkuje długość cyklu koniunkturalnego na tym rynku⁴.

Rysunek 1. Średnie ceny za 1 m kw. na rynku pierwotnym



Źródło: NBP, *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce – III kwartał 2012*, 05.07.2012.

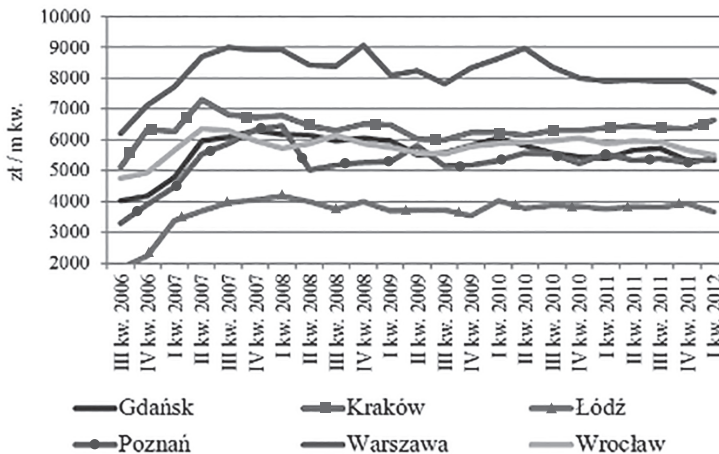
Na rysunkach 1 i 2 przedstawiono dane obrazujące sytuację na pierwotnym i wtórnym rynku nieruchomości w pięciu największych miastach Polski w latach 2006–2012. Od 2006 r. rynek ten miał charakter wzrostowy aż do IV kwartału 2007 r., kiedy nastąpiło załamanie na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych. Jednakże charakterystyczne dla tamtego rynku duże spadki cen nie zostały odnotowane w Polsce na taką skalę. Popyt na mieszkania uległ wprawdzie zmniejszeniu ze względu na globalny kryzys, ale obniżył się on również w związku ze spadkiem deficytu mieszkaniowego. Odzwierciedla on niedobór mieszkań wyra-

³ Raport Ernst & Young: wciąż warto inwestować w nieruchomości, ey.media.pl., 21.02.2012.

⁴ A. Szelałowska, *Fundusze rynku nieruchomości w Polsce*, w: *Inwestycje alternatywne*, red. I. Pruchnicka-Grabias, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 127.

żany jako różnica pomiędzy liczbą gospodarstw domowych a ogólnymi zasobami mieszkaniowymi. W ostatniej dekadzie deficyt mieszkaniowy osiągnął maksimum wynoszące 1,171 mln mieszkań sprzedanych w roku 2007. Dane GUS-u z 2011 r. oparte na faktycznej liczbie ludności wskazują, że mamy ujemny deficyt mieszkaniowy (-3,7 tys.), co oznacza, że na rynku panuje nadwyżka mieszkań⁵. Jednakże nie możemy ograniczać się tylko do danych opisujących cały rynek, gdyż sytuacja na poszczególnych rynkach lokalnych jest odmienna. Co więcej, podaż mieszkań wtórnych obejmuje także lokale przedwojenne, na które nie ma popytu, w związku z tym nie na każdym rynku lokalnym ma miejsce nadwyżka podaży.

Rysunek 2. Średnie ceny za 1 m kw. na rynku wtórnym



Źródło: NBP, *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce – III kwartał 2012*, 05.07.2012.

Nie dziwi również fakt, że najwyższe średnie ceny mieszkań są osiągnięte w Warszawie ze względu na duży popyt związany z dalszą urbanizacją i niskim poziomem bezrobocia. Ponadto wyższe ceny osiągają mieszkania oferowane na rynku wtórnym (3800–7650 zł w zależności od miasta). Biorąc pod uwagę fakt, że średnia cena mieszkań w stolicy w momencie przystępowania Polski do Unii Europejskiej w 2004 r. wynosiła 3892 zł/m², a w lipcu 2007 r. osiągnęła poziom⁶ 9333 zł/m², inwestorzy mogli w ciągu 3 lat osiągnąć stopę zwrotu z inwestycji na poziomie 139,8%.

⁵ R. Chojnacki, T. Kołodziejczyk, M. Terefenko, *Deficyt mieszkaniowy w Polsce*, RedNet Consulting, 12.03.2013.

⁶ M. Bazyl, *Ceny nieruchomości. Raport – lipiec 2007*, Gazeta.pl, 20.08.2007.

Jednak od tego momentu ceny nieruchomości spadły nominalnie o 5,8%. Mimo wszystko, inwestycja w nieruchomości w badanym okresie przyniosła większy zysk niż inwestycja na rynku kapitałowym, który wzrósł w tym samym czasie o 65,25%⁷.

Przy analizie opłacalności inwestycji w nieruchomości należy pamiętać, że poza wzrostem ceny należy również brać pod uwagę koszty związane z utrzymaniem nieruchomości, jak również możliwości wynajmu. Z przeprowadzonej przez agencję Metrohouse analizy, uwzględniającej korzyści z wynajmu mieszkania i podatek ryczałtowy w wysokości 8,5%, średnia rentowność wynajmu nieruchomości w 7 największych miastach Polski wynosiła 4,45%, przy czym największą rentowność wynajmu osiągają mieszkania w Katowicach, gdzie średnia ta wynosi 5,44%⁸. Oznacza to, że wynajem mieszkań charakteryzuje się nieco wyższą stopą zwrotu niż oprocentowanie lokat bankowych. Wynajem stanowić może więc atrakcyjną formę alokacji kapitału, gdy oczekuje się wzrostu cen nieruchomości w długim okresie.

Polski rynek nieruchomości mieszkalnych cieszy się dużym zainteresowaniem. Jednak jako bardziej atrakcyjny jest oceniany rynek lokali biurowych i handlowych w Polsce. Polski rynek nieruchomości komercyjnych znacznie wyróżnia się na tle rynku Europy Środkowo-Wschodniej, stanowiąc 40% jego ogólnej wartości⁹. Co więcej, w 2012 r. wartość sprzedanych lokali biurowych i handlowych w Polsce była trzecią wartością w Europie, tuż za Wielką Brytanią i Niemcami. Polski rynek nieruchomości komercyjnych jest atrakcyjny nie tylko dla inwestorów krajowych, lecz także zagranicznych ze względu na rosnącą transparentność rynku. W 2013 r. trend został utrzymany, a wielkość transakcji na rynku inwestycyjnym jest wyznaczana na 3,12 mld EUR, czyli ponad 20% więcej niż w roku ubiegłym¹⁰. Aktualnie w Globalnym Indeksie Transparentności Rynku Nieruchomości Komercyjnych Polska zajmuje 19 pozycję i jest uważana za kluczowy rynek¹¹. Jako rynek przejrzysty przyciąga wielu inwestorów, którzy wykorzystują bieżącą sytuację, alokując środki w nieruchomości.

Inną możliwością jest inwestowanie w luksusowe apartamenty i rezydencje. Wartość tego segmentu rynku w Polsce jest szacowana na ok. 1 mld PLN rocznie¹². Szczególnie atrakcyjne wydaje się być inwestowanie w obiekty, które będą rozwijane

⁷ www.money.pl, analiza WIG dla okresu 01.05.2004–31.07.2012.

⁸ *Analitycy: najwięcej na wynajmie można zarobić w Katowicach*, Wyborcza.biz, 20.11.2012.

⁹ *Polski rynek nieruchomości w 2012 roku – ocena bieżącej sytuacji oraz perspektyw na przyszłość*, PAP, 10.08.2012.

¹⁰ *Polski rynek nieruchomości nabiera tempa*, Cushman & Wakefield, 11.03.2014.

¹¹ *Global Real Estate Transparency Index*, Jones Lang Lasalle, 2012.

¹² *Rynek dóbr luksusowych w Polsce*, KPMG, Edycja 2013.

poprzez powstawanie odpowiedniej infrastruktury, szkół, centrów usługowych w pobliżu lokalizacji nieruchomości, np. kolejnych linii metra.

Co do przyszłych możliwości inwestycyjnych na rynku mieszkań, analitycy przekonują, iż dobiega koniec 5-letniego spadku cen nieruchomości, co jest związane ze wzrostem siły nabywczej na skutek wzrostu wynagrodzeń i obniżki stóp procentowych. W związku z tym, gdy siła nabywcza osiągnie poziom sprzed ostatnich 5 lat, będziemy obserwowali ponowny wzrost cen mieszkań. Analitycy prognozują, że w 2022 r. średnia cena m² w Warszawie będzie wynosiła 11,3 tys. zł¹³.

Jednakże inwestycje w nieruchomości wymagają dużych nakładów kapitałowych, które nie zawsze są w dyspozycji przedsiębiorstwa. Mimo to finansowanie pośrednie zapewnia możliwość inwestowania na tym rynku za pomocą zakupu certyfikatów inwestycyjnych w odpowiednich funduszach, alokujących kapitał w nieruchomościach, jak również w firmach działających w sektorze budownictwa. Jego kondycję w Polsce można oceniać również za pośrednictwem indeksu WIG_BUDOW, który odzwierciedla sytuację tego sektora gospodarki.

Rysunek 3. Porównanie indeksu WIG_BUDOW i WIG w ostatniej dekadzie



Źródło: opracowanie własne na podstawie www.stooq.pl, 22.11.2013.

¹³ A. Dzierżek, *Rynek mieszkaniowy w Polsce – prognozy na lata 2012–2022*, forsal.pl, http://forsal.pl/artykuly/661744_rynek_mieszkaniowy_w_polsce_prognozy_na_lata_2012_2022.html, 16.11.2012.

Sektor budownictwa osiągał w Polsce ponadprzeciętne wzrosty od 2004 r. do połowy 2011 r., o czym świadczy wyższy poziom indeksu WIG_BUDOW niż indeksu WIG (rysunek 3). Największa rozbieżność była obserwowana w 2007 r., gdy średnia stopa zwrotu w sektorze budownictwa przekroczyła 1000% w ciągu 3 lat, podczas gdy publiczny rynek kapitałowy odnotował wzrost na poziomie ok. 250%. W drugiej połowie 2007 r. i w roku 2008 obserwowane były spadki związane z niepewnością na rynkach finansowych, brakiem zaufania do firm budowlanych i bankrutstwem niektórych z nich. Mimo tego stopa zwrotu z indeksu WIG_BUDOW od 2003 r. była wyższa niż indeks WIG. Sytuacja zmieniła się w drugiej połowie 2011 r., co wiąże się z aktualnymi problemami na rynku nieruchomości odnoszącymi się do nadpodaży mieszkań. Jednak od połowy 2012 r., kiedy indeks osiągnął minimum w analizowanym okresie, można obserwować stopniowy wzrost.

Obecnie na polskim rynku funkcjonuje 9 funduszy nieruchomości, których certyfikaty inwestycyjne są notowane na giełdzie. Większość z nich inwestuje w segmencie nieruchomości komercyjnych ze względu na lepsze możliwości inwestycyjne. Jednakże pojawiają się także fundusze specjalizujące się w inwestycjach w mieszkania np. Skarbiec-Rynku Nieruchomości FIZ lub Ipopema Rynku Mieszkaniowego FIZ AN. Charakterystyczne dla polskiego rynku jest notowanie papierów wartościowych funduszy nieruchomości z dyskontem, tzn. poniżej wartości aktywów netto przypadających na certyfikat inwestycyjny. Wynika to z koniunktury branży oraz nastawienia inwestorów. W 2012 r. certyfikaty były odsprzedawane średnio z 30-procentowym dyskontem¹⁴. Ponadto, tak jak przedstawiają dane w tabeli 1, sytuacja na rynku funduszy nieruchomości uległa pogorszeniu w roku 2012. Tylko jeden fundusz, BPH Sektora Nieruchomości 2 FIZ, odnotował dodatnią stopę zwrotu. Dodatkowo jest to jedyny fundusz, który w ciągu ostatnich 5 lat, tzn. od początku swojej działalności, notuje stale dodatnie stopy zwrotu, co sprawia, że jest atrakcyjny na tym rynku.

Zaobserwować można również, że do końca 2008 r. fundusze notowały zyski, nawet w sytuacji pogorszenia koniunktury, co potwierdza tezę o braku korelacji z rynkiem kapitałowym. Rekordowym okazał się rok 2007. Najwyższe stopy zwrotu osiągał wtedy pierwszy fundusz nieruchomości w Polsce, Arka Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ. Co więcej, w roku 2009, gdy istniejące fundusze odnotowywały spadki, zostały wyemitowane nowe certyfikaty inwestycyjne opierające się na innych aktywach niż tylko lokale mieszkalne, które odnotowały zyski. Przykładowo fundusz Arka

¹⁴ B. Waszczyk, *Fundusze nieruchomości notowane z dużym dyskontem*, giełda-inwestora.pl, 24.08.2012.

Fundusz Rynku Nieruchomości 2 FIZ inwestuje przede wszystkim w powierzchnie biurowe oraz centra handlowe, które stanowią 91% wartości funduszu¹⁵.

Tabela 1. Stopy zwrotu z wybranych funduszy nieruchomości w porównaniu do WIG i WIG_BUDOW w latach 2006–2013 (w %)

Wyszczególnienie	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ	18,50	34,70	10,60	-9,10	-14,70	9,10	-21,70	-20,23
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości 2 FIZ	b.d.	b.d.	b.d.	9,80	-0,60	12,80	-11,30	-15,8
BPH Sektora Nieruchomości FIZ	1,80	21,10	7,30	-8,60	-4,50	0,80	-13,30	-15,73
BPH Sektora Nieruchomości 2 FIZ	b.d.	b.d.	b.d.	3,10	10,00	14,50	7,40	1,84
Investor Property FIZ AN	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	1,40	-1,80	-3,8
Skarbiec-Rynku Nieruchomości FIZ	8,50	29,10	9,40	-5,00	-4,00	-11,50	-9,10	-17,4
Ipopema Rynku Mieszkanowego FIZ AN	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	5,0	9,0	-1,1%
WIG	41,60	10,39	-51,07	46,85	18,77	-20,83	26,24	15,54
WIG-BUDOW	154,08	12,59	-50,08	16,08	7,44	-54,72	-30,86	44,18

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.analizy.pl, www.gpw.pl

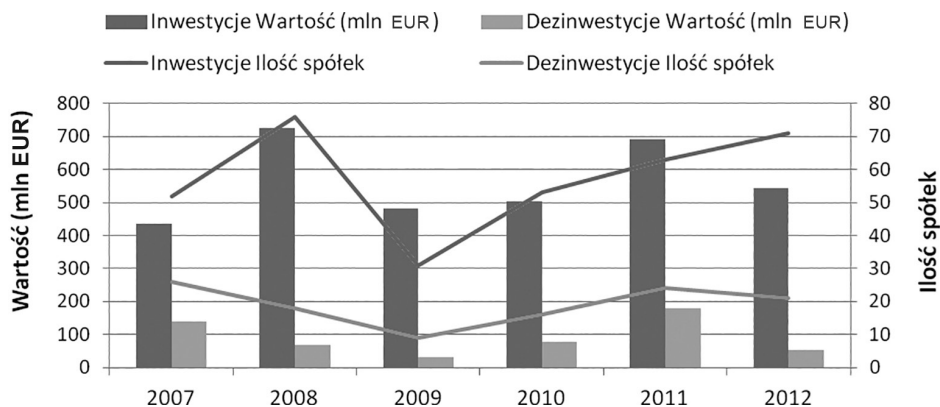
3. Ocena alokacji kapitału na rynku *private equity / venture capital*

Dynamicznie rozwijający się polski niepubliczny rynek kapitałowy zyskał na popularności w warunkach narastającego kryzysu finansowego w roku 2008. Analizy potwierdzają, że fundusze typu *private equity / venture capital* (PE/VC) uzyskują wyższe stopy zwrotu z inwestycji w sytuacji spowolnienia gospodarczego niż w okresie ekspansji¹⁶. Co więcej, zawirowania na rynku finansowym wpłynęły na wzrost kosztów kredytów bankowych dla małych i średnich przedsiębiorstw, co wymusiło na nich poszukiwanie innych, alternatywnych źródeł finansowania. Spowodowało to wzrost popytu na kapitał podwyższonego ryzyka. Z kolei wzrost podaży na rynku PE/VC był skutkiem chęci zdywersyfikowania portfela inwestycyjnego i w konsekwencji ograniczenia ryzyka związanego z koniunkturą gospodarki.

¹⁵ Fundusze nieruchomości w Polsce, CEE Property Group, 2012.

¹⁶ Ł. Józwicki, Rynek funduszy PE/VC w Polsce, w: *Tradycyjne i alternatywne inwestycje finansowe w świetle kryzysu finansowego*, red. U. Ziarko-Siwiek, CeDeWu, Warszawa 2012, s. 114.

Rysunek 4. Wielkość i liczba inwestycji oraz dezinwestycji funduszy PE/VC w Polsce w latach 2007–2012



Źródło: opracowanie własne na podstawie: Yearbook 2013 Europe & Poland, PSIK; *Central and Eastern Europe Statistics 2012*, EVCA 2013, www.evca.eu

Rynek PE/VC systematycznie rósł w Polsce aż do roku 2008, w którym wartość inwestycji zwiększyła się o ponad 67,13% w porównaniu z rokiem 2007 (rysunek 4). W tym samym czasie można zaobserwować znaczny spadek wartości wyjść z inwestycji, co świadczy o pogarszającej się koniunkturze i w konsekwencji niższej wycenie spółek bądź też świadomym ograniczaniu wyjść z inwestycji w oczekiwaniu na polepszenie sytuacji gospodarczej. W 2009 r. odnotowano natomiast spadek inwestycji związany ze stratą wartości spółek portfelowych funduszy podwyższonego ryzyka. W celu ograniczenia podejmowanego ryzyka fundusze zaostriżyły kryteria doboru spółek i dofinansowały jedynie 31 przedsiębiorstw. Jednakże w kolejnym roku, ze względu na optymizm inwestorów i zwiększenie zainteresowania formą inwestycji na niepublicznym rynku kapitałowym, fundusze dysponowały większymi zasobami kapitału, co przełożyło się na większe inwestycje. Na uwagę zasługuje również fakt, że mimo porównywalnej wartości inwestycji z osiągniętą w 2009 r. liczba inwestycji świadczy o tym, iż w 2010 r. inwestycje były mniej kapitałochłonne. Trend wzrostowy utrzymał się w 2011 r., w którym zostały zarejestrowane rekordowe wielkości zarówno inwestycji, jak i dezinwestycji, co potwierdza hipotezy o ciągłym dynamicznym rozwoju tego rynku oraz polepszającej się sytuacji gospodarczej w kraju. W ostatnim roku mogliśmy obserwować również wysoki poziom inwestycji ze względu na dofinansowanie 71 przedsiębiorstw przy niskim udziale wyjść z inwestycji, co wiąże się z optymistycznymi prognozami dotyczącymi rynku kapitałowego w kolejnych latach.

Porównując udział rynku kapitału podwyższonego ryzyka w PKB Polski i innych krajów europejskich, można jednak dojść do wniosku, że nasz rodzimy rynek jest jeszcze niedostatecznie rozwinięty. Udział rynku PE/VC wynosi obecnie 0,125% PKB w Polsce, przy czym średnia europejska kształtuje się na poziomie 0,260%¹⁷, co stanowi ponad dwukrotnie większą wartość na rynkach europejskich w stosunku do rynku polskiego. Na tej podstawie można prognozować, iż ekspansja funduszy kapitału podwyższonego ryzyka będzie kontynuowana w kolejnych latach, dążąc do konwergencji z rynkami zachodnimi. Należy wziąć pod uwagę fakt, że polskie przedsiębiorstwa cieszą się zainteresowaniem zagranicznych inwestorów instytucjonalnych, którzy alokują ponad 90% kapitału dostępnego na tym rynku. Warto również dodać, że polskie fundusze PE/VC inwestują głównie na rodzimym rynku (80% wartości funduszy w 2012 r.). Wśród spółek zagranicznych, w których są lokowane środki, przeważają spółki państw Europy Środkowo-Wschodniej: Łotwy, Rumunii i Republiki Czeskiej¹⁸.

Od kilku lat obserwowana jest tendencja inwestowania w spółki działające w branży konsumpcyjnej i branży usług finansowych. Osiągnęły one w 2012 r. udział w funduszach ogółem wynoszący odpowiednio 28,1 i 20,2%¹⁹. Dodatkowo przewiduje się, że ten trend zostanie utrzymany również w kolejnych latach.

Największym zainteresowaniem na polskim rynku cieszą się przedsiębiorstwa dojrzałe, w które inwestowane jest 70,9% środków. Tylko 30,2% kapitału lokowane jest w przedsiębiorstwa będące w fazie dynamicznego wzrostu. Najmniej funduszy przeznaczanych jest dla przedsiębiorstw w początkowych fazach rozwoju (1,9%)²⁰. Te rozbieżności mają swoje źródło w różnym poziomie ryzyka w zależności od stopnia rozwoju spółki, jak również w ilości potrzebnego kapitału w poszczególnych fazach wzrostu. Poziom ryzyka jest największy przy projektach obejmujących inwestycję w fazę zasiewu, co przekłada się na wzrost oczekiwanej wewnętrznej stopy zwrotu (IRR), która kształtuje się na poziomie 80–90%, podczas gdy inwestycje w fazę ekspansji charakteryzują się wymaganą IRR w wysokości 15–30%²¹. Jednakże ocenianie kierunków inwestycyjnych jedynie za pomocą wielkości zainwestowanego kapitału jest niewystarczające, gdyż inwestycja w fazę zasiewu wymaga mniejszych nakładów kapitałowych związanych z rozpoczęciem działalności operacyjnej niż inwestycja w fazę ekspansji, obejmująca wejście na nowe rynki. Porównując liczbę spółek będących

¹⁷ *Central and Eastern Europe Statistics 2012*, EVCA, www.evca.eu, dostęp 25.04.2014.

¹⁸ *Ibidem*.

¹⁹ *Rynek Private Equity/Venture Capital w Polsce w 2012 roku*, PSIK, www.psiik.org.pl, dostęp: 25.04.2014.

²⁰ *Ibidem*.

²¹ K. Górak, *Anioły biznesu w Polsce i na świecie*, ConsulTriX, 09.03.2009.

w portfelach inwestycyjnych funduszy PE/VC, można dojść do wniosku, iż polskie fundusze chętnie alokują środki w *venture capital*. W 2012 r. zainwestowano w 32 przedsiębiorstwa tego typu. W szczególności widać powrót do tej tendencji w 2011 r., kiedy zostało przyjętych 26 projektów finansowania spółek będących w początkowych fazach rozwoju. Wcześniej, w latach 2009–2010, na skutek bankructw przedsiębiorstw portfelowych fundusze kapitału podwyższonego ryzyka zastryżły kryteria doboru spółek, co spowodowało zmniejszenie ich liczby w składzie portfeli inwestycyjnych.

Fundusze PE/VC w większości nie są notowane na giełdzie papierów wartościowych, co sprawia, że osiągnane przez nie wyniki nie są transparentne. Na polskim rynku istnieją jedynie dwa towarzystwa funduszy inwestycyjnych oferujące fundusze zamknięte, lokujące środki w kapitały podwyższonego ryzyka, których certyfikaty inwestycyjne są notowane na GPW: Investors i MCI.

W tabeli 2 przedstawiono stopy zwrotu osiągnięte przez fundusz Investor Private Equity FIZ AN oraz 3 subfundusze MCI, specjalizujące się w inwestycjach na wybranych rynkach *venture capital* w ciągu ostatnich 5 lat.

Tabela 2. Stopy zwrotu funduszy PE/VC w Polsce w latach 2008–2013 (w %)

Wyszczególnienie	3 miesiące	6 miesięcy	1 rok	3 lata	5 lat
Investor Private Equity FIZ AN	3,31	7,06	5,8	24,68	46,01
MCI.TechVentures FIZ	0,98	5,47	8,29	58,18	224,98
MCI.BioVentures FIZ	-31,3	-39,1	-80,5	-77,30	-82,70
MCI.EuroVentures FIZ	23,8	30,1	80,2	89,2	155,3
WIG	10,01	13,52	24,28	19,46	103,36

Źródło: opracowanie własne na podstawie: www.pe.investors.pl, www.mci.pl, www.analizy.pl

Poza jednym funduszem oferowanym przez MCI Capital, fundusze *private equity* odnoszą zyski. W krótkim okresie zazwyczaj zyski te nie przewyższają stóp zwrotu osiąganych przez indeks WIG. Natomiast z perspektywy inwestycji 3-letnich większość funduszy odnotowuje lepsze rezultaty niż indeks odzwierciedlający sytuację przedsiębiorstw na regulowanym rynku kapitałowym. W krótkim okresie najwyższe stopy zwrotu osiągnął MCI.EuroVentures FIZ specjalizujący się w inwestowaniu w przedsiębiorstwa z sektora e-commerce, BPO, usług finansowych i dla biznesu. Ponadto w długim okresie dwa analizowane fundusze oferowane przez MCI wypracowały znacznie wyższą stopę zwrotu niż WIG. Co więcej, w roku 2008, gdy WIG odnotował znaczący spadek na poziomie -48,21%²², jedyny notowany wtedy

²² www.money.pl, dostęp 25.04.2014.

fundusz *private equity* uzyskał dodatnie stopy zwrotu. W związku z tym zapewnił inwestorom zysk, mimo trudnej sytuacji na rynku kapitałowym, co stanowiło formę dywersyfikacji portfela inwestycyjnego, jak również możliwość realokacji kapitału.

Wysokość opłat w przypadku funduszy PE/VC kształtuje się podobnie jak w przypadku innych funduszy i obejmuje opłaty stałe na poziomie 3% rocznie plus opłata od zysku w wysokości 20%, jeśli zysk przekroczy 20% w ciągu roku. Opłaty manipulacyjne zależą od wielkości zainwestowanego kapitału i wynoszą od 1% do 4%²³.

Podsumowując: przy uwzględnieniu pozytywnych prognoz analityków dotyczących ciągłego wzrostu rynku kapitału podwyższonego ryzyka w Polsce, jak również jego konwergencji z rynkiem Europy Zachodniej, przewidywane są dalsze dynamiczne wzrosty na tym rynku. Przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej należy jednak pamiętać, że horyzont inwestycyjny wynosi przeciętnie 5 lat, co wiąże się z zamrożeniem kapitału na ten okres, a tym samym ze zmniejszeniem płynności. Jeśli jednak przedsiębiorstwo ma dużą nadpłynność, jest to z pewnością ciekawa możliwość inwestycyjna oferująca wysokie stopy zwrotu, ze względu na ograniczenie płynności i ryzyko. Przedsiębiorstwo mające duże doświadczenie może również samo inwestować w spółki nienotowane na giełdzie, oferując im swoje *know-how* i korzystając dodatkowo z efektów synergii.

4. Ocena alokacji kapitału na rynku złota

W ostatniej dekadzie aktywność we wszystkich regionach i segmentach rynku złota stale rosła. Wynika to z przekonania, że złoto stanowi bezpieczną inwestycję. W ostatnich latach, kiedy można zaobserwować rosnące zadłużenie państw, a obligacje przestają być instrumentami finansowymi wolnymi od ryzyka, inwestorzy poszukują alternatywnych możliwości inwestycyjnych, co wpływa na wzrost popytu na złoto, a w konsekwencji na wzrost jego ceny.

Na wzmożony popyt na złoto mają wpływ także inne czynniki. Inwestorzy chcą bronić się przed negatywnymi skutkami inflacji za pomocą inwestycji w złoto. Ponadto wartość złota jest zależna od kursu USD. Wynika to z faktu, iż notowania złota są podawane w USD. Zatem, jeśli USD ulega deprecjacji, złoto staje się względnie tanie. Badania dowodzą, że w niektórych okresach ta zależność dochodziła do $-0,9\%$ ²⁴. W związku z tym można przyjąć, że inwestycje w złoto pozwalają

²³ www.investors.pl, data dostępu 25.04.2014.

²⁴ P. Zatorski, Ł. Zymiera, *Rynek złota*, w: *Tradycyjne i alternatywne inwestycje finansowe w świetle kryzysu finansowego*, red. U. Ziarko-Siwiek, CeDeWu, Warszawa 2012, s. 156.

zabezpieczyć się przed spadkiem wartości USD. W ostatnich latach znacząco rosły ceny ropy, co wpływało na wzrost presji inflacyjnej, a tym samym przyczyniało się do większego zainteresowania lokacją kapitału w złoto. Poza tym, biorąc pod uwagę ujemną korelację cen złota i kursu USD, liberalną politykę monetarną FED-u, jak również rosnące zadłużenie rządu i zmniejszenie wiarygodności USA oraz deprecjację USD, jaka jest odczuwalna w ostatniej dekadzie, należy zauważyć, że coraz więcej inwestorów skłania się do alokacji środków w złoto bądź produkty na nim bazujące.

Powyższe czynniki sprawiły, że w ciągu ostatnich 10 lat nominalna stopa zwrotu ze złota notowanego w USD wyniosła 228%, podczas gdy nominalny wzrost indeksu S&P 500, odzwierciedlający sytuację na rynku akcji amerykańskich, wyniósł 64,10%. Tak duża różnica ma swoje źródło nie tylko w zwiększonym popycie na złoto, lecz także w globalnym kryzysie finansowym, który spowodował spadek indeksów giełdowych. Podobną sytuację można odnotować w innych regionach, co wynika z tego, że złoto jest notowane w USD i ewentualne różnice są związane głównie z różnicami kursowymi.

W Europie nominalny wzrost cen złota wyrażony w walutach poszczególnych państw waha się od 121,09% we CHF do 247,05% wzrostu cen złota notowanego w GBP²⁵. Kurs XAU/GBP najbardziej zyskał na wartości m.in. ze względu na koncentrację globalnego rynku złota w obrocie pozagiełdowym (ang. *Over-The-Counter market*) w Londynie, co znacząco zwiększa popyt na tym rynku.

Cena złota wyrażona w PLN odnotowała w latach 2003–2013 nominalny wzrost na poziomie 148,36%. W tym samym okresie WIG wzrósł o 183,96%, co potwierdza tezę, że Polska nie odczuła tak dotkliwie skutków kryzysu finansowego, jak USA i kraje Europy Zachodniej²⁶. Porównując zaś dynamikę cen złota oraz rentowność 10-letnich obligacji skarbowych, można dojść do wniosku, że złoto oferuje wyższe stopy zwrotu, co można zaobserwować na rysunku 5. Średnioroczna stopa rentowności obligacji w latach 2003–2013 wahała się od 3,8470% do 7,4740%. Natomiast złoto w tym samym okresie osiągnęło średnioroczny wzrost 8,21%.

Od roku 2008, w związku z kryzysem, inwestorzy chętniej lokowali kapitał w bezpiecznym złocie, co doprowadziło do dużych wzrostów cen. Wynikiem masowego kupna złota o charakterze spekulacyjnym było przecenienie jego wartości, co spowodowało spadki w ostatnich miesiącach, które od początku 2013 roku wyniosły

²⁵ Stooq.pl, dostęp 25.04.2013.

²⁶ J. Narętkiewicz, *Globalny kryzys gospodarczy a sytuacja w polskim handlu zagranicznym w 2009 roku*, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 23, red. H. Nakonieczna-Kisiel, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2011, s. 84.

–25,85% na rynku polskim²⁷. O zwiększonym ryzyku i przeszacowaniu cen złota świadczyły również osiągnięte w poprzednim półroczu duże zmienności stóp zwrotu sięgające 21,9% na rynku amerykańskim²⁸. W tym czasie specjaliści z Goldman Sachs obniżyli prognozy notowań złota na ten rok, które świadczyły o końcu hossy na tym rynku²⁹. Co więcej, spadki pogłębiają decyzje funduszy inwestycyjnych i hedgingowych sprzedających złoto³⁰.

Rysunek 5. Dynamika notowań złota XAUPLN, WIG20 oraz rentowność 10-letnich obligacji skarbowych



Źródło: opracowanie na podstawie danych stooq.pl

Co do możliwości inwestycyjnych, inwestorzy mogą nabywać sztabki złota oraz monety w Mennicy Polskiej S.A. Przykładowo uncja złota nabyta w mennicy skarbowej kosztowała w kwietniu 2013 r. 4365 zł, czyli o ponad 850 zł mniej niż rok wcześniej, co wiąże się ze znaczącym spadkiem cen na rynku w tym okresie. Gdy porówna się tę wartość z notowaniem złota na dzień 25.04.2014, wynoszącym 3961,47 zł, można obliczyć marżę, która wynosi 10,19%. Planując inwestycję w złoto, należy wziąć pod uwagę koszty przechowania złota. Takie usługi są świadczone również przez Mennicę Polską, która pobiera roczną opłatę w wysokości 420 zł przy

²⁷ Stooq.pl, dostęp 25.04.2013.

²⁸ *Złoto rekordowo ryzykowną inwestycją*, Biznes.pl, 09.12.2012, <http://m.onet.pl/biznes,j0jrh>

²⁹ K. Konałny, *Goldman Sachs: To koniec hossy na złocie*, Bankier.pl, 26.02.2013.

³⁰ K. Konałny, *Czy fundusze straciły wiarę w złoto*, Bankier.pl, 25.02.2013.

przechowywaniu złota do 1 kg i opłaty 240 zł rocznie za każdy dodatkowy kilogram. Warto jednak pamiętać o tym, że inwestorzy mogą poszukiwać konkurencyjnych ofert nabycia złota w sztabkach bądź monetach także w Narodowym Banku Polskim, bankach komercyjnych oraz wyspecjalizowanych firmach mających swoje siedziby w Polsce i innych krajach Unii Europejskiej ze względu na fakt, iż na terenie Unii Europejskiej obrót złotem inwestycyjnym jest zwolniony z podatku VAT³¹.

Mimo tego, że polski rynek złota jest znacznie mniej rozwinięty niż rynki europejskie, przedsiębiorstwa mają możliwość inwestycji w pośrednie formy dzięki funduszom inwestycyjnym z ekspozycją na złoto, takim jak: Investor Gold FIZ, Investor Gold Otwarty, SuperfundGoldFuture, DWS Gold. Wymienione fundusze nie mają na celu replikacji cen złota, ponieważ bazują także na instrumentach pochodnych i akcjach spółek kopalni. Ich efektywność zależy więc również od efektywności zarządzania. Jednak od września 2007 r. na GPW są emitowane przez Raiffeisen Centrobank certyfikaty strukturyzowane, których instrumentem bazowym jest złoto notowane pod symbolem RCGLDAOPEN. Certyfikaty te mają na celu wierne odzwierciedlanie notowań złota, oferując jednocześnie tani dostęp do instrumentów i dużą płynność³².

Tabela 3. Stopy zwrotu i opłaty funduszy z ekspozycją na złoto oraz zmiana cen złota na dzień 25.04.2014 (w %)

Wyszczególnienie	1 miesiąc	6 miesięcy	1 rok	3 lata	5 lat	Opłaty za zarządzanie
Investor Gold FIZ	-4,55	-7,83	-24,44	-36,41	18,50	3 + zmienna*
Investor Gold Otwarty	-4,21	-5,67	-17,09	-25,54	1,50	4
SuperfundGoldFuture	-5,66	-5,10	-29,80	-38,31	-50,26	1,5
DWS Gold	-4,21	-5,67	-17,09	-25,54	1,50	4
RCGLDAOPEN	-0,61	2,49	-14,90	-2,25	27,70	-
Złoto	-0,21	2,09	-14,67	-2,94	25,31	-

* 20% w skali roku od zysków przekraczających 15%.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Investors.pl, dws-investmen.com, fundi.pl

³¹ Ustawa z dnia 11 marca 2004 r. o podatku od towarów i usług, Dz.U. z 2004 r. nr 54, poz. 535, art. 121.

³² K. Borowski, *Rynek złota i monet*, w: *Inwestycje alternatywne*, red. I. Pruchnicka-Grabias, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 192–193.

Z tabeli 3 wynika, że obecnie zarówno złoto, jak i fundusze oparte na złocie notują spadki. Niektóre analizy tłumaczą tę sytuację hossą na giełdzie amerykańskiej, a tym samym zmianą kierunku inwestowania. Inne uznają spadki za chwilowe, takie same, które były notowane przed ożywieniem na rynku złota, prognozując, że ze względu na prawa rynku realna wartość złota będzie nadal rosła w długim okresie³³.

Niewątpliwie jednak na podstawie danych historycznych można stwierdzić, że jeszcze kilka lat temu złoto było świetną alternatywą dla przedsiębiorstw, chcących bezpiecznie ulokować kapitał. Złoto sprawdziło się również w okresie recesji w latach 2008–2009, przez co inwestorzy mogli osiągnąć zyski mimo kryzysu bądź zrekompensować straty zdywersyfikowanego portfela zawierającego akcje, oczekując poprawy koniunktury.

5. Ocena alokacji kapitału na rynku inwestycji emocjonalnych

Pojęcie inwestycji emocjonalnych dotyczy innych niż tradycyjne klasy aktywów charakteryzujące się subiektywnym postrzeganiem wartości ze względu na unikalność oraz szczególne walory, np. estetyczne. Na rynku występuje mnogość form inwestycji emocjonalnych takich, jak: samochody klasyczne, starodruki, pióra wieczne, wśród których najpopularniejszymi są dzieła sztuki i wina.

Rynek sztuki w ostatnich latach prezentuje obiecujące wzrosty, przyciągając tym samym inwestorów, chcących alokować kapitał na długi okres. Według rankingu Skate's Top 5000 obejmującego 5000 najwyższych transakcji dokonanych w danym roku, kapitalizacja dzieł wchodzących w skład rankingu wyniosła w 2013 r. ponad 36,5 mld dolarów amerykańskich, co stanowi 10% wzrostu w stosunku do roku ubiegłego³⁴. Biorąc pod uwagę fakt, że ostatnie lata były również wzrostowe na globalnym rynku sztuki, nastroje inwestorskie są optymistyczne, a analitycy przewidują nadchodzącą ekspansję tego rynku.

Jeszcze lepsza sytuacja jest prognozowana na polskim rynku sztuki, który nie jest tak rozwinięty, jak rynki Europy Zachodniej i USA. W związku z tym niedoszacowanie rodzimego rynku sztuki jest określane na około 30–40%, co zapowiada znaczące zyski związane z konwergencją polskiego rynku z rynkiem europejskim³⁵.

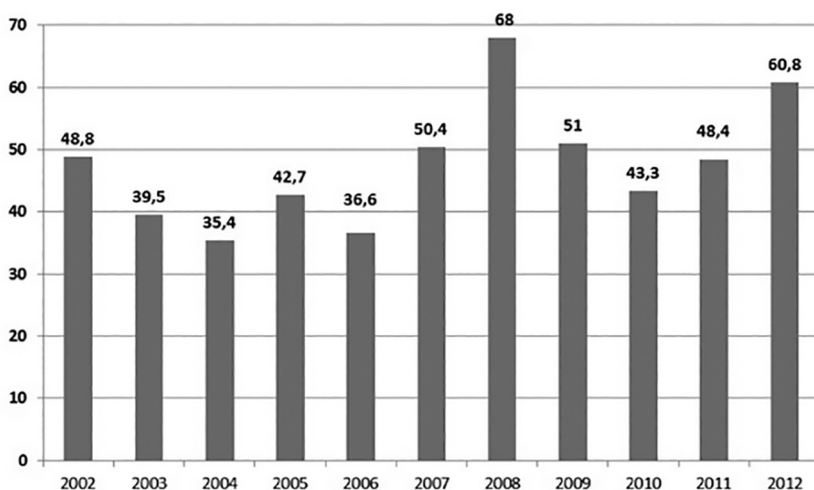
³³ K. Konalny, *Goldman Sachs...*, op.cit.

³⁴ *Annual Art Investment Report 2013*, Skate's Art Market Research, www.skatepress.com

³⁵ *Rynek sztuki jest niedoszacowany o 30–40 proc.*, stockwatch.pl, 11.12.2011.

Wielkość sprzedaży dzieł sztuki na aukcjach w latach 2002–2012 została przedstawiona na rysunku 6.

Rysunek 6. Wielkość sprzedaży dzieł sztuki w domach aukcyjnych w latach 2002–2012 w Polsce (w mln zł)



Źródło: J. Kozak, *Sprzedaż sztuki na aukcjach rośnie o 25%*, Inwestycje.pl, <http://inwestycje.pl/sztuka/Sprzedaz-sztuki-na-aukcjach-rosnie-o-25-;189711;0.html>, z dnia 16.01.2013.

Na podstawie zaprezentowanych danych można zaobserwować znaczący wzrost zainteresowania rynkiem sztuki w 2008 r., który doprowadził do blisko 35-procentowego wzrostu obrotów na aukcjach dzieł sztuki. Było to spowodowane spowolnieniem gospodarczym i spadkami indeksów giełdowych, co zachęcało inwestorów do zmiany kierunku inwestowania. Potwierdza to zatem ujemną korelację pomiędzy rynkiem sztuki a koniunkturą gospodarczą. Po chwilowych spadkach w latach 2009–2010 motywowanych spadkiem optymizmu ze względu na medialne podkreślanie wagi kryzysu gospodarczego³⁶, aktualnie jest obserwowana tendencja wzrostowa rynku. W 2012 r. została odnotowana zmiana wielkości obrotów na rynku aukcyjnym +25,7%, podczas gdy wzrost liczby transakcji wyniósł 23,1%³⁷. Świadczy to o coraz większym zainteresowaniu rynkiem.

Warto zauważyć, że ubiegły rok charakteryzuje się utrzymaniem trendu wzrostowego. Najwyżej wylicytowanym obrazem w 2013 r. był „Polski Hektor” Jacka

³⁶ *Rynek dóbr...*, op.cit.

³⁷ J. Kozak, *Sprzedaż sztuki na aukcjach rośnie o 25%*, inwestycje.pl, 16.01.2013.

Malczewskiego, który osiągnął cenę 2,6 mln PLN i pobił wylicytowane rok wcześniej dzieło Stefana Wyspiańskiego „Portret rodziny Sternabachów” sprzedany za 1,850 mln PLN. Wzrosła również skuteczność sprzedaży do 42,3%, co jest dobrym wynikiem w warunkach polskiego rozwoju rynków alternatywnych, jednakże stanowi dużą różnicę w porównaniu z rynkiem Europy Zachodniej, gdzie skuteczność mieści się w przedziale 70–85%.

Co do inwestycji w poszczególne segmenty rynku sztuki najbardziej popularne jest malarstwo, które również dzieli się ze względu na epoki. Według badań empirycznych w latach 1986–2006 średnioroczny wzrost cen dzieł sztuki osiągnął 8,2%, podczas gdy wzrost cen dzieł sztuki współczesnej w badanym okresie wyniósł 19,8%³⁸. Jednakże malarstwo XX-wieczne cechuje się wyższym współczynnikiem beta, co oznacza większe ryzyko i większą zmienność cen. Mimo to specjaliści przekonują, iż inwestowanie w sztukę nowoczesną może przynieść ogromne stopy zwrotu z inwestycji w długim okresie ze względu na to, że młodzi artyści nie są jeszcze wypromowani na rynku. Co więcej, polscy malarze są coraz bardziej doceniani na rynku światowym, co przyczynia się również do wzrostu cen ich dzieł. Takie zyski określane są mianem efektu Sasnala, pochodzącego od nazwiska polskiego artysty, którego prace namalowane w okresie studiów można było nabyć za ok. 1000 PLN, a w momencie osiągnięcia światowej popularności zostały wycenione na ok. 800 000 PLN³⁹. Także inne prace polskich malarzy osiągnęły bardzo wysokie stopy zwrotu z inwestycji; przykłady zostały zaprezentowane w tabeli 4.

Tabela 4. Największe stopy zwrotu z polskich obrazów uzyskane w 8–10-letnich inwestycjach

Artysta	Tytuł	Horyzont inwestycji	Wzrost ceny	ROI
Maria Jarema (1908–1958)	Postacie (Kompozycja III), 1957	1997–2005	4500 PLN → 270 000 PLN	6000%
Zdzisław Beksiński (1929–2005)	Relief, 1960	1994–2009	3500 PLN → 90 000 PLN	2571,43%
Jan Lebenstein (1930–1999)	Figura osiowa nr 77, 1960	2000–2007	25 000 PLN → 220 000 PLN	880%
Henryk Stażewski (1894–1988)	Relief, 1963	2000–2009	20 000 PLN → 180 000 PLN	900%

Źródło: *Inwestycje w sztukę współczesną to szczyt dla portfela inwestorów*, giełda.onet.pl, 16.06.2011.

³⁸ K. Borowski, *Nowe kierunki bankowości inwestycyjnej – rynek dzieł sztuki*, w: *Współczesna bankowość inwestycyjna*, red. A. Szelągowska, CeDeWu, Warszawa 2009, s. 329.

³⁹ S. Zabłocka, *Efekt Sasnala*, rynekisztuka.pl, 30.07.2012.

Należy jednak pamiętać, że rynek sztuki podlega wahaniom związanym z modą, przez co inwestowanie wymaga specjalistycznej wiedzy z zakresu sztuki. Przedsiębiorstwa mogą korzystać z usług doradczych *art bankingu* bądź inwestować w fundusze sztuki, w celu ograniczenia ryzyka specyficznego. Na polskim rynku działa jeden fundusz zamknięty inwestujący w polskie dzieła sztuki, jak również akcje światowych domów aukcyjnych. Abbey Art FIZAN został utworzony w roku 2011. W ciągu roku wycena certyfikatów funduszu wzrosła o 11%. Co więcej, korzystne dla inwestorów są limity inwestycyjne pozwalające na kupno certyfikatów przy minimalnym wkładzie o równowartości 40 000 EUR. Porównując tę kwotę z progiem wejścia funduszu Artemundi Global Fund wynoszącym 250 000 EUR, nie jest to duże obciążenie dla potencjalnych inwestorów, co umożliwia lepszą dywersyfikację portfela inwestycyjnego.

Podsumowując: inwestycje na rynku sztuki stanowią opłacalną możliwość długoterminowej alokacji kapitału przedsiębiorstwa, ze względu na duże niedoszacowanie rynku, niezależność od koniunktury, a także zwolnienie zysków od podatku dochodowego pod warunkiem, że czas pomiędzy transakcją kupna a sprzedaży wynosi minimum 6 miesięcy. Jednakże przedsiębiorstwa, decydujące się na taką formę alokacji kapitału, powinny brać pod uwagę prowizje domów aukcyjnych oraz koszty przechowywania i ubezpieczenia dzieł sztuki, jak również brak odsetek oraz dywidendy stanowiących koszt alternatywny.

Jeśli zaś chodzi o rynek wina w Polsce, jest on również niezwykle dynamiczny. Polacy dostrzegają możliwości alokacji kapitału w winie inwestycyjnym, co odzwierciedla ilość zainwestowanego kapitału. W 2013 r. przewidywana wielkość zainwestowanego kapitału w tym segmencie rynku wynosiła 2 mld PLN⁴⁰, co stanowi duży wzrost w stosunku do lat 2009 (1,7 mln PLN) i 2010 (20,3 mln PLN)⁴¹. Większe zainteresowanie rynkiem wina ma swoje źródło w słabej kondycji rynku kapitałowego i niskim oprocentowaniu lokat bankowych. W konsekwencji poszukiwane są nowe formy inwestycyjne, wśród których wino prezentuje się obiecująco ze względu na wysokie stopy zwrotu. Według raportu Wine Advisors uśredniona roczna stopa zwrotu inwestorów preferujących inwestycje bezpośrednie w latach 2005–2012 wyniosła 15,9%, co potwierdza fakt, że wino stanowi dobrą alokację kapitału⁴².

Polacy najchętniej wybierają wina leżakujące, które są winami młodymi, a ich cena w momencie kupna jest znacznie niższa niż w przypadku win dojrzałych. Tę tendencję można zaobserwować na przykładzie wina *MoutonRothschild*, którego

⁴⁰ *Rynek wina wzrasta w Polsce*, forbes.pl, 13.11.2013.

⁴¹ *Rynek wina w Polsce*, Wealth Solutions International Wine & Spirit Research, 16.09.2011.

⁴² *Wyniki inwestowania w wino*, wineadvisors.pl, dostęp 25.04.2014.

skrzynka w przypadku rocznika 2009 ocenionego na 99 punktów w skali Parkera kosztuje 5600 funtów, podczas gdy cena rocznika 2000, ocenionego na 96 punktów, wynosi 9500 funtów⁴³. Wobec tego aktualnie zalecane jest kupno win z roczników 2009 i 2010, które uzyskały wysokie noty przez krytyków.

Aktualnie brakuje możliwości inwestowania pośredniego na rynku wina w Polsce. W 2011 r. został utworzony jedyny do tej pory fundusz oparty na rynku wina – IPOPEMA Fine Wine Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Aktywów Niepublicznych zarządzany przez Wine Advisors. Jednak ze względu na zbyt małe zainteresowanie, fundusz nie zdołał zbudować założonej skali aktywów, co przyczyniło się do podjęcia decyzji o jego likwidacji.

Przedstawione dane potwierdzają, że bezpośrednie inwestycje na rynku wina są interesującą formą alokacji kapitału, która przynosi wysokie stopy zwrotu w długim okresie. Należy jednak brać pod uwagę również wysokie koszty związane z bezpośrednimi inwestycjami, które dotyczą opłat wstępnych (4–6% w zależności od ilości zainwestowanego kapitału), opłat za zarządzanie (2,5% + VAT), jak również kosztów związanych z przechowywaniem i ubezpieczeniem wina, które wynosi 9,90 GBP za skrzynkę⁴⁴. Jednak mimo wymienionych opłat, 5-letnie stopy zwrotu na poziomie 114% są w stanie przewyższyć koszty, jak też przynieść wyższą korzyść netto niż inwestycja na publicznym rynku kapitałowym bądź alokacja kapitału w lokaty bankowe. Ponadto obrót winem inwestycyjnym jest zwolniony od podatku w sytuacji, gdy alokacja kapitału przekracza 6 miesięcy.

Na uwagę zasługuje natomiast problem społecznie odpowiedzialnego inwestowania, który podkreśla, że podejmowane inwestycje powinny brać pod uwagę czynniki etyczne, społeczne, ekologiczne i religijne⁴⁵. Zgodnie z tym nurtem inwestowanie przez przedsiębiorstwo w wino może być odbierane przez opinię publiczną jako nieetyczne i wpływać negatywnie na jego wizerunek.

6. Podsumowanie

Na podstawie zebranych informacji i dokonanej oceny alokacji kapitału na różnych rynkach inwestycji alternatywnych można stwierdzić, iż są to rynki stale rozwijające się i zyskujące na popularności. Na wszystkich analizowanych rynkach, poza rynkiem złota, obserwowane są aktualnie wzrosty, które w długim terminie przewyższają

⁴³ *Rynek wina: prognozy na 2013 rok*, welatholutions.pl, 04.01.2013.

⁴⁴ *Zasady inwestycji w wino*, welatholutions.pl, dostęp 25.04.2014.

⁴⁵ M. Czerwonka, *Inwestowanie społecznie odpowiedzialne*, Difin, Warszawa 2013, s. 21.

wzrost indeksu WIG. Oznacza to, że przedsiębiorstwa, dywersyfikujące portfel inwestycyjny i inwestujące w różne klasy aktywów, mogą osiągnąć ponadprzeciętne wzrosty stóp zwrotu z portfela, a tym samym pozyskać więcej środków na rozwój działalności gospodarczej, co wpływa pozytywnie na ich konkurencyjność na rynku.

Co więcej, polski rynek inwestycji alternatywnych nie jest jeszcze tak rozwinięty, jak podobne rynki w Stanach Zjednoczonych i Europie Zachodniej, co dodatkowo przemawia za prognozami osiągnięcia wzrostów w Polsce. Ze względu na to, że w Polsce inwestycje alternatywne są nadal innowacyjnym sposobem alokacji kapitału, przewiduje się, że w kolejnych latach zainteresowanie nimi wzrośnie tak, jak ma to miejsce w innych, rozwiniętych gospodarkach. Zatem ze względu na konwergencję z tymi rynkami oczekiwane są wyższe od przeciętnych stopy zwrotu na analogicznych rynkach w Polsce.

Ponadto z dokonanej analizy wynika, iż w sytuacji pogorszenia koniunktury gospodarczej i notowania spadków na giełdzie papierów wartościowych inwestycje alternatywne osiągają zyski, co potwierdzają dane historyczne z roku 2008. W ten sposób odpowiednio zdywersyfikowany portfel inwestycyjny zapewnia zmniejszenie strat bądź nawet uzyskanie zysku w czasie recesji, co dodatkowo przemawia za słusnością podejmowania tego typu inwestycji.

Jednakże należy pamiętać, że inwestycje alternatywne najczęściej mają miejsce na rynku kapitałowym, który charakteryzuje się niską płynnością. Oznacza to, że podejmowane inwestycje mają na ogół charakter długoterminowy. Wobec tego spełniają swój cel w przypadku przedsiębiorstw o ugruntowanej pozycji, które są wypłacalne i mają niskie ryzyko bankructwa. W przypadku spółek o niskiej płynności przy inwestowaniu w omówione klasy aktywów istnieje ryzyko konieczności ich upłynnienia w krótkim okresie, co nie gwarantuje wyższych stóp zwrotu niż osiągnięte na rynku pieniężnym.

Na podstawie dokonanej analizy rekomenduje się wstrzymanie z inwestycjami na rynku złota ze względu na notowane spadki w ostatnim roku. Mogą one wynikać z wykreowanej w poprzednich latach bańki spekulacyjnej, hossy na rynku amerykańskich akcji bądź stanowić korektę zapowiadającą dalsze wzrosty. Jednak najprawdopodobniej w długim okresie zostaną odnotowane zyski. Przedsiębiorstwom liczącym na zysk w szybszym niż 10-letnim okresie rekomenduje się wstrzymać z decyzjami inwestycyjnymi do momentu, aż pojawią się wyraźne przesłanki o ponownym trendzie wzrostowym na tym rynku.

Co do rynku nieruchomości przewiduje się, że po zarejestrowanych w ostatnich latach spadkach, ceny na tym rynku wkrótce zaczną rosnąć ze względu na wzrost siły nabywczej. W związku z tym rekomenduje się aktualnie kupno nieruchomości z zamiarem ich odsprzedaży za kilka lat. W szczególności można odnieść zysk

na alokacji kapitału w mieszkania w dużych miastach o dobrej lokalizacji lub nieruchomości komercyjne ze względu na korzystną koniunkturę na tym segmencie rynku.

Dobłą sytuację przejawia polski rynek *private equity / venture capital*, który po chwilowym załamaniu w 2009 r. związanym z bankructwem niektórych spółek portfelowych odbił się i aktualnie prezentuje dynamiczny wzrost. Rynek ten ma duży potencjał ze względu na konwergencję z rynkami zachodnimi, które są zainteresowane inwestycjami w polskie przedsiębiorstwa nienotowane na giełdzie, o czym świadczy wysoki udział inwestorów zagranicznych. Należy jednak pamiętać o kilkuletnim horyzoncie inwestycyjnym obowiązującym na tym rynku.

Wzrostowe są również rynki sztuki i wina, które w ostatnich latach znacząco zyskały na popularności w Polsce. Mimo to ocenia się, że są jeszcze niedoszacowane, tzn. że możemy spodziewać się utrzymania tendencji rosnącej. W przypadku tych klas aktywów rekomenduje się inwestycje bezpośrednie ze względu na możliwość uzyskania wyższych stóp zwrotów niż na istniejących na polskim rynku funduszach. Warto zatrudnić w tym celu specjalistę bądź powierzyć inwestycje specjalistom w ramach *art bankingu*, gdyż inwestycje w sztukę i wino wymagają fachowej wiedzy i oceny. Należy jednak pamiętać, że usługi *art bankingu* są przeznaczone dla inwestorów posiadających majątek powyżej 1 mln PLN. Co więcej, rekomenduje się inwestycje w sztukę nowoczesną szczególnie młodych artystów, którzy w kolejnych latach mają szansę zdobyć popularność, a tym samym zapewnić wyższą stopę zwrotu z inwestycji.

Bibliografia

1. Borowski K., *Rynek złota i monet*, w: *Inwestycje alternatywne*, I. Pruchnicka-Grabias, CeDeWu, Warszawa 2008.
2. Czerwonka M., *Inwestowanie społecznie odpowiedzialne*, Difin, Warszawa 2013.
3. Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.
4. Mikita M., Pełka W., *Rynki inwestycji alternatywnych*, Poltext, Warszawa 2009.
5. Narętkiewicz J., *Globalny kryzys gospodarczy a sytuacja w polskim handlu zagranicznym w 2009 roku*, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 23, red. H. Nakonieczna-Kisiel, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2011.
6. Pruchnicka-Grabias P., *Inwestycje alternatywne*, CeDeWu, Warszawa 2008.
7. Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 23, red. H. Nakonieczna-Kisiel, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2011.

8. Szelałowska A., *Fundusze rynku nieruchomości w Polsce*, w: *Inwestycje alternatywne*, red. I. Pruchnicka-Grabias, CeDeWu, Warszawa 2008.
9. Szelałowska A., *Współczesna bankowość inwestycyjna*, CeDeWu, Warszawa 2009.
10. Tamowicz P., *Venture capital – kapitał na start*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2004.
11. *Tradycyjne i alternatywne inwestycje finansowe w świetle kryzysu finansowego*, red. U. Ziarko-Siwiek, CeDeWu, Warszawa 2012.
12. Wiśniewska M.A., *Inwestowanie w nieruchomości na rynkach międzynarodowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011.
13. Wrzesiński M., *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008.

Źródła internetowe

1. *Analitycy: najczęściej na wynajmie można zarobić w Katowicach*, Wyborcza.biz, http://wyborcza.biz/biznes/1,100969,12889767,Analitycy__najwiecej_na_wynajmie_mieszkan_można_zarobic.html, z dnia 20.11.2012.
2. *Annual Art Investment Report 2013*, Skate's Art Market Research, <http://skatesart.files.wordpress.com/2013/01/skates-annual-report-part-1.pdf>, z dnia 04.01.2013.
3. *Art&Finance 2011*, Deloitte, <http://www.deloitte.com/lu/artandfinance/report2011>, z dnia 26.07.2012.
4. Bazyl M., *Ceny nieruchomości. Raport – lipiec 2007*, Gazeta.pl, <http://gazetadom.pl/nieruchomosci/1,73497,4402179.html>, z dnia 20.08.2007.
5. *Central and Eastern Europe Statistics 2012*, EVCA, <http://www.evca.eu/publications/PBCEE12.pdf>, August 2013.
6. Chojnacki R., Kołodziejczyk T., Terefenko M., *Deficyt mieszkaniowy w Polsce*, Red-Net Consulting, <http://rednetconsulting.pl/aktualnosci,tresc,id,3562,tytul,deficyt-mieszkaniowy-w-polsce>, z dnia 12.03.2013.
7. Dzierżek A., *Rynek mieszkaniowy w Polsce – prognozy na lata 2012 – ss2022*, forsal.pl, http://forsal.pl/artykuly/661744,rynek_mieszkaniowy_w_polsce_prognozy_na_lata_2012_2022.html, z dnia 16.11.2012.
8. *Fundusze nieruchomości w Polsce*, CEE Property Group, <http://cee.ceeci.website.pl/userfiles/Fundusze%20nieruchomosci%20w%20Polsce.pdf>, z dnia 01.09.2011.
9. *Global Real Estate Transparency Index*, Jones Lang Lasalle, <http://www.joneslanglasalle.com/GRETI/en-gb/Pages/Global-Transparency-Index-Rankings.aspx>
10. Górak K., *Anioły biznesu w Polsce i na świecie*, ConsulTriX, ksu.parp.gov.pl/res/pl/pk/.../01_01_anio_y_biznesu_aktualne.doc, z dnia 11.05.2011.

11. *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce – III kwartał 2012*, NBP, z dnia 05.07.2012.
12. *Inwestycje w sztukę współczesną to szczepionka dla portfela inwestorów*, gielda.onet.pl, z dnia 16.06.2011.
13. Konalny K., *Czy fundusze straciły wiarę w złoto*, bankier.pl, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Czy-fundusze-stracily-wiare-w-zloto-2767882.html>, z dnia 25.02.2013.
14. Konalny K., *Goldman Sachs: To koniec hossy na złocie*, bankier.pl, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Goldman-Sachs-to-koniec-hossy-na-zlocie-2768598.html>, z dnia 26.02.2013.
15. Kozak J., *Sprzedż sztuki na aukcjach rośnie o 25%*, inwestycje.pl, <http://inwestycje.pl/sztuka/Sprzedaz-sztuki-na-aukcjach-rosnie-o-25-;189711;0.html>, z dnia 16.01.2013.
16. *Polski rynek aukcyjny. Raport z pierwszego półrocza 2012r.*, Abbey House, http://www.abbeyhouse.pl/uploads/RAPORT_2012H1.pdf, z dnia 14.06.2012.
17. *Polski rynek nieruchomości nabiera tempa*, Cushman & Wakefield, <http://www.cushmanwakefield.pl/pl-pl/news/2014/03/the-polish-commercial-real-estate-market-is-gaining-momentum/>, z dnia 11.03.2014.
18. *Polski rynek nieruchomości w 2012 roku – ocena bieżącej sytuacji oraz perspektyw na przyszłość*, PAP, http://inwestor.msp.gov.pl/portal/si/338/22570/Polski_rynek_nieruchomosci_w_2012_roku__ocena_biezacej_sytuacji_oraz_perspektyw_.html, z dnia 10.08.2012.
19. *Raport Ernst & Young: wciąż warto inwestować w nieruchomości*, <http://ey.media.pl/pr/204339/raport-ernst-young-wciaz-warto-inwestowac-w-nieruchomosci>, z dnia 21.02.2012.
20. Raport Wealth Solutions, *Złoto: bezpieczna przystań czy miraż?*, http://wealth.pl/gfx/wealth/files/raport_zloto.pdf, z dnia 26.11.2011.
21. *Rynek dóbr luksusowych w Polsce*, KPMG, Edycja 2013, <http://www.kpmg.com/PL/pl/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/2013/Raport-KPMG-Rynek-dobr-luksusowych-Edycja-2013.pdf>, z dnia 07.12.2013.
22. *Rynek Private Equity/Venture Capital w Polsce w 2011 roku*, PSIK, <http://www.psi.org.pl/dane/items/rynek-private-equity-venture-capital-w-polsce-w-2011-roku.html>, z dnia 14.05.2011.
23. *Rynek sztuki jest niedoszacowany o 30–40 proc.*, stockwatch.pl, <http://www.stockwatch.pl/artykuly/post/2011/12/11/Abbey-House-Rynek-sztuki-je-st-niedoszacowany-o-30-40-proc.aspx>, z dnia 11.12.2011.
24. *Rynek wina w Polsce*, Wealth Solutions i International Wine & Spirit Research, http://wealth.pl/gfx/wealth/files/raport_rynek_wina_w_polsce.pdf, z dnia 16.09.2011.

25. *Rynek wina wzrasta w Polsce*, Forbes.pl, <http://www.forbes.pl/polacy-kupuja-coraz-wiecej-wina,artykuly,166312,1,1.html>, z dnia 13.11.2013.
26. *Rynek wina: prognozy na 2013 rok*, welatholutions.pl, <http://wealth.pl/serwis-informacyjny/id/495>, z dnia 04.01.2011.
27. *Trudne negocjacje winnych futures*, parkiet.com, <http://www.parkiet.com/artykul/796714.html>, z dnia 31.03.2009.
28. Waszczyk B., *Fundusze nieruchomości notowane z dużym dyskontem*, giełda-inwestora.pl, <http://giełda-inwestora.pl/finanse-osobiste/fundusze-finanse-osobiste/fundusze-nieruchomosci-notowane-z-duzym-dyskontem>, z dnia 24.08.2012.
29. www.agraart.pl
30. www.analizy.pl
31. www.artemundiglobalfund.com
32. www.dws-investmen.com
33. www.fundi.pl
34. www.investors.pl
35. www.liv-ex.com
36. www.mennica-skarbowa.pl
37. www.money.pl
38. www.opera.pl
39. www.rynek.bizzone.pl
40. www.stooq.pl
41. www.superfund.pl
42. *Wyniki inwestowania w wino*, wineadvisors.pl, <http://www.wineadvisors.pl/rynek-wina/wyniki-inwestowania-w-wino>
43. *Yearbook 2012 Europe & Poland*, PSIK, <http://www.psik.org.pl/dane/items/rynek-private-equity-venture-capital-w-polsce-w-2011-roku.html>, z dnia 14.05.2011.
44. Zabłocka S., *Efekt Sasnala*, rynekisztuka.pl, <http://rynekisztuka.pl/2012/07/30/efekt-sasnala>, z dnia 30.07.2012.
45. *Zasady inwestycji w wino*, wealthsolutions.pl, <http://wealth.pl/inwestycje-alternatywne/inwestycja-w-wino/zasady-inwestycji>
46. *Złoto rekordowo ryzykowną inwestycją*, biznes.pl, <http://m.onet.pl/biznes,j0jrh>, z dnia 9.10.2012.

Evaluation of Selected Forms of Alternative Investment Exemplified by the Polish Market

Summary

The article presents selected forms of alternative investment on the markets of private equity, real property, gold and emotional investments. The study analyses and evaluates the allocation of capital on the Polish market of alternative investments in the last ten years. It includes an *ex post* analysis of investment effectiveness in comparison with the WSE indices and 10-year-treasury bonds, focusing not only on the achieved rates of return but also on costs connected with charges of all kinds. The article is aimed at the presentation of alternative investment as a possibility of investment portfolio diversification, in particular in the period of a deteriorating economic situation. It also indicates growing tendencies on the Polish market, primarily due to the convergence with the West European markets.

Keywords: alternative investment, gold, real property, art, wine

Łukasz Sawicki

Kolegium Zarządzania i Finansów

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Ekonomiczna analiza rynku sztuki najnowszej w roku 2014

Streszczenie

Niniejszy artykuł jest poświęcony ekonomicznej analizie jednego z segmentów rynku sztuki – sztuki powojennej i najnowszej. Jest to najmłodszy, najbardziej eklektyczny i niesformalizowany segment sztuki, tworzony głównie przez czynnych zawodowo artystów. Pomimo światowego kryzysu finansowego z lat 2007–2009, narastających problemów ekonomicznych w strefie euro, Chinach, Rosji i Brazylii segment ten zanotował prawie 70-procentową stopę wzrostu w okresie 2004–2014, osiągając w 2014 r. rekordową wartość ponad 1,5 mld EUR obrotu (wzrost o 1078% w stosunku do wartości z 2004 r.)¹. Mimo tak szybkiego rozwoju rynek ten jest stosunkowo wąsko reprezentowany w literaturze ekonomicznej. Niniejszy artykuł przedstawia jego ekonomiczną analizę, historię wzrostu, przyczyny tak agresywnej aprecjacji cen oraz wskazuje na pewne nieefektywności ekonomiczne, które na nim występują.

Słowa kluczowe: rynek dzieł sztuki, inwestycje alternatywne, dobra unikatowe, efektywność rynku inwestycyjnego

¹ Artprice, *Contemporary Art Market 2014*, 2014, s. 13.

1. Wprowadzenie

Rynek sztuki najnowszej w międzynarodowej literaturze zdefiniowany jest jako *post-war & contemporary*². Jest to jeden z segmentów rynku dzieł sztuki i obejmuje dzieła sztuki powstałe w okresie następującym po II wojnie światowej i trwającym do dzisiaj. Wywołany przez kryzys finansowy 2008 r. ogólnoswiatowy klimat niskich stóp procentowych sprawił, że kapitał spekulacyjny masowo napłynął na rynek dzieł sztuki. Tradycyjnie nowy kapitał poszukiwał na rynku dzieł sztuki twórców z przeszłości, już uznanych przez kolejne pokolenia za wartościowe. Jednak w związku z popytem zgłaszanym przez nowych kolekcjonerów, daleko przekraczającym dostępną podaż dzieł Dawnych Mistrzów, uwaga nowych uczestników rynku skoncentrowała się na segmencie sztuki najnowszej (o ciągle niezamkniętej podaży, gdyż wielu artystów z tego segmentu nadal tworzy). Napływ kapitału wywołał potężny i bezprecedensowy wzrost obrotów i cen. Poniższy artykuł analizuje przyczyny aprecjacji cenowej tego segmentu rynku dzieł sztuki oraz jego sytuację w roku 2014³. Jego drugim celem jest wskazanie kilku nieefektywności ekonomicznych, które cechują ten niesformalizowany i nieuregulowany rynek.

2. Sztuka najnowsza a sztuka dawna

Rynek dzieł sztuki zarówno w literaturze przedmiotu, jak i w świadomości kolekcjonerów dzieli się na wiele segmentów. Każdy z nich charakteryzuje się odmienną strukturą podaży, popytu, ich elastyczności, korelacji z innymi rynkami itp. Dlatego bardzo istotne jest, aby prawidłowo zdefiniować wykorzystywane pojęcia oraz granice czasowe pomiędzy nimi. W niniejszym artykule analizowane będą dwa segmenty rynku dzieł sztuki, tzw. segment Dawnych Mistrzów (*Old Masters*) oraz segment sztuki powojennej i najnowszej⁴. Segment Dawnych Mistrzów zawiera dzieła artystów

² J. Goodwin, *The International Art Markets: The essential guide for collectors and investors*, Kogan Page, London 2008, s. 23. W dalszej części pracy występować będzie polskie tłumaczenie: segment sztuki powojennej i najnowszej.

³ Należy podkreślić, że ze względu na brak wiarygodnych danych statystycznych dotyczących krajowego rynku sztuki najnowszej poniższy artykuł dotyczy sytuacji na zachodnich rynkach dzieł sztuki.

⁴ Podział ten jest szeroko wykorzystywany na rynku dzieł sztuki, jednak od strony historii sztuki granica nie jest już tak oczywista. Np. Nathalie Heinich dzieli sztukę na następujące kategorie: sztuka klasyczna, sztuka modernistyczna, sztuka współczesna. Żyjący obecnie artyści, którzy wykorzystują tradycyjne kanony, to artyści klasyczni. Twórcy zrywający z kanonami sztuki klasycznej, ale wykorzystujący klasyczne materiały i techniki, to moderniści. Z kolei sztuka współczesna zrywa ze wszystkimi

urodzonych pomiędzy rokiem 1250 a 1820⁵, a segment sztuki powojennej i najnowszej zawiera dzieła artystów urodzonych po roku 1910 (pomiędzy latami 1820 a 1910 wyróżnia się m.in. okresy realizmu, impresjonizmu i postimpresjonizmu, jednak nie są one przedmiotem analizy w niniejszym artykule). Oba te segmenty znacząco różnią się profilem uczestnika rynku. Segment Dawnych Mistrzów jest zdominowany przez bardziej tradycyjnych kolekcjonerów, częściej są to kolekcje dziedziczone, wielopokoleniowe. Fakt ten jest widoczny, gdy porównamy średnią wieku uczestników największych na świecie targów sztuki dawnej TEFAF w Holandii, w Maastricht oraz średnią wieku uczestników najbardziej istotnych targów sztuki współczesnej w Bazylei, w Szwajcarii⁶. Kolekcjonerzy sztuki współczesnej często są pierwszym pokoleniem, które osiągnęło wystarczający poziom zamożności, aby zainteresować się kolekcjonerstwem⁷. Ich celem jest szybkie zbudowanie kolekcji, a dostępność dzieł sztuki najnowszej jest o wiele wyższa niż sztuki dawnej. Nowi kolekcjonerzy potrzebują nadal żyjących i aktywnych artystów, aby móc poszerzać swój zbiór i prezentować nowo pozyskiwane do swojej kolekcji dzieła podczas kolejnych targów czy biennale. Tymczasem podaż wtórna w segmencie Dawnych Mistrzów jest bardzo niska, głównie ze względu na upływ czasu, który doprowadził do zniszczenia bądź utraty wielu obiektów, oraz akumulację dzieł w publicznych kolekcjach muzealnych. Najważniejsze dzieła sztuki najnowszej ciągle znajdują się w rękach prywatnych, nadal mogą więc pojawić się na rynku wtórnym. Tymczasem stworzenie obecnie kolekcji dzieł sztuki dawnej (np. mistrzów renesansu) o wyjątkowym, muzealnym poziomie jest praktycznie niewykonalne ze względu na znikomą podaż obiektów.

Kolejnym czynnikiem różniącym oba segmenty jest poziom koncentracji kapitału na jednym artyście. Kolekcjonerzy sztuki najnowszej silniej reagują na modę i trendy rynkowe⁸. O wiele częściej występuje zjawisko tzw. owczego pędu, który (podobnie jak na rynku akcji) wywołuje koncentrację popytu wokół znanych artystów. Zjawisko to jest dodatkowo wzmocnione przez globalizację i Internet – informacje o kolejnych rekordach aukcyjnych trafiają do coraz szerszego grona osób na całym świecie, przez

wcześniejszymi konwencjami (za: K. Zalańska, *Sztuka i rynek*, „MOCAR Forum” 2013, no. 6, s. 11). Wiele alternatywnych podziałów występuje w literaturze przedmiotu z historii sztuki, jednak praktycy rynku dzieł sztuki przeważnie wykorzystują segmenty: Dawni Mistrzowie, sztuka XIX wieku, sztuka modernizmu, sztuka powojenna oraz sztuka najnowsza.

⁵ C. McAndrew, *The TEFAF Art Market Report 2014 – The Global Art Market with a focus on the US and China*, TEFAF, Helvoirt 2014, s. 35.

⁶ Wynika to z doświadczenia i obserwacji autora. Niestety brak jest w literaturze przedmiotu danych statystycznych na ten temat.

⁷ G. Adam, *It's hammer time!*, „Financial Times”, 7–8.06.2014.

⁸ G. Adam, *The art market: Buoyant Basel contrasts with Russian reluctance*, „Financial Times”, 13.06.2009.

co silniej działa tzw. heurystyka reprezentatywności⁹. W sytuacji wyboru dzieła do nowo powstającej kolekcji podmiot decyzyjny działający na niepełnym zbiorze informacji wybierze dzieło, o którym może przywołać jakiś fakt z przeszłości. Skutkiem powyższego jest to, że w 2012 r. 20 artystów odpowiadało za 77% wolumenu sprzedaży na aukcjach sztuki powojennej i najnowszej¹⁰. Według szacunków z 2013 r. jedynie 8% dzieł sztuki wystawionych na aukcjach dzieł sztuki na świecie odpowiadało za 82% całości obrotu¹¹. Jest to największa koncentracja wokół określonych artystów we wszystkich segmentach rynku dzieł sztuki. Clare McAndrew ocenia, że w 2013 r. czołowi kolekcjonerzy na świecie poszukiwali głównie dzieł 50–100 artystów. W tabeli 1 pokazano wartość transakcji dokonanych na dziełach 10 najpopularniejszych artystów w roku 2013. Należy podkreślić, iż 8 na 10 artystów należało do segmentu sztuki modernistycznej, powojennej i najnowszej, a 6 na 10 do segmentu sztuki powojennej i najnowszej.

Tabela 1. Wartość obiektów najpopularniejszych artystów sprzedawanych na rynku wtórnym w 2013 r.

Imię i nazwisko	Wartość obiektów sprzedanych na rynku wtórnym w 2013 roku (mln USD)
Andy Warhol	367
Pablo Picasso	361
Zhang Daqian	291,6
Jean-Michel Basquiat	250
Qi Baishi	230
Francis Bacon	195,7
Gerhard Richter	165,8
Roy Lichtenstein	140,5
Zao Wou-Ki	139,5
Claude Monet	137,6
Suma	2278,7
	Jest to 5,09% całej szacowanej wartości globalnego rynku dzieł sztuki w roku 2013. Globalnego, czyli obejmującego zarówno aukcje (rynek wtórny), jak i sprzedaż galerijną (rynek pierwotny)

Źródło: opracowanie własne na podstawie Artprice, *The Art Market in 2013*, 2013.

⁹ Szeroko o tym zagadnieniu m.in. w: V.A. Ginsburgh, D. Throsby, *Handbook of the economics of art and culture*, North Holland, Amsterdam 2006, rozdział 25: Stardom And Talent, s. 895.

¹⁰ Deloitte & ArtTactic, *Art & Finance report 2013*, 2013, s. 12.

¹¹ M. Maneker, *There's Not a Lot of Room at the Top of the Art Market*, www.artmarketmonitor.com, 18.03.2014, dostęp 15.12.2014.

Powyższa koncentracja jest bardzo silna, zwłaszcza biorąc pod uwagę setki tysięcy nazwisk występujących w historii sztuki. Segment Dawnych Mistrzów nie koncentruje się tak wokół określonych artystów, gdyż ich podaż wtórna jest zbyt ograniczona.

3. Historia wzrostu. Globalny rynek sztuki od lat 80. XX wieku

Do początku lat 90. XX w. kolekcjonerzy poszukiwali głównie dzieł francuskich impresjonistów. Duży popyt zgłoszony przez nowych kolekcjonerów z Japonii doprowadził do hossy na rynku dzieł sztuki. Przykładowo w 1987 r. sprzedano *Słoneczniki* Van Gogha za 36,2 mln USD firmie Yasuda Fire and Marine Insurance, w 1988 r. za 38,1 mln USD Mitsukoshi Department Store nabył obraz Picassa *Akrobat i młody harlekin*, zaś w 1989 r. Nippon Autopolis za 51,7 mln USD kupił *Les noces de pierrette* Picassa. W 1990 r. japoński magnat przemysłowy Ryoei Saito kupił *Portret Dr Gachet* pędzla Van Gogha oraz *Au moulin galette* Renoira (wylicytowane kwoty łącznie z prowizją domu aukcyjnego to odpowiednio 82,5 mln USD oraz 71 mln USD)¹². W ujęciu realnym ciągle są to jedne z najwyższych kwot wydanych na zakup dzieł sztuki w historii tego rynku. Przekłucie bańki spekulacyjnej na japońskim rynku nieruchomości wywołało kryzys w Japonii, który doprowadził do wycofania się japońskich kolekcjonerów z rynku dzieł sztuki. Spowodowało to wieloletni zastój na rynku. Odbicie nastąpiło na przełomie wieków XX i XXI, przy czym głównym motorem wzrostu stał się dotychczas marginalny segment: sztuka powojenna i najnowsza. Pomiędzy latami 2002 a 2008 ceny segmentu sztuki najnowszej rosły średnio o 85% rocznie¹³, a w okresie pomiędzy latami 2004 a 2012 wartość segmentu sztuki najnowszej wzrosła o 564%¹⁴. Zbliżone dane podaje dr Clare McAndrew (rysunek 1). Kryzys finansowy, który uderzył w rynki kapitałowe w latach 2008 i 2009 spowodował też spadek obrotów na rynku dzieł sztuki (wartość transakcji dokonanych na całym rynku dzieł sztuki w 2009 r. spadła do 28,3 mld EUR)¹⁵. Jednak już w trakcie kolejnych 12 miesięcy cały rynek wrócił do trendu wzrostowego, generując obroty za

¹² Wyniki aukcyjne za: C. McAndrew, *Fine Art and High Finance*, Bloomberg Press, New York 2010, s. 28.

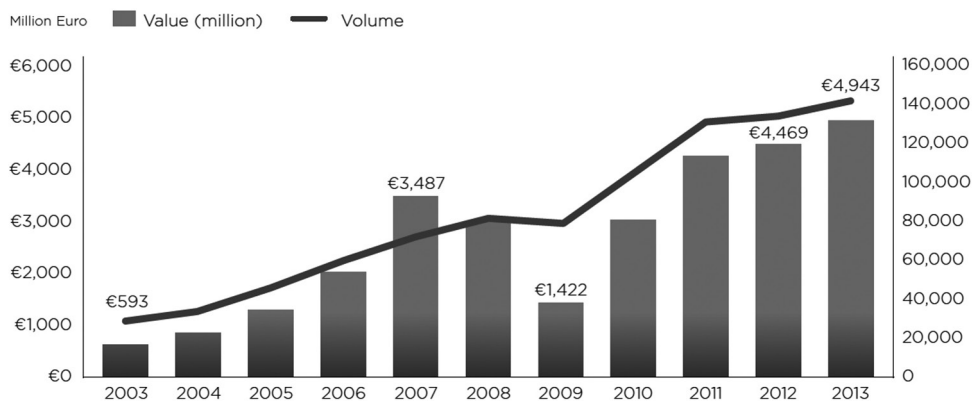
¹³ Artprice, *Contemporary Art Market 2008/2009*, 2009, s. 86.

¹⁴ G. Adam, *Big Bucks: The Explosion of the Art Market in the 21st Century*, Lund Humphries, Surrey UK 2014, s. 6.

¹⁵ C. McAndrew, *The TEFAF...*, op.cit., s. 20.

rok 2010 o wartości 43 mld EUR¹⁶. Wartość globalnego rynku dzieł sztuki wyniosła w 2013 r. już 47,4 mld EUR, co jest liczbą bardzo zbliżoną do 48,1 mld EUR, które rynek osiągnął w uznawanym za szczytowy punkt hossy roku 2007¹⁷. Oznacza to, że z wyjątkiem krótkiej korekty w roku 2009, rynek sztuki znajduje się w stałym trendzie wzrostowym¹⁸ (rysunek 1).

Rysunek 1. Wartość segmentu sztuki powojennej oraz liczba obiektów z tego segmentu sprzedanych na aukcjach w latach 2003–2013



Źródło: C. McAndrew, *Materiały naukowe z targów*, TEFAF 2014.

Sztuka najnowsza zdominowała rynek dzieł sztuki w okresie zaledwie 10 lat. Firma analityczna Artprice podaje, że w 2013 r. dzieła żyjących artystów odpowiadały już za 20% wartości obiektów sprzedanych na aukcjach (w 2003 r. było to 8%)¹⁹. W połączeniu ze sztuką powojenną cały segment odpowiada za 49% obecnego globalnego rynku aukcyjnego²⁰. Sztuka najnowsza, o nieograniczonej podaży (artyści żyją i ciągle tworzą), o nieugruntowanej pozycji rynkowej i nieznanym długoterminowej waluacji osiąga obecnie o wiele wyższe ceny niż obiekty z segmentu Dawnych Mistrzów, o uznanej historycznie randze i o ograniczonej podaży²¹. Najdrożej sprzedane prace

¹⁶ Ibidem, s. 20.

¹⁷ J. Eley, *Profitable passions, from arts to wine*, „Financial Times”, 24.10.2014. Wartość obrotów całego rynku dzieł sztuki w 2014 r. nie była jeszcze znana w momencie powstawania niniejszego artykułu.

¹⁸ Knight Frank, *Slaying The Competition?, Luxury Investment Index 2014*, London 2014, s. 2.

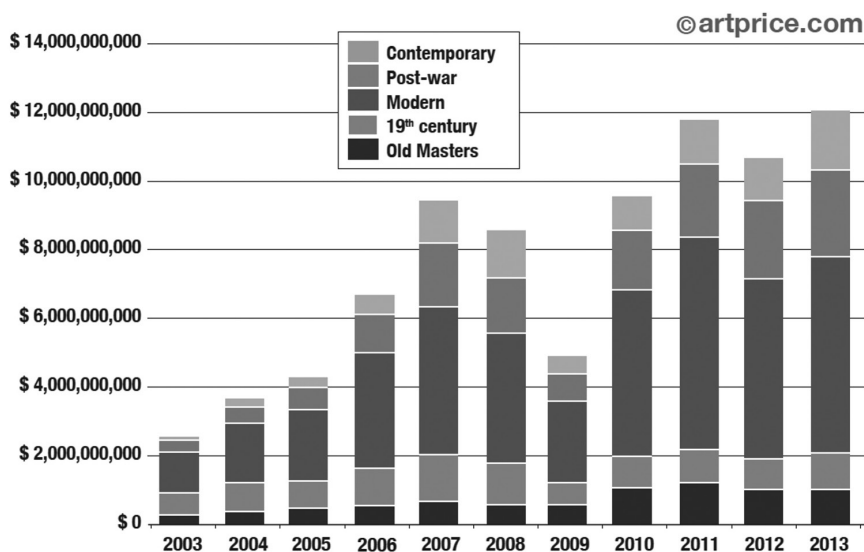
¹⁹ Artprice, *The Art Market in 2013*, 2013, s. 31.

²⁰ J. Aglionby, J. Pickford, *Christie's sets \$853 m art auction record*, „Financial Times”, 13.11.2014.

²¹ M. Wolff, *Why really rich men try to take over the art world*, „The Guardian”, 7.10.2013.

żyjących artystów, np. Jeff Koons – *Balloon Dog (Orange)* – 58,4 mln USD²² w 2013 r. w Christie’s lub Gerhard Richter – *Domplatz Mailand* – 37 mln USD w 2013 r. w Sotheby’s²³ pozostają poza zasięgiem cenowym najbardziej uznanych twórców segmentu Dawnych Mistrzów. Rekordowa sprzedaż rysunku Rafaela Santi (*Głowa młodego Apostoła*, 1519–1520) w 2013 r. w Sotheby’s uzyskała cenę 47,8 mln USD, a należy przypomnieć, że tego typu obiekty pojawiają się na rynku zaledwie kilka razy w okresie 100 lat²⁴. Zmianę obrotów na poszczególnych segmentach rynku w okresie 2003–2013 przedstawiono na rysunku 2.

Rysunek 2. Wartość wolumenu sprzedanych dzieł sztuki z segmentów: Dawnych Mistrzów, sztuki XIX wieku, sztuki modernizmu, sztuki powojennej oraz sztuki najnowszej



Źródło: Artprice, *The Art Market in 2013*, s. 15.

²² Podkreślenia wymaga fakt, że pierwsza transakcja na *Balloon Dog* Koonsa na galeryjnym rynku pierwotnym została zawarta pod koniec lat 90. za cenę 1 mln USD. Czyli w przeciągu kilkunastu lat rzeźba zyskała na wartości około 5800%. Za: J.T.D. Neil, *What is art? Nothing more than an asset, really. And what's wrong with that?*, „Art Review”, grudzień 2013, s. 43.

²³ sothebys.com, christies.com, dostęp 18.12.2014.

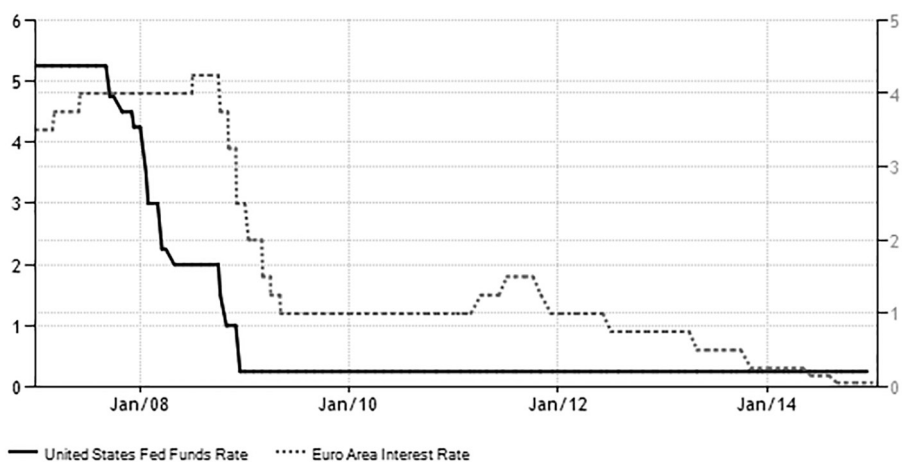
²⁴ sothebys.com, dostęp 18.12.2014.

4. Przyczyny hossy na rynku sztuki najnowszej

Główne przyczyny, które doprowadziły do tak masowego napływu kapitału na segment sztuki najnowszej, to ogólnoświatowy klimat niskich stóp procentowych oraz szybki wzrost liczby zamożnych osób o tzw. profilu HNWI i UHNWI²⁵.

Pierwsze zjawisko pokazano na rysunku 3. W sytuacji spadających stóp procentowych kapitał spekulacyjny poszukuje alternatywnych źródeł uzyskania akceptowalnej stopy zwrotu. Dlatego ceny dóbr unikatowych (w tym dzieł sztuki, samochodów kolekcjonerskich, numizmatów, obiektów filatelistycznych itp.) wzrosły o 44% w okresie 2009–2014²⁶.

Rysunek 3. Referencyjne stopy procentowe FED oraz ECB w okresie styczeń 2007 – styczeń 2015.



Źródło: opracowanie własne przy użyciu narzędzia Trading Economics, www.tradingeconomics.com

²⁵ *Risk and Uncertainty in the Art World*, red. A.M. Dempster, Bloomsbury Publishing, London 2014, s. 83.

²⁶ Knight Frank, *Luxury Investment Index*, za: www.knightfrank.co.uk, dostęp 12.12.2014. Dobra unikatowe to dobra o ekstremalnie wysokiej heterogeniczności. Pojęcie „dobra unikatowego” wprowadził do literatury ekonomicznej francuski socjolog i ekonomista Lucien Karpik. Więcej w: L. Karpik, *L'économie des singularités*, Nrf – Gallimard, Paris 2007.

Drugim czynnikiem była wzrastająca liczba osób o profilu UHNWI²⁷ z Chin, Rosji, Brazylii, Meksyku, Indii i krajów Zatoki Perskiej, które postanowiły przeznaczyć część posiadanych aktywów na inwestycje alternatywne (w tym na zakup dzieł sztuki). Wywołało to rosnącą presję po stronie popytowej²⁸. W 2013 r. 1682 osoby posiadały aktywa w wysokości co najmniej 1 mld USD (według grupy badawczej Wealth-X w 2013 r. było na świecie 2170 takich osób, zaś w 2014 r. – 2325)²⁹. Popyt zgłaszany w ostatnich latach przez ciągle rosnącą klasę UHNWI daleko wyprzedza dostępną podaż, co wpływa na ciągły wzrost cen. Dzieła sztuki stały się jedną z dróg, którą najbogatsi ludzie na świecie poszukują społecznej akceptacji dla posiadanej fortuny (jako przykład mogą posłużyć Bernard Arnault oraz François-Henri Pinault, dwaj najbogatsi Francuzi, którzy od lat współzawodniczą o najlepszą formę publicznego udostępnienia posiadanej kolekcji w formie prywatnego muzeum)³⁰. Efektem powyższego jest sytuacja, w której najbogatsi walczą między sobą o stosunkowo niewielki zbiór dzieł najbardziej prestiżowych artystów sztuki najnowszej, powodując przy tym powstawanie silnej hossy na rynku.

5. Rekordy aukcyjne roku 2014

Głównym wydarzeniem roku 2014 na rynku dzieł sztuki była rekordowa pod względem wolumenu sprzedaży aukcja dzieł sztuki powojennej i najnowszej. Aukcja odbyła się 12.11.2014 w Nowym Jorku w domu aukcyjnym Christie's. Podczas jednego wieczoru właściciela zmieniły dzieła sztuki o wartości 852,9 mln USD³¹. Była to największa aukcja w zarejestrowanej historii rynku dzieł sztuki. Zaledwie kilka dni wcześniej, 4.11.2014, konkurencyjny dom aukcyjny Sotheby's ustanowił własny

²⁷ UHNWI – *Ultra High Net Worth Individual* – osoba, która posiada majątek płynny większy niż 30 mln USD. Za: *2013 World Wealth Report*, Capgemini, s. 6.

²⁸ Tendencja ta prawdopodobnie utrzyma się. Firma doradcza Knight Frank szacuje, że w okresie 2013–2023 liczba osób o profilu UHNWI wzrośnie o 28%, a osób o majątku min. 1 mld USD o 38%. Za: Knight Frank, *The Wealth Report 2014*, s. 17. Należy podkreślić, że rynek dzieł sztuki nie został jeszcze dostrzeżony przez coraz znacniejszą grupę UHNWI z krajów Afryki. Więcej o napływie na rynek dzieł sztuki osób o profilu UHNWI z rynków rozwijających się także w: *Fairly popular*, „The Economist”, 18.01.2014.

²⁹ *The Wealth-X and UBS Billionaire Census 2014*, wersja elektroniczna, www.wealthx.com, dostęp 14.12.2014.

³⁰ Prywatne muzea otwarte przez Pinault to Punta della Dogana oraz Palazzo Grassi w Wenecji. Arnault zainaugurował na początku grudnia 2013 r. własne muzeum w formie *Fondation Louis Vuitton* w Bois de Boulogne w Paryżu. Za: *Fondation Louis Vuitton: un nouveau temple de l'art à Paris*, „Le Parisien”, 19.12.2013.

³¹ www.christies.com, poprzedni rekord również należał do Christie's – 691 mln USD, listopad 2013.

rekord sprzedaży podczas jednej aukcji – 422 mln USD³². Oznacza to, że podczas jedynie tych dwóch aukcji zrealizowano ponad 2,2% całego obrotu światowego rynku dzieł sztuki³³. Zważywszy że rynek aukcyjny stanowi jedynie około połowy światowego rynku dzieł sztuki (na którym występują również galerie prywatne)³⁴ oraz że na świecie odbywają się setki tysięcy aukcji rocznie, liczba ta pokazuje nieprawdopodobnie silną koncentrację kapitału wokół dwóch głównych domów aukcyjnych – Sotheby's i Christie's. Niektóre dane podają, że może być to nawet 25% globalnego rynku dzieł sztuki³⁵. Jest to też oznaka malejącego znaczenia europejskich domów aukcyjnych³⁶.

Podczas aukcji w domu aukcyjnym Christie's padło 11 światowych rekordów ceny (m.in. na dzieła Eda Ruscha czy Cy Twombly'ego). Najdrożej sprzedanym obiektem był obraz Andy'ego Warhola z 1963 r., tzw. Potrójny Elvis (*Triple Elvis*), sprzedany za kwotę 81 925 000 USD³⁷. Jednak najwięcej kontrowersji wśród analityków rynku wzbudziły rekordy cenowe dzieł sztuki najnowszej³⁸. Za przykład może posłużyć instalacja Roberta Gobera – Trzy Pisuary (1988)³⁹, która znalazła nabywcę za kwotę 3,52 mln USD.

Praca opisana w katalogu jako „wytworzona z najskromniejszych materiałów (...) w przeciwieństwie do swoich porcelanowych odpowiedników z rzeczywistego świata” oraz jako „rękodzieło, precyzyjnie skonstruowane w duchu ludzkich wartości i wzmacniające poszukiwania znaczenia w formie” przebiła swoją dolną estymację w katalogu (3 500 000–4 500 000 USD)⁴⁰. Podkreślenia wymaga fakt, że za cenę, jaką uzyskało dzieło mało znanego artysty, można nabyć prace Rubensa, Moneta czy Botticelliego⁴¹.

³² R. Prince, *Sotheby's of New York: the biggest sales*, „The Telegraph”, 6.11.2014.

³³ Obliczenia autora.

³⁴ Drugie 50% stanowi rynek galeryjny. Za: R. Corbett, *Art Market Watch: How Big Is The Global Art Market?*, www.artnet.com, dostęp 8.12.2014. Wartość podziału 50/50 pomiędzy rynkiem aukcyjnym a galeryjnym została również podana w: S. Skaterschikov, *Skate's Art Investment Handbook: The Comprehensive Guide to Investing in the Global Art and Art Services Market*, McGraw-Hill, USA 2010, s. 3.

³⁵ M. Odell, D. Robinson, *Christie's posts record profits as first-half revenues hit £2.7bn*, „Financial Times”, 16.06.2014.

³⁶ J. Pickford, *Britain's status in international art market under threat*, „Financial Times”, 3.11.2014.

³⁷ Wyniki aukcyjne z: www.chrities.com, dostęp 19.12.2014.

³⁸ J. Aglionby, J. Pickford, *Christie's sets...*, op.cit.

³⁹ Należy podkreślić fakt, że Duchamp stworzył „Fontannę” (czyli również pisuar) już w roku 1917.

⁴⁰ Katalog aukcyjny, Christie's, 2014. Tłumaczenie autora.

⁴¹ *Botticelli drawing sells for a record £1.3 m*, www.bbc.com, 10.06.2014, dostęp 17.12.2014.

Rysunek 4. Robert Gober, *Trzy Pisuary* (1988)

Źródło: Christie's®

6. Nieefektywności rynkowe – heurystyka zakotwiczenia, gwarancje aukcyjne

Z perspektywy ekonomii behawioralnej wynik uzyskany za pracę Gobera stał się „kotwicą” dla kolejnych dzieł artysty. Beggs i Graddy wykazali, że licytujący silnie „zakotwiczą się” na estymacji przedaukcyjnej lub na poprzednim wyniku aukcyjnym. Przykładowo powstanie 10-procentowej różnicy między ceną poprzedniej transakcji a ceną wyznaczoną *a priori* (np. wynikającą z odpowiedniego modelu hedonicznego), wywoła wzrost ceny kolejnej transakcji o wartość 6,2–8,5%, gdy nabywcy „zakotwiczą się” na wyższym poziomie cen⁴². Można przyjąć, że zjawisko to stało się ekstremalnie silne na rynku sztuki najnowszej. Mając do czynienia z artystami żyjącymi, o ciągle zmiennej waluacji, kolekcjoner będzie poszukiwał prac analogicznych do analizowanej. Widząc wynik aukcyjny, uzna go za punkt referencyjny dla analizowanego obiektu.

Drugim przykładem nieefektywności rynkowej jest możliwość wpływania na wyniki aukcyjne za pomocą gwarancji aukcyjnych. Gwarant ustala ze zbywcą pewną kwotę przed aukcją. Jeżeli obiekt zostanie wylicytowany za kwotę wyższą, gwarant osiąga zysk. Aby móc wywołać psychologiczną, szybką licytację w górę danego obiektu, gwarant jest uprawniony do udziału w licytacji. Jeżeli obiekt nie znajdzie nabywcy przy danym postąpieniu (kwocie wywoływanej przez licytatora),

⁴² A. Beggs, K. Graddy, *Anchoring Effects: Evidence from Art Auctions*, „The American Economic Review” 2009, vol. 99, no. 3, s. 1036.

obiekt zostanie zakupiony przez gwaranta. Jednak wstępna umowa pomiędzy zbywcą a gwarantem daje mu w takiej sytuacji możliwość wycofania się z transakcji po opłaceniu pewnej prowizji. Prawie połowa z obiektów na rekordowej aukcji Christie's była objęta systemem gwarancyjnym⁴³. Na rynku finansowym tego typu działania spowodowałyby reakcję regulatora. Na rynku sztuki najnowszej zjawisko ceny gwarantowanej jest powszechną praktyką⁴⁴.

Powyższe nieefektywności rynkowe wzbudziły ostatnio zainteresowanie ekonomistów i regulatorów. Podczas Światowego Forum Ekonomicznego w Davos w styczniu 2015 r. jednymi z szerzej komentowanych paneli były te poświęcone potrzebie uregulowania rynku dzieł sztuki i presji spekulacyjnej powstającej na różnych rynkach inwestycyjnych⁴⁵. Nouriel Roubini⁴⁶, znany z trafnej prognozy wybuchu kryzysu *subprime* w Stanach Zjednoczonych, stwierdził, że segment sztuki najnowszej stał się kolejnym rynkiem (po surowcach i walutach alternatywnych, takich jak bitcoin), na którym narasta globalna bańka spekulacyjna. Agresywna aprecjacja cen na rynku sztuki najnowszej *de facto* wykluczyła instytucje publiczne z rynku. Przy standardowym rocznym budżecie na zakupy poniżej 500 000 USD, nawet w znaczących instytucjach muzealnych na świecie, nabycie istotnego obiektu z segmentu sztuki najnowszej stało się niewykonalne⁴⁷. Segment sztuki najnowszej oderwał się od fundamentów jakiegokolwiek analizy ekonomicznej czy artystycznej i zaczął wykazywać cechy spekulacyjnej hossy. Dodatkowe zastrzeżenia wzbudziło szerokie stosowanie gwarancji aukcyjnych oraz inne próby wykorzystania uprzy-

⁴³ B. Grosvenor, *Contemporary art is judged by its price tag not by aesthetics*, „Financial Times”, 18.11.2014.

⁴⁴ J. Gapper, *Modern art auctions are as baffling as the paintings*, „Financial Times”, 07.05.2014; M. Romano, *Christie's, Sotheby's Report Record Art Sales in 2014*, Bloomberg, 20.01.2015; *Financial machinations at auctions*, „The Economist”, 18.22.2011; A. Fontevecchia, *Christie's And Sotheby's Sold More Than \$ 1.78B-Worth Of Art In One Week*, „Forbes”, 11.13.2014; J. Gapper, E. Paton, *Auction houses: Troubleshooters*, „Financial Times”, 5.12.2014.

⁴⁵ Panele dyskusyjne: *Asset bubbles: a new old risk?* oraz *The Future of the Art World*, Światowe Forum Ekonomiczne w Davos 2015, www.agenda.weforum.org, dostęp 24.01.2015. Więcej też w: *Global Risks Report*, World Economic Forum, Davos 2015.

⁴⁶ W panelu wzięli udział: Martin Roth, obecny dyrektor Victoria and Albert Museum w Londynie, Nouriel Roubini, profesor ekonomii w Leonard N. Stern School of Business na Uniwersytecie Nowojorskim, Peter Aspden, główny analityk rynku dzieł sztuki gazety „Financial Times”, Patrizia Sandretto Re Rebaudengo z fundacji Sandretto Re Rebaudengo oraz Marc Spiegler, dyrektor największych targów sztuki współczesnej na świecie – Art Basel.

⁴⁷ Najbardziej poszukiwane obecnie prace takich artystów, jak Oscar Murillo czy Lucien Smith osiągają na aukcjach ceny ponad 200 000 EUR. Ich zakup praktycznie uniemożliwiłyby kolejne akwizycje nawet znaczącym publicznym instytucjom muzealnym. Ceny dzieł mistrzów sztuki powojennej takich, jak Warhol czy Rothko już dawno przerosły próg 1 mln USD za obiekt. Za: Artprice, *Contemporary Art Market 2014...*, op.cit., s. 49.

wilejowanej pozycji głównych uczestników rynku⁴⁸. Panel ten, po raz pierwszy prezentujący tak szerokiemu gronu nieefektywności rynku dzieł sztuki, obił się szerokim echem w prasie ekonomicznej⁴⁹.

7. Podsumowanie

Segment sztuki powojennej i najnowszej okazał się największym beneficjentem napływu nowego kapitału na globalny rynek dzieł sztuki. Jego szybki i agresywny wzrost jest związany z pojawieniem się wielu nowych uczestników rynku, którzy szukają dzieł twórców sobie znanych i szeroko reprezentowanych w mediach. Największa podaż takich obiektów na rynku dzieł sztuki występuje właśnie w segmencie sztuki najnowszej. Wyniki tej części rynku od początku pierwszej dekady XXI w. były spektakularne. Jednak należy podkreślić, że wzrost koncentrował się na małej grupie silnie poszukiwanych artystów o międzynarodowej sławie i rozpoznawalności. Nie wydaje się zasadne przeniesienie tej tendencji na sztukę rozumianą bardziej szeroko. Statystycznie jest niewielkie prawdopodobieństwo, że inwestycja w dzieła młodego artysty zapoczątkuje zyskami, jakie swoim posiadaczom dały dzieła Koonsa czy Hirsta. Renneboog i Spaenjers⁵⁰ przeprowadzili w 2009 r. badania oparte na próbie statystycznej wynoszącej ponad milion transakcji z lat 1951–2007 zanotowanych na dziełach około 10 000 artystów. Są to najpełniej przeprowadzone badania rynku dzieł sztuki w aktualnej literaturze przedmiotu, analizujące nie tylko malarstwo, ale także techniki graficzne i rysunki, co w sumie obejmuje około 90% rynku aukcyjnego⁵¹. Dodatkowo próba nie jest obciążona *selection bias* (zjawiskiem autoselekcji danych), gdyż w okresie od lat 70. do 2007 r. zawiera dane z wielu domów aukcyjnych (w tym regionalnych), a nawet lokalnych wyprzedaży. Autorzy użyli również modelu hedonicznego, który pozwolił im rozszerzyć próbę na dzieła

⁴⁸ Dwa główne domy aukcyjne na świecie opublikowały wyniki za 2014 r. kilka dni przed Forum w Davos. Łącznie Sotheby's i Christie's zrealizowały w tym roku ponad 11 mld USD obrotu. Stanowi to ponad 20% szacowanej wielkości całego rynku dzieł sztuki w 2014 roku. Za: E. Paton, *First-time buyers help Christie's reach record sales*, „Financial Times”, 20.01.2015.

⁴⁹ M.in: J. Gapper, P. Aspden, *Davos 2015: Nouriel Roubini says art market needs regulation*, „Financial Times”, 22.01.2015; I. Kaminska, *Roubini Vs the so-called “art” industry*, Alphaville, „Financial Times”, 22.01.2015; J. Gapper, *Art world's shady dealings under scrutiny at Davos*, „Financial Times”, 22.01.2015; M. Maneker, *The FT Gets Worked Up at Davos About the Art Market*, Art Market Monitor 22.01.2015.

⁵⁰ L. Renneboog, C. Spaenjers, *Buying Beauty: On Prices And Returns In The Art Market*, Tilburg University Discussion Paper 2009, vol. 15, s. 1–65.

⁵¹ Ibidem, s. 8.

sztuki pochodzące z 13 segmentów rynku (od średniowiecza i renesansu do sztuki pop-artu i minimalizmu). Wykorzystanie w próbie danych z Art Sales Index, który historycznie nie dopuszczał publikacji wyników aukcyjnych objętych gwarancją lub ceną rezerwową, zmniejszyło stopień obciążenia wyniku. Efektem badania było uzyskanie średniorocznej stopy zwrotu w ujęciu realnym w wysokości 4,03. Jest to wartość absolutnie nie do porównania z przyrostem rządu kilku tysięcy procent, jakie wykazał *Balloon Dog* Koonsa.

Powyższy tekst w zamierzeniu miał przedstawić ekonomiczną analizę segmentu sztuki najnowszej oraz wskazać momenty nieefektywności ekonomicznej tego segmentu. Nie stanowi on krytyki inwestycji w dzieła sztuki. Inwestycja w dzieła sztuki, w przeciwieństwie do inwestycji w produkty finansowe, pozwala czerpać dodatkia użyteczność związaną z posiadaniem pięknego obiektu (jest to tzw. konsumpcja estetyczna). Jednak na części rynku dzieł sztuki prawdopodobne jest narastanie bańki spekulacyjnej, a kolejne rekordy cenowe przyciągają nowych, nieświadomych powyższego faktu inwestorów. Stąd celem tego artykułu, oprócz przedstawienia ekonomicznej analizy interesującego segmentu inwestycji alternatywnych, jest wskazanie możliwych zagrożeń dla potencjalnych inwestorów.

Bibliografia

Wydawnictwa zwarte

1. Adam G., *Big Bucks: The Explosion of the Art Market in the 21st Century*, Lund Humphries, Surrey UK 2014.
2. Ashenfelter O., *How Auctions Work for Wine and Art*, „Journal of Economic Perspectives” 1989, vol. 3, no. 3, s. 23–36.
3. Beggs A., Graddy K., *Anchoring Effects: Evidence from Art Auctions*, „The American Economic Review” 2009, vol. 99, no. 3, 1027–1039.
4. Ginsburgh V.A., Throsby D., *Handbook of the economics of art and culture*, North Holland, Amsterdam 2006.
5. Goodwin J., *The International Art Markets: The essential guide for collectors and investors*, Kogan Page, London 2008.
6. Hirsch F., *The Social Limits to Growth*, wyd. II, Routledge, London 1978.
7. Karpik L., *L'économie des singularités*, Nrf – Gallimard, Paris 2007.
8. McAndrew C., *The TEFAF Art Market Report 2014 – The Global Art Market with a focus on the US and China*, TEFAF, Helvoirt 2014.

9. McAndrew C., *Fine Art and High Finance*, Bloomberg Press, New York 2010.
10. Renneboog L., Spaenjers C., *Buying Beauty: On Prices And Returns In The Art Market*, Tilburg University Discussion Paper 2009, vol. 15, s. 1–65.
11. *Risk and Uncertainty in the Art World*, red. A.M. Dempster, Bloomsbury Publishing, London 2014.
12. Shiller R.J., *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, Princeton 2000.
13. Skaterschikov S., *Skate's Art Investment Handbook: The Comprehensive Guide to Investing in the Global Art and Art Services Market*, McGraw-Hill, USA 2010.
14. Thornton S., *33 Artists in 3 Acts*, W.W. Norton & Company, New York 2014.
15. Ward O., *Ways of Looking: How to Experience Contemporary Art*, Laurence King Publishing, London 2014.

Artykuły prasowe i okolicznościowe

1. *2013 World Wealth Report*, Capgemini, 2013.
2. Adam G., *It's hammer time!*, „Financial Times”, 7–8.06.2014.
3. Adam G., *The art market: Buoyant Basel contrasts with Russian reluctance*, „Financial Times”, 13.06.2009.
4. Aglionby J., Pickford J., *Christie's sets \$ 853 m art auction record*, „Financial Times”, 13.11.2014.
5. *Art Basel 2014: Closed Preview*, Basel 2014.
6. Artprice, *Contemporary Art Market 2008/2009*, 2009.
7. Artprice, *Contemporary Art Market 2014*, 2014.
8. Artprice, *The Art Market in 2013*, 2013.
9. Barker G., *The shark is dead but the price has a bite*, „Financial Times”, 1.06.2014.
10. Crow K., *An Art-Fair Survival Guide*, „The Wall Street Journal”, 6.03.2014.
11. Deloitte & ArtTactic, *Art & Finance report 2013*, 2013.
12. Eley J., *Profitable passions, from arts to wine*, „Financial Times”, 24.10.2014.
13. *Fairly popular*, „The Economist”, 18.01.2014
14. *Financial machinations at auctions*, „The Economist”, 18.22.2011.
15. *Fondation Louis Vuitton: un nouveau temple de l'art à Paris*, „Le Parisien”, 19.12.2013.
16. Fontevicchia A., *Christie's And Sotheby's Sold More Than \$ 1.78B-Worth Of Art In One Week*, „Forbes”, 11.13.2014.
17. Gapper J., *Art world's shady dealings under scrutiny at Davos*, „Financial Times”, 22.01.2015.

18. Gapper J., Aspden P., *Davos 2015: Nouriel Roubini says art market needs regulation*, „Financial Times”, 22.01.2015.
19. Gapper J., *Modern art auctions are as baffling as the paintings*, „Financial Times”, 07.05.2014.
20. Gapper J., Paton E., *Auction houses: Troubleshooters*, „Financial Times”, 5.12.2014.
21. *Global Risks Report*, World Economic Forum, Davos 2015.
22. Grosvenor B., *Contemporary art is judged by its price tag not by aesthetics*, „Financial Times”, 18.11.2014.
23. Kaminska I., *Roubini Vs the so-called “art” industry*, Alphaville, „Financial Times”, 22.01.2015.
24. Knight Frank, *Luxury Investment Index 2014*, London, 2014
25. Knight Frank, *Slaying The Competition? Luxury Investment Index 2014*, London 2014.
26. Knight Frank, *The Wealth Report 2014*, London 2014.
27. Maneker M., *The FT Gets Worked Up at Davos About the Art Market*, Art Market Monitor, 22.01.2015.
28. McAndrew C., *Materiały naukowe z targów, TEFAF 2014*.
29. Neil J.T.D., *What is art? Nothing more than an asset, really. And what’s wrong with that?*, „Art Review”, grudzień 2013, s. 43.
30. Odell M., Robinson D., *Christie’s posts record profits as first-half revenues hit £2.7bn*, „Financial Times”, 16.06.2014.
31. Paton E., *First-time buyers help Christie’s reach record sales*, „Financial Times”, 20.01.2015.
32. Pickford J., *Britain’s status in international art market under threat*, „Financial Times”, 3.11.2014.
33. Prince R., *Sotheby’s of New York: the biggest sales*, „The Telegraph”, 6.11.2014.
34. Romano M., *Christie’s, Sotheby’s Report Record Art Sales in 2014*, Bloomberg, 20.01.2015.
35. Wolff M., *Why really rich men try to take over the art world*, „The Guardian”, 7.10.2013.
36. Zalańska K., *Sztuka i rynek*, „MOCAK Forum” 2013, no. 6, s. 11.

Materiały internetowe

1. Borkowski G., Mazur A., *Relacja z targów Art Poznań 2005*, www.obieg.pl/wydarzenie/4470
2. *Botticelli drawing sells for a record £1.3 m*, www.bbc.com

3. Corbett R., *Art Market Watch: How Big Is The Global Art Market?*, www.artnet.com/magazineus/news/artnetnews/china-the-worlds-top-art-and-antique-market.asp
4. Maneker M., *There's Not a Lot of Room at the Top of the Art Market*, www.artmarket-monitor.com/2014/03/18/theres-not-a-lot-of-room-at-the-top-of-the-art-market/
5. *The Future of the Art World*, World Economic Forum Davos 2015, www.agenda.weforum.org
6. *The Wealth-X and UBS Billionaire Census 2014*, www.wealthx.com

Economic Analysis of Most Modern Art Market in 2014

Summary

The present article is devoted to the economic analysis of one of the segments of art market: post-war and most modern art. It is the youngest, most eclectic non-formalised art segment created primarily by professionally active artists. Despite the world financial crisis of 2007–2009 and growing economic problems in the Euro-zone, China, Russia and Brazil this segment obtained the rate of return of nearly 70% in the period 2004–2014, achieving in 2014 a record high value of over EUR 1.5 billion turnover (rise of 1078% over the 2004 value). In spite of such a fast development, this market is relatively modestly represented in the business literature. This article presents its economic analysis, growth history, reasons for so aggressive appreciation of prices and indicates certain economic non-effectiveness occurring on the market.

Keywords: art market, alternative investment, uncommon goods, investment market effectiveness

Wpływ zmiany rynku notowań na spółki publiczne w Polsce

Streszczenie

Celem artykułu jest odpowiedź na pytanie, jak zmiana rynku notowań z rynku NewConnect na rynek główny GPW wpłynęła na polskie spółki publiczne w zakresie stopy zwrotu wygenerowanej dla akcjonariuszy, płynności akcji oraz pozyskanego kapitału. W pierwszej części artykułu przedstawiono strukturę polskiego rynku papierów wartościowych. W drugiej części dogłębnej charakterystyce podano proces debiutu spółek na rynku NewConnect oraz sposób późniejszej zmiany rynku notowań. Trzecia część artykułu zawiera wyniki badań nad spółkami, które dokonały zmiany rynku notowań z rynku NewConnect na rynek regulowany w okresie od 2009 r. do 22 października 2014 r. Podsumowanie zawiera wnioski autora oraz wskazuje na obszary wymagające dalszej analizy.

Przeprowadzone badania pozwoliły na realizację zakładanego celu. Uzyskane wyniki pozwalają na odrzucenie hipotezy głównej, mówiącej, iż po zmianie rynku notowań spółki wygenerowały dodatnią stopę zwrotu dla swoich akcjonariuszy. Weryfikacja pierwszej z hipotez częściowych pozwala na jej fragmentaryczną akceptację. Spółki po zmianie rynku notowań osiągają w długim terminie wzrost płynności akcji, rozumianej jako wzrost wartości obrotów, zwiększenie ilości zawieranych transakcji oraz wolumenu obrotu względem analogicznych okresów notowań na rynku NewConnect. Weryfikacja drugiej z hipotez częściowych, mówiącej, że zmiana rynku notowań stwarza możliwość pozyskania dodatkowego kapitału, pozwala na jej pełną akceptację.

Słowa kluczowe: rynek NewConnect, rynek główny GPW, zmiana rynku notowań, stopa zwrotu, płynność akcji, pozyskany kapitał

1. Wprowadzenie

Struktura rynku kapitałowego w Polsce pozwala przedsiębiorstwom uzyskać status spółki publicznej na jednym z dwóch rynków akcyjnych, rynku głównym lub rynku alternatywnym NewConnect. Na rynkach tych stosowane są odmienne kryteria dopuszczeniowe. Główny rynek dedykowany jest dojrzałym przedsiębiorstwom, często mającym kilkuletnią lub kilkudziesięcioletnią historię funkcjonowania oraz stabilną sytuację finansową. Natomiast rynek alternatywny NewConnect to rynek, który ma zachęcać do upublicznienia podmioty znajdujące się na wczesnym etapie rozwoju, reprezentujące innowacyjne branże gospodarki oraz które w późniejszym czasie będą gotowe zmienić rynek notowań na rynek regulowany. Zmiana rynku notowań przez emitentów z rynku alternatywnego NewConnect nabrała w ostatnich latach wysokiego tempa, o czym świadczy wzrastający udział debiutów spółek z NewConnect w łącznej liczbie debiutów na rynku regulowanym (w roku 2013 było to 11,76%, w okresie styczeń – październik 2014 r. udział ten wyniósł już 39,13%). Co więcej, należy spodziewać się kolejnych przejść; chęć zmiany rynku notowań zasygnalizowało kolejnych 19 emitentów¹.

Emitenci decydujący się na zmianę rynku notowań do powodów takiej decyzji zaliczają m.in. chęć zwiększenia płynności akcji w obrocie, a także możliwość pozyskania dodatkowego kapitału².

Rosnące zainteresowanie migracją przez spółki z rynku alternatywnego NewConnect na rynek regulowany GPW sprawia, że otwartym pozostaje pytanie, jak zmiana rynku notowań wpłynęła na stopę zwrotu wypracowaną przez spółki dla akcjonariuszy, płynność akcji w obrocie na rynku publicznym oraz możliwość pozyskania dodatkowego kapitału.

Niniejszy artykuł ma na celu odpowiedź na powyższe pytanie przez weryfikację hipotezy głównej, zgodnie z którą:

- zmiana rynku notowań z rynku alternatywnego NewConnect na rynek główny GPW wpływa na wypracowanie dodatniej stopy zwrotu dla akcjonariuszy.

Ponadto w niniejszym opracowaniu podjętą została próba weryfikacji dwóch hipotez cząstkowych, mających na celu uzupełnienie hipotezy głównej:

- zmiana rynku akcji z rynku alternatywnego NewConnect na rynek główny GPW wpływa na wzrost płynności spółek, rozumiany jako wzrost wartości

¹ M. Rudke, *Tegoroczni emigranci z NewConnect rozczarowują*, „Gazeta Giełdy Pakiet”, 15.10.2014.

² K. Kucharczyk, *Blue chips z rynku NewConnect chcą przeskoczyć na GPW*, „Gazeta Giełdy Pakiet”, 4.11.2014

obrotów akcjami, zwiększenie ilości zawieranych transakcji oraz wzrost wartości wolumenu obrotu;

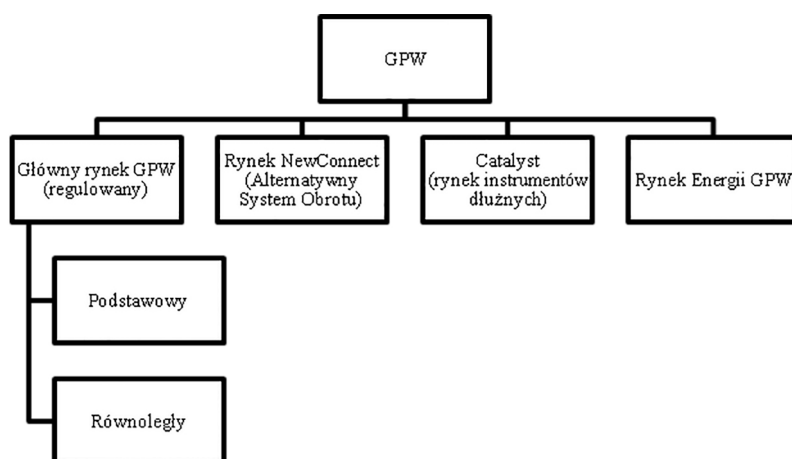
- zmiana rynku notowań z rynku alternatywnego NewConnect na rynek główny GPW pozwala spółkom na pozyskanie dodatkowego kapitału.

2. Rynek papierów wartościowych w Polsce

Rynek kapitałowy jest miejscem, w ramach którego dochodzi do transakcji instrumentami finansowymi³. W strukturze rynku kapitałowego wyróżnić można dwa jego segmenty, tj. rynek papierów wartościowych oraz rynek bankowych instrumentów finansowych.

Transakcje zawierane na rynku papierów wartościowych dotyczą instrumentów finansowych, które potwierdzają i gwarantują wynikające z nich prawa majątkowe (lub ich przenoszenie). Przedmiotem transakcji mogą być papiery wartościowe o charakterze lokacyjnym, do których zaliczają się m.in. akcje oraz certyfikaty inwestycyjne, lub o charakterze dłużnym, w skład których wchodzi np. obligacje⁴.

Rysunek 1. Rynki prowadzone przez GPW



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

³ E. Ostrowska, *Rynek kapitałowy*, PWE, Warszawa 2007, s. 39.

⁴ Ibidem, s. 38.

Rynek papierów wartościowych w Polsce zarządzany jest przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., a regulowany i nadzorowany przez Urząd Komisji Nadzoru Finansowego. Na dzień 22 października 2014 r. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. prowadziła rynek regulowany (zwany rynkiem głównym), rynek NewConnect, rynek Catalyst oraz rynek Energii (rysunek 1).

Z punktu widzenia istotności poszczególnych rynków zarządzanych przez Giełdę dla niniejszego artykułu wskazać należy dwa główne, na których notowane są akcje spółek publicznych. Mowa o rynku głównym GPW oraz rynku NewConnect.

Główny rynek GPW powstał w momencie uruchomienia Giełdy w dniu 16 kwietnia 1991 r. Rynek ten funkcjonuje pod postacią rynku regulowanego, podlegającego bezpośredniemu nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego (KNF). Inwestorzy mogą na nim handlować m.in. akcjami, obligacjami, prawami do akcji, certyfikatami inwestycyjnymi, prawami poboru, instrumentami pochodnymi. Dodatkowo należy zaznaczyć, że w ramach rynku głównego GPW możemy wyszczególnić rynek podstawowy (dedykowany dużym przedsiębiorstwom) zwany inaczej rynkiem oficjalnych notowań giełdowych⁵ oraz rynek równoległy przeznaczony dla mniejszych spółek⁶.

Rynek NewConnect powstał w dniu 30 sierpnia 2007 r. w formule alternatywnego systemu obrotu zorganizowanego i prowadzonego przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. To właśnie Giełda bezpośrednio reguluje i nadzoruje stworzony rynek. Rynek NewConnect jest dedykowany dla spółek⁷:

- o dużej dynamice wzrostu,
- które zgłaszają zapotrzebowanie na kapitał od kilkuset do kilkudziesięciu mln PLN,
- reprezentujących sektory oparte na aktywach niematerialnych (m.in. sektory IT, media elektroniczne, biotechnologia),
- posiadających wizję rozwoju.

Rynek NewConnect odróżnia się od rynku głównego GPW mniej restrykcyjnymi wymogami dopuszczeniowymi oraz skromniejszym katalogiem obowiązków informacyjnych⁸.

⁵ U. Ziarko-Siwiek, *Giełda papierów wartościowych w Polsce*, w: *Giełdy Kapitałowe w Europie*, red. U. Ziarko-Siwiek, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 354.

⁶ M. Kachniewski, B. Majewski, P. Wasilewski, *Rynek kapitałowy i giełda papierów wartościowych*, FERK, Warszawa 2008, s. 75.

⁷ NewConnect, *O rynku*, www.newconnect.pl/index.php?page=o_rynku, dostęp 22.10.2014.

⁸ D. Zawadka, *Publiczny rynek kapitału wysokiego ryzyka*, Zakład Poligraficzny „Grafika”, Poznań 2013, s. 37.

3. Upublicznienie na rynku NewConnect oraz zmiana rynku notowań na rynek główny GPW

Zgodnie z definicją przedstawioną w ustawie o ofercie publicznej, za spółkę publiczną uważa się spółkę, w której co najmniej jedna akcja jest zdematerializowana w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi⁹. Spółki, które zamierzają zadebiutować na rynku NewConnect, muszą funkcjonować w ramach spółki akcyjnej. Ponadto konieczne jest spełnienie kryteriów stawianych przez Organizatora Alternatywnego Systemu Obrotu w Regulaminie ASO. Zalicza się do nich¹⁰:

- udostępnienie do publicznej wiadomości odpowiedniego dokumentu informacyjnego,
- brak ograniczenia zbywalności wprowadzanych instrumentów finansowych,
- brak postępowania upadłościowego lub likwidacyjnego w stosunku do spółki,
- wartość nominalna akcji nie mniejsza niż 0,10 zł,
- odpowiedni poziom rozproszenia akcjonariatu,
- kapitał własny nie mniejszy niż 500 000 PLN,
- przedstawienie sprawozdania finansowego za ostatni rok obrotowy.

Proces upublicznienia na rynku NewConnect jest stosunkowo mało skomplikowany, a kolejne jego etapy zostały przedstawione na rysunku 2.

Spółki, które chcą zmienić rynek notowań z rynku NewConnect na rynek regulowany GPW, muszą spełnić kryteria przedstawione w Regulaminie Giełdy¹¹ oraz odpowiednim rozporządzeniu ministra finansów¹². Kryteria są następujące:

- sporządzenie i zatwierdzenie odpowiedniego dokumentu informacyjnego,
- brak ograniczenia zbywalności instrumentów finansowych,
- brak toczącego się postępowania upadłościowego lub likwidacyjnego wobec emitenta,
- odpowiednie rozproszenie akcjonariatu,

⁹ Art. 4, pkt 20 Ustawy z dnia 25 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz.U. nr 184, poz. 1539 z późn. zm.

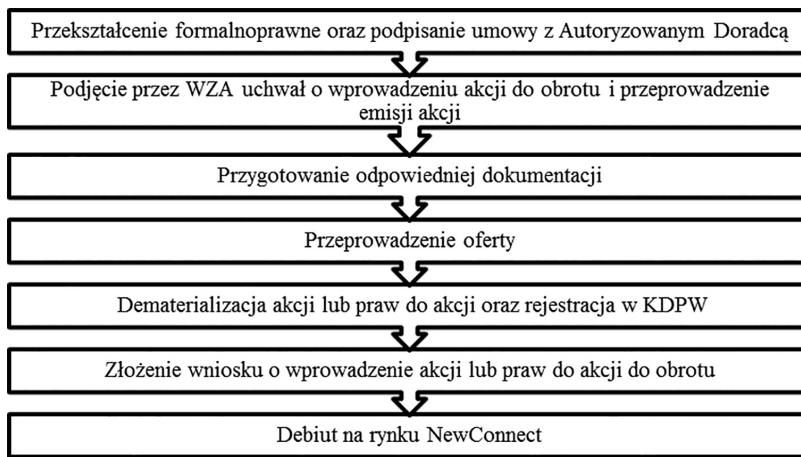
¹⁰ Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu w brzmieniu przyjętym Uchwałą Nr 147/2007 Zarządu Giełdy z dnia 1 marca 2007 r. według stanu prawnego na dzień 1 września 2014 r.

¹¹ Regulamin Giełdy w brzmieniu przyjętym Uchwałą Nr 1/1110/2006 Rady Giełdy z dnia 4 stycznia 2006 r. według stanu prawnego na dzień 1 stycznia 2014 r.

¹² Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 maja 2010 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakie musi spełniać rynek oficjalnych notowań giełdowych oraz emitenci papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na tym rynku.

- minimalna wartość akcji w wolnym obrocie o wartości równej co najmniej 4 000 000 PLN albo równowartości w PLN co najmniej 1 000 000 EUR,
- zamieszczenie sprawozdań finansowych, wraz z opinią podmiotu uprawnionego do ich badania, za co najmniej trzy lata obrotowe poprzedzające dzień debiutu,
- w przypadku spółek, które były wcześniej notowane na rynku NewConnect, kapitalizacja musi wynosić co najmniej 48 000 000 PLN lub równowartość w PLN co najmniej 12 000 000 EUR.

Rysunek 2. Proces upublicznienia na rynku NewConnect

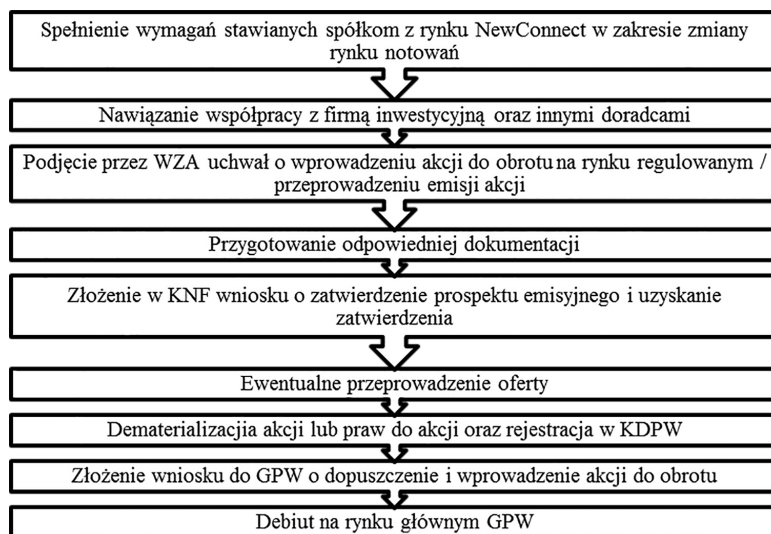


Źródło: opracowanie własne na podstawie B. Mikołajczyk, A. Kurczewska, *Rynek NewConnect w Polsce na tle rynków alternatywnych w Europie*, Finansowy Kwartalnik Internetowy „e-Finanse” 2010, vol. 6, nr 3.

Jedynym aspektem odróżniającym wymagania stawiane emitentom przenoszącym swoje notowania z rynku NewConnect na rynek główny od wymagań stawianych przed emitentami debiutującymi od razu bezpośrednio na rynku głównym GPW jest wymóg minimalnej kapitalizacji. Tak jak zostało to przedstawione wyżej, w przypadku spółek z rynku alternatywnego jest to wartość nie mniejsza niż 48 mln PLN, wobec wartości nie mniejszej niż 60 mln PLN w stosunku do debiutantów na rynku regulowanym, którzy nie byli wcześniej notowani na rynku NewConnect.

Sama procedura zmiany rynku notowań nie odbiega niczym od procedury pierwszego notowania na rynku regulowanym dla nowych emitentów, którzy nie byli wcześniej notowani na rynku NewConnect. Procedura ta została przedstawiona na rysunku 3.

Rysunek 3. Proces przeniesienia notowań z rynku NewConnect na rynek regulowany GPW



Źródło: opracowanie własne.

4. Statystyki przenosin z rynku NewConnect na rynek główny GPW

W badanym okresie, tj. od momentu utworzenia rynku NewConnect w dniu 30 sierpnia 2007 r. do 22 października 2014 r., rynek notowań zmieniło łącznie 34 emitentów. Średni okres pobytu na rynku alternatywnym dla badanej grupy wyniósł 902 dni, przy medianie na poziomie 819 dni. Spośród badanej grupy najdłużej na rynku NewConnect przebywała spółka Invista, aż 2021 dni, natomiast najkrócej spółka Centrum Klima 219 dni (tabela 1).

Kategoryzując emitentów, którzy dokonali zmiany rynku notowań według branż (zgodnie z terminologią przyjętą przez organizatora rynku NewConnect, tj. Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie), można zauważyć dominację przedstawicieli dwóch sektorów – usług finansowych (6 spółek) oraz inwestycyjnego (6 spółek). Każdy z wymienionych sektorów odpowiadał za 17,65% emitentów zmieniających rynek notowań. Ich łączny udział stanowił zatem 35,30% wszystkich spółek, które zdecydowały się przenieść swoje notowania z rynku NewConnect na rynek główny GPW. Przy czym należy zaznaczyć, że reprezentacja sektorowa spółek zmieniających rynek notowań jest bardzo szeroka (tabela 2). Oprócz spółek związanych z finansami

znajdują się w niej między innymi przedstawiciele sektora ochrony zdrowia (5 spółek, udział 14,71%), usług innych (4 spółki, udział 11,76%), handlu (3 spółki, udział 8,82%), a także informatycznego (3 spółki, udział 8,82%).

Tabela 1. Spółki, które dokonały zmiany rynku notowań

Lp.	Spółka	Debiut na NewConnect	Debiut na GPW
1	MW Trade	2007-09-28	2008-12-19
2	Centrum Klima	2008-05-27	2009-01-06
3	Fast Finance	2008-05-06	2010-03-30
4	Pragma Inkaso	2008-04-14	2010-05-14
5	LST Capital	2008-08-13	2010-05-26
6	Tesgas	2009-07-08	2010-07-21
7	Krynicky Recykling	2008-02-14	2010-10-26
8	Trans Polonia	2008-09-12	2010-11-25
9	PTI	2009-05-18	2010-12-01
10	Eko Export	2009-07-16	2010-12-28
11	Wadex	2008-08-27	2011-01-12
12	Euroimplant	2008-08-27	2011-01-12
13	Quercus TFI	2008-09-11	2011-03-30
14	Grupa SMT	2007-09-10	2011-04-13
15	DM WDM	2007-08-30	2011-07-19
16	IQ Partners	2007-04-12	2011-10-11
17	Mo-Bruk	2010-06-29	2012-04-25
18	Voxel	2011-10-11	2012-10-23
19	PHZ Baltona	2011-06-30	2013-01-15
20	Mabion	2010-08-10	2013-04-25
21	Sco-Pak	2011-03-28	2013-06-17
22	Platinum Properties Group	2009-10-13	2013-06-25
23	Invista	2008-01-24	2013-09-05
24	e-Kancelaria	2011-04-06	2013-09-26
25	Elemental Holding	2012-07-12	2013-12-18
26	Medicalgorithmics	2011-11-09	2014-02-03
27	Comperia.pl	2011-12-05	2014-03-25
28	DTP	2011-12-29	2014-03-26
29	CUBE.ITG	2009-09-16	2014-04-01
30	Brijju	2011-08-10	2014-05-29
31	Tele-Polska Holding	2009-12-03	2014-07-07
32	Termo-Rex	2012-06-24	2014-09-02
33	Synektik	2011-08-09	2014-10-14
34	Internet Media Services	2012-01-04	2014-10-20

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 2. Podział spółek zmieniających rynek notowań według branż

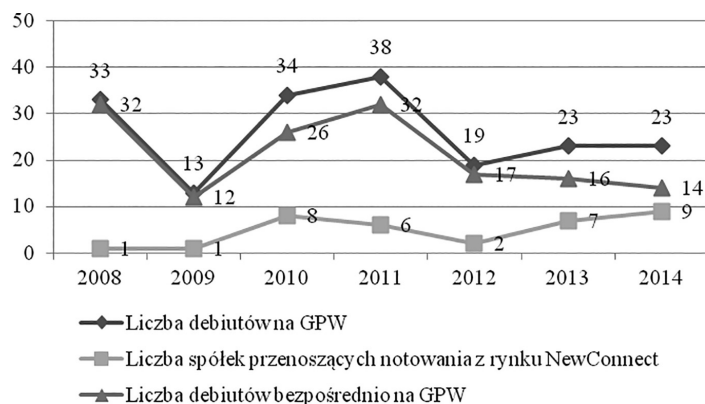
Branża	Liczba spółek	Udział w %
Usługi finansowe	6	17,65
Inwestycje	6	17,65
Ochrona zdrowia	5	14,71
Usługi inne	4	11,76
Handel	3	8,82
Informatyka	3	8,82
Recykling	2	5,88
Technologie	1	2,94
Budownictwo	1	2,94
Transport	1	2,94
Telekomunikacja	1	2,94
Nieruchomości	1	2,94

Źródło: opracowanie własne.

Tempo zmian rynku notowań przez spółki z rynku NewConnect na rynek główny GPW nabrało rozpędu w latach 2013–2014. Największa liczba spółek, które zdecydowały się na ten krok, przypada na niepełny rok 2014 (okres badania zakończony został 22 października 2014 r.). W okresie od 1 stycznia 2014 r. do 22 października 2014 r. na zmianę rynku notowań zdecydowało się dziewięciu emitentów z rynku NewConnect. Niewiele mniejsza liczba emitentów zadebiutowała w roku 2013, kiedy było ich odpowiednio siedmiu. Co jednak ważne, o wzroście zainteresowania rynkiem głównym GPW przez spółki z rynku NewConnect świadczy przede wszystkim statystyka, pokazująca udział debiutów spółek z rynku NewConnect w sumie debiutów na rynku głównym GPW. O ile w latach 2007–2012 udział ten wahał się w przedziale od 3,03 do 23,53%, o tyle w roku 2013 wyniósł 30,43%, a w niepełnym roku 2014 już 39,13% (rysunek 4).

O rosnącym zainteresowaniu rynkiem głównym GPW przez emitentów z rynku NewConnect świadczy także zarysowująca się w ostatnich latach tendencja wzrostu liczby debiutów emitentów zmieniających rynek notowań (z 2 w 2012 r., przez 7 w 2013 r., do 9 w 2014 r.), przy spadającej tendencji wśród spółek, które debiutują bezpośrednio na rynku głównym GPW bez wcześniejszego debiutu na rynku alternatywnym (z 17 w 2012 r., przez 16 w 2013 r., do 14 w 2014 r.).

Rysunek 4. Debiuty na rynku głównym GPW w okresie badania



Źródło: opracowanie własne.

4.1. Zmiana wartości kursu akcji

Spośród badanych 34 spółek kurs w dniu ich debiutu na rynku głównym GPW w większości przypadków odnotował spadek (17 spółek, tj. 50% badanych emitentów). Odwrotna sytuacja miała miejsce w przypadku debiutu tych samych spółek na rynku NewConnect, kiedy to zdecydowana większość zanotowała wzrost w dniu pierwszego notowania (21 spółek, tj. 61,76% badanych emitentów) – tabela 3.

Tabela 3. Zachowanie kursu akcji w dniu debiutu

Zmiana kursu	NewConnect	Udział w %	GPW	Udział w %
Wzrost	21	61,76	13	38,24
Bez zmian	2	5,88	4	11,76
Spadek	11	32,36	17	50,00
Łącznie	34	100,00	34	100,00

Źródło: opracowanie własne.

Podobnie jak w przypadku porównania stóp zwrotu w dniu debiutu tej samej spółki odpowiednio na rynku NewConnect i rynku głównym GPW, tak i w przypadku porównywania stóp zwrotu w pełnym okresie notowania spółek na rynku NewConnect (tj. od dnia debiutu do dnia przenosin) do pełnego okresu notowań na rynku głównym GPW (tj. od dnia debiutu do ostatniego dnia badania – 22 października

2014 r.) w większości spółek, które zdecydowały się na ten krok, odnotowano ujemną stopę zwrotu w relacji do kursu odniesienia z dnia debiutu. W okresie notowania na rynku NewConnect 21 z 34 emitentów (61,76%) odnotowało wzrost kursu akcji w relacji do kursu odniesienia z dnia debiutu. W przypadku rynku głównego statystyka ta nie wypada już tak okazale. Tylko 12 z 34 emitentów uzyskało w badanym okresie dodatnią stopę zwrotu (35,29%). Zdecydowana większość spółek, bo aż 22 z 34 (64,71%) po zmianie rynku notowań wypracowała ujemną stopę zwrotu dla swoich akcjonariuszy (tabela 4).

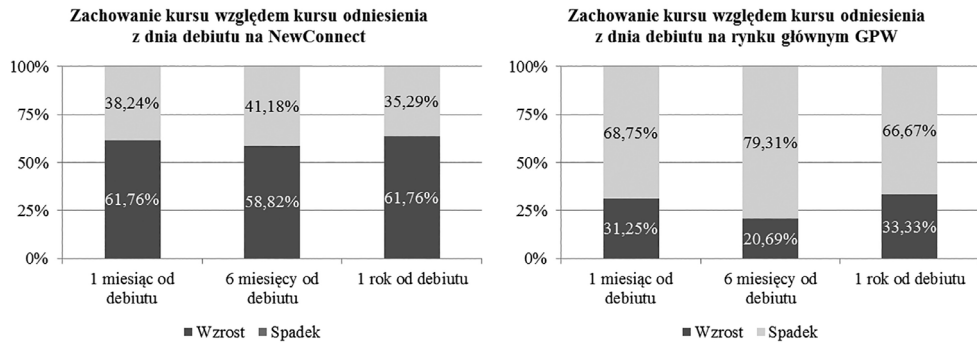
Tabela 4. Stopa zwrotu w badanym okresie

Zmiana kursu	Od debiutu na NewConnect do debiutu na rynku głównym GPW	Udział w %	W okresie notowania na rynku głównym GPW	Udział w %
Wzrost	21	61,76	12	35,29
Spadek	13	38,24	22	64,71
Łącznie	34	100,00	34	100,00

Źródło: opracowanie własne.

Relacje przedstawione wcześniej występują także w przypadku analizy zachowania stóp zwrotu w porównaniu do kursu odniesienia z dnia debiutu w krótszych okresach, tj. odpowiednio w ujęciu jednego miesiąca, półrocza oraz roku od dnia debiutu. W przypadku debiutu na rynku NewConnect 61,76% firm odnotowało dodatnią stopę zwrotu miesiąc po debiucie, 58,82% pozostawało na plusie względem kursu odniesienia z dnia debiutu po pierwszych sześciu miesiącach notowania na rynku alternatywnym. Po roku kurs 61,76% spółek znajdował się powyżej kursu odniesienia z pierwszego dnia notowania na rynku NewConnect. Relacja ta jest zupełnie odwrotna w przypadku zachowania stóp zwrotu tych samych spółek na rynku głównym GPW. Dodatnią stopę zwrotu w relacji do kursu odniesienia z dnia debiutu w pierwszym miesiącu notowania odnotowało tylko 31,25% badanych spółek, dla aż 68,75% kurs w pierwszym miesiącu osiągnął wartość ujemną. Co więcej, relacja ta ulega pogorszeniu w kolejnym analizowanym okresie. Po pierwszych sześciu miesiącach notowania kurs aż 79,31% spółek znajdował się poniżej kursu odniesienia z dnia debiutu. Relacja ta ulega nieznacznej poprawie w przypadku ujęcia rocznego, w której ujemną stopą zwrotu charakteryzowało się nadal 66,67% badanych emitentów (rysunek 5).

Rysunek 5. Zachowanie stóp zwrotu po debiucie



Źródło: opracowanie własne.

Przeprowadzone badanie pozwala na odrzucenie hipotezy głównej mówiącej, że zmiana rynku notowań z rynku NewConnect na rynek główny GPW w większości przypadków wpływa na wygenerowanie dodatniej stopy zwrotu dla akcjonariuszy. Zarówno w przypadku statystyk stóp zwrotu w dniu debiutu na rynku głównym GPW, jak i w okresach miesięcznych, półrocznych, rocznych oraz w pełnym okresie badania zdecydowana większość wypracowanych przez spółki stóp zwrotu wykazywała wartości ujemne w relacji do kursu odniesienia z dnia debiutu. Tym samym prawdziwe jest stwierdzenie, że zmiana rynku notowań w większości przypadków doprowadziła do wygenerowania ujemnej stopy zwrotu dla akcjonariuszy.

4.2. Zmiana zainteresowania ze strony inwestorów

Spśród badanych 34 spółek, które dokonały zmiany rynku notowań z rynku NewConnect na rynek główny GPW, większość spółek w dłuższym terminie odnotowała wzrost średniej wartości obrotów na sesję względem rynku alternatywnego. Jedynie w przypadku wartości obrotów w dniu samego debiutu na rynku głównym GPW oraz w okresie pierwszego miesiąca po nim większość badanych spółek odnotowało spadek średnich obrotów względem odnotowanych w analogicznym okresie podczas notowania na rynku NewConnect. W pozostałych badanych okresach, tj. pół roku po debiucie, rok po debiucie oraz porównując pełen okres notowania na rynku alternatywnym z pełnym badanym okresem notowania na rynku głównym GPW, spółki, które zdecydowały się na zmianę rynku notowań, odnotowały wzrost średniej wartości obrotów ich akcjami na sesję na rynku giełdowym (tabela 5).

Tabela 5. Zmiana wartości średnich obrotów na sesję na rynku głównym GPW względem analogicznego okresu notowania na rynku NewConnect (w %)

Zmiana	W relacji do debiutu	Miesiąc po debiucie	Pół roku po debiucie	Rok po debiucie	W pełnym okresie
Wzrost	41,18	40,63	65,22	73,53	58,82
Spadek	58,82	59,37	34,78	26,47	41,18
Suma	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Źródło: opracowanie własne.

Podobnie jak w przypadku średniej wartości obrotów na sesję, tak i w przypadku średniej liczby transakcji zawieranych podczas sesji większość spółek odnotowała ich wzrost po zmianie rynku notowań. Jedynie w pierwszych dwóch analizowanych okresach notowań, tj. w dniu samego debiutu oraz w okresie pierwszego miesiąca po debiucie, spółki odnotowały spadek średniej liczby zawieranych transakcji na sesję w porównaniu do analogicznego okresu notowania na rynku NewConnect. Wzrost średniej liczby zawieranych transakcji na sesję widoczny jest już od okresu półrocznego. Wyraźna przewaga uwidoczniła została w przypadku okresu rocznego, a także w przypadku porównania średniej liczby zawieranych transakcji w pełnym badanym okresie notowań na rynku głównym GPW oraz pełnym okresie notowań na rynku NewConnect (tabela 6).

Tabela 6. Zmiana średniej liczby zawieranych transakcji na sesję na rynku głównym GPW w porównaniu do analogicznego okresu notowania na rynku NewConnect (w %)

Zmiana	W relacji do debiutu	Miesiąc po debiucie	Pół roku po debiucie	Rok po debiucie	W pełnym okresie
Wzrost	41,18	46,87	68,97	82,61	85,29
Spadek	58,82	53,13	31,03	17,39	14,71
Suma	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Źródło: opracowanie własne.

Badaniu poddane zostały nie tylko średnie wartości obrotów oraz średnie ilości zawieranych transakcji na sesję po zmianie rynku. W przypadku wolumenu obrotu zaobserwowane zostały takie same tendencje jak w przypadku obrotów oraz transakcji. W większości przypadków emitenci, którzy zmienili swój rynek notowań, odnotowali wzrost wartości średniego wolumenu obrotu ich akcjami na sesję względem analogicznych okresów notowania na rynku NewConnect. Podobnie jak w przy-

padku relacji dla obrotów oraz transakcji, tak i w przypadku wolumenu widoczne jest pogorszenie wolumenu obrotu w relacji do debiutu na rynku NewConnect oraz w okresie pierwszego miesiąca notowań. W kolejnych okresach, tj. w okresie półrocznym, rocznym oraz w pełnym okresie badania notowań na rynku głównym GPW większość emitentów odnotowała wzrost średniego wolumenu obrotu na sesję względem analogicznego okresu notowania na rynku NewConnect (tabela 7).

Tabela 7. Zmiana średniej wartości wolumenu obrotu na sesję na rynku głównym GPW względem analogicznego okresu notowania na rynku NewConnect (w %)

Zmiana	W relacji do debiutu	Miesiąc po debiucie	Pół roku po debiucie	Rok po debiucie	W pełnym okresie
Wzrost	47,06	46,87	72,41	70,83	73,53
Spadek	52,94	53,13	27,59	29,17	26,47
Suma	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Źródło: opracowanie własne.

Powyższe badania pozwalają na częściowe potwierdzenie hipotezy cząstkowej mówiącej o tym, że zmiana rynku notowań z rynku NewConnect na rynek główny GPW wpływa na wzrost płynności spółek rozumiany jako wzrost wartości obrotów akcjami, wzrost liczby zawieranych transakcji oraz wzrost wartości wolumenu obrotu. W przypadku wszystkich analizowanych zmiennych zaobserwowana została tendencja spadku w relacji do dnia debiutu oraz okresu pierwszego miesiąca notowań i wzrostu w okresie pierwszego półrocza, roku oraz porównania pełnego okresu notowań na rynku głównym GPW do analogicznych okresów notowań na rynku NewConnect.

4.3. Pozyskanie kapitału

Spośród 34 emitentów, którzy dokonali zmiany rynku notowań w analizowanym okresie, 32 zdecydowało się na przeprowadzenie emisji akcji przed debiutem na rynku NewConnect i tylko 7 zdecydowało się na ponowną emisję akcji podczas zmiany rynku notowań. Z uwagi na większą liczbę ofert emitenci zdecydowanie więcej kapitału pozyskali w ramach emisji nowych akcji przed debiutem na rynku NewConnect, tj. ponad 300 mln PLN. W przypadku późniejszej emisji akcji w ramach oferty poprzedzającej debiut na rynku głównym GPW spółki pozyskały ponad 189 mln PLN (tabela 8). Na korzyść przeprowadzania ofert w związku ze zmianą

rynku przemawia zdecydowany wzrost średniej wartości przeprowadzanej emisji nowych akcji. W przypadku badanych emitentów średnia wartość oferty przed debiutem na rynku NewConnect wyniosła 9,4 mln PLN, a w przypadku rynku głównego było to już 27,1 mln PLN (wzrost o 188%).

Tabela 8. Kapitał pozyskany w ramach emisji nowych akcji

Rynek	Liczba spółek	Wartość w PLN
NewConnect	32	300 435 730
GPW	7	189 430 291

Źródło: opracowanie własne.

Dużo mniejsza liczba emitentów zdecydowała się na przeprowadzenie ofert, w ramach których sprzedawane były akcje będące w posiadaniu dotychczasowych akcjonariuszy. W przypadku debiutu na rynku NewConnect zdecydowało się na to 2 z 34 emitentów, w przypadku późniejszego debiutu na rynku głównym GPW już tylko jeden (tabela 9). W przypadku ofert sprzedaży większą łączną wartość, pomimo mniejszej liczby, przedstawiają te przeprowadzone w związku ze zmianą rynku notowań (4,4 mln PLN wobec 3,8 mln PLN na rynku NewConnect).

Tabela 9. Wartość ofert sprzedaży istniejących akcji

Rynek	Liczba spółek	Wartość w PLN
NewConnect	2	3 816 660
GPW	1	4 350 000

Źródło: opracowanie własne.

Przeprowadzone badanie pozwala na potwierdzenie hipotezy częściowej mówiącej, że zmiana rynku notowań z rynku NewConnect na rynek główny GPW pozwala spółkom na pozyskanie dodatkowego kapitału. Spośród 34 emitentów, którzy dokonali zmiany rynku notowań w analizowanym okresie, 7 z nich przeprowadziło emisję nowych akcji, sięgającą łącznie ponad 189 mln PLN.

5. Podsumowanie

Przeprowadzone badania pozwoliły na pełną realizację celu badawczego założonego w niniejszym artykule. Uzyskane wyniki odrzucają hipotezę główną, mówiącą

o tym, że zmiana rynku notowań z rynku NewConnect na rynek główny GPW wpływa na wypracowanie dodatniej stopy zwrotu dla akcjonariuszy. Hipoteza ta została odrzucona z uwagi na ujemne stopy zwrotu wygenerowane przez spółki w okresie badania, które wykazały, że 64,71% spółek po dokonaniu zmiany rynku notowań odnotowało w analizowanym okresie ujemną stopę zwrotu w relacji do kursu odniesienia z dnia debiutu na rynku regulowanym. Przeprowadzone badania wykazały ponadto, że ujemna stopa zwrotu wystąpiła także w podokresach, tj. w ujęciu miesiąca od dnia debiutu, sześciu miesięcy od dnia debiutu oraz roku od dnia debiutu. Weryfikacja pierwszej z hipotez częściowych mówiącej o tym, że zmiana rynku notowań z rynku NewConnect na rynek główny GPW wpływa na wzrost płynności spółek, rozumiany jako wzrost wartości obrotów akcjami, zwiększenie liczby zawieranych transakcji oraz wzrost wartości wolumenu obrotu, pozwoliła na jej częściową akceptację. Przeprowadzone badania wykazały, że spółki, które dokonały zmiany rynku notowań, odnotowują spadek wspomnianych wielkości w porównaniu do dnia debiutu na rynku NewConnect oraz w porównaniu do pierwszego miesiąca notowania na rynku NewConnect, by w późniejszych okresach, tj. w relacji półrocznej, rocznej oraz porównania pełnych okresów notowań, odnotować wzrost porównywanych wielkości. Weryfikacja ostatniej z hipotez częściowych zakładającej, że zmiana rynku notowań z rynku NewConnect na rynek główny GPW pozwala spółkom na pozyskanie dodatkowego kapitału, pozwoliła na jej pozytywną weryfikację. Uzyskane wyniki badań wykazały, iż spośród 34 emitentów, którzy dokonali zmiany rynku notowań, 7 z nich przeprowadziło ofertę emisji nowych akcji w wysokości łącznie 189 mln PLN.

Biorąc pod uwagę stosunkowo krótki okres badania (pierwsza zmiana rynku notowań przez emitenta z NewConnect nastąpiła w 2009 r.), małą próbę (w okresie badania rynek zmieniło 34 emitentów), a także możliwy wpływ innych czynników na uzyskane wyniki (trendy panujące na rynku kapitałowym) konieczne jest kontynuowanie badań w zakresie wpływu zmiany rynku notowań na spółki publiczne w Polsce. Istotne znaczenie dla przyszłych wyników może mieć zmiana podejścia Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., który stopniowo zaostrza kryteria dopuszczeniowe do rynku NewConnect oraz zakres obowiązków informacyjnych, co może wpłynąć na spadek jego popularności oraz zachęcić spółki do debiutowania bezpośrednio na rynku głównym GPW, a także może wpłynąć na zwiększenie liczby przenosin spółek. Na przyszłe wyniki badań istotny wpływ może mieć także zmiana prawa emerytalnego, które zakazuje Otwartym Funduszom Emerytalnym dokonywania inwestycji w spółki z rynku NewConnect. Emitenci zainteresowani pozyskaniem kapitału od jednych z największych uczestników polskiego rynku kapitałowego muszą liczyć się z koniecznością zmiany rynku notowań.

Bibliografia

Wydawnictwa zwarte

1. Kachniewski M., Majewski B., Wasilewski P., *Rynek kapitałowy i giełda papierów wartościowych*, FERK, Warszawa 2008.
2. Mikołajczyk B., Kurczewska A., *Rynek NewConnect w Polsce na tle rynków alternatywnych w Europie*, Finansowy Kwartalnik Internetowy „e-Finanse” 2010, vol. 6, nr 3.
3. Ostrowska, E., *Rynek kapitałowy*, PWE, Warszawa 2007.
4. Zawadka, D., *Publiczny rynek kapitału wysokiego ryzyka*, Zakład Poligraficzny „Grafika”, Poznań 2013.
5. Ziarko-Siwiek U., *Giełda papierów wartościowych w Polsce*, w: *Giełdy Kapitałowe w Europie*, red. U. Ziarko-Siwiek, CeDeWu, Warszawa 2008.

Artykuły prasowe

1. Kucharczyk K., *Blue chips z rynku NewConnect chcą przeskoczyć na GPW*, „Gazeta Giełdy Pakiet”, 3.11.2014.
2. Kucharczyk K., *Tegoroczni emigranci z NewConnect rozczarowują*, „Gazeta Giełdy Pakiet”, 15.10.2014.

Dokumenty prawne

1. 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.
2. 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.
3. Regulamin Giełdy w brzmieniu przyjętym Uchwałą Nr 1/1110/2006 Rady Giełdy z dnia 4 stycznia 2006 r. według stanu prawnego na dzień 1 stycznia 2014 r.
4. Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu w brzmieniu przyjętym Uchwałą Nr 147/2007 Zarządu Giełdy z dnia 1 marca 2007 r. według stanu prawnego na dzień 1 września 2014 r.

Materiały internetowe

1. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., *Rocznik giełdowy 2013*, GPW, Warszawa 2013, http://www.gpw.pl/biblioteka-gpw-wiecej?gpwl_id=97&title=Rocznik+gie%C5%82dowy+2013
2. NewConnect, *O rynku*, www.newconnect.pl/index.php?page=o_rynku,s

Impact of Trading System Changes on Public Companies in Poland

Summary

The aim of this article is to answer the question how change of the trading system from NewConnect to the main WSE market affected Polish public companies in the area of the rate of return generated for shareholders, liquidity of shares and the acquired capital. The first part of the article presents the structure of the Polish securities market. The second part characterises thoroughly the company debut process on the NewConnect market and the way of the later change in trading. The third part includes the results of research of companies which changed the trading from the NewConnect to the regulated market in the period from 2009 to 22 October 2014. The final part presents the author's conclusions and indicates the areas which require further analysis.

The conducted research allowed for reaching the assumed goal. The obtained results reject the main hypothesis which claims that after the change of trading, companies generate a positive rate of return for their shareholders. The verification of the first of the partial hypotheses allows for its partial acceptance. After the change of the trading system, companies achieve a rise in liquidity of shares in the long run understood as the rise in the turnover value, the rise in the number of concluded transactions and the rise in turnover volume over analogous periods of NewConnect trading. The verification of the second of partial hypotheses claiming that the change of trading allows companies to acquire additional capital, allows for its full acceptance.

Keywords: NewConnect market, main WSE market, change of trading, rate of return, liquidity of shares, acquired capital

Arkadiusz Bebel

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Wybrane aspekty wyceny spółek biotechnologicznych – analiza teoretyczna i praktyczna

Streszczenie

W pierwszej części pracy autor przedstawił wybrane teoretyczne aspekty wyceny spółek biotechnologicznych z naciskiem na metodę rNPV, czyli metodę wartości obecnej skorygowanej o ryzyko. Przedstawione zostały również czynniki wpływające na wartość przedsiębiorstwa biotechnologicznego, takie jak czas, poziom poniesionych kosztów, a także postęp technologiczny rozumiany jako osiągnięcie kolejnej fazy badań. Druga część pracy wskazuje, jak zmieniała się wartość wybranych spółek biotechnologicznych na GPW w ostatnich latach. Ponadto przeprowadzona została analiza nielicznych rekomendacji wydanych przez analityków, która pokazuje, jakie metody są w praktyce stosowane do wyceny spółek biotechnologicznych notowanych na GPW.

Słowa kluczowe: metody wyceny przedsiębiorstw, biotechnologia, rNPV, metody opcyjne, ryzyko, GPW

1. Wprowadzenie

Pytanie o efektywność rynków finansowych padało w badaniach naukowych wielokrotnie i jednoznaczne stwierdzenie, która hipoteza rynku efektywnego

jest prawidłowa, nie jest oczywiste¹. Analizując kursy akcji pojedynczych spółek (w szczególności małych), można mieć wrażenie, że efektywność rynku jest jeszcze mniejsza², gdyż w przeciwnym razie nie występowałyby znaczne wahania cen akcji nieuzasadnione zmianą sytuacji fundamentalnej spółki. Z drugiej strony, znajdują się teoretyczne aspekty wyceny przedsiębiorstw skoncentrowane na szukaniu prawdziwej wartości aktywów³. Metody te w znacznym stopniu oparte są na subiektywnych założeniach, gdyż w przeciwnym razie nie istniałyby różne wyceny tych samych aktywów. Praktyka gospodarcza wpływa na teorię, która musi się rozwijać, aby tworzyć narzędzia do wyceny nowo powstałych aktywów. Przykładem mogą być spółki biotechnologiczne, których wycena za pomocą klasycznych metod wyceny przedsiębiorstw często znacznie różni się od wyceny rynkowej⁴.

Niniejszy artykuł ma na celu analizę wybranych teoretycznych aspektów wyceny spółek biotechnologicznych oraz empiryczną analizę zachowania kursów akcji wybranych spółek biotechnologicznych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

2. Wybrane teoretyczne aspekty wyceny spółek biotechnologicznych

Teoretyczne metody wyceny aktywów, w tym w szczególności przedsiębiorstw, rozwijają się od początku XX w., niemniej jednak dopiero na początku drugiej połowy wieku tempo rozwoju teorii znacznie przyspieszyło. Przełomowe badania Modiglianego i Millera⁵ o wpływie struktury kapitałowej na wartość przedsiębiorstwa z lat 1958–1963 w połączeniu ze stworzonym niezależnie przez Jacka Treynora⁶,

¹ E.F. Fama, Efficient capital markets: A review of theory and empirical work, „The Journal of Finance” 1970, 25.2: 383–417.

² B.G. Malkiel, *The efficient market hypothesis and its critics*, „Journal of Economic Perspectives” 2003, 59–82.

³ J.H. Cochrane, *Asset pricing*, Princeton University Press, New York 2005.

⁴ B. Bogdan, R. Villiger, *Valuation in Life Sciences*, Springer, Berlin, Heidelberg 2008.

⁵ F. Modigliani, M.H. Miller, *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, „The American Economic Review” 1958, 261–297; oraz F. Modigliani, M.H. Miller, *Corporate income taxes and the cost of capital: a correction*, „The American Economic Review” 1963, 433–443.

⁶ C.W. French, W. Craig, *The Treynor capital asset pricing model*, „Journal of Investment Management” 2003, 1.2, 60–72.

William Sharpa⁷, Johna Lintnera⁸ oraz Jana Mossina⁹ modelem CAPM stworzyły podstawy do teoretycznych modeli wycen przedsiębiorstw, które ciągle są rozwijane. Zmieniające się otoczenie gospodarcze oraz mnogość powstających aktywów sprawiają, że teoria musi reagować i tworzyć odpowiednie narzędzia do ich wyceny. W ostatnich latach na popularności znacznie zyskały spółki biotechnologiczne, których przepływy pieniężne są trudne do modelowania i w związku z tym postawiły wyzwanie przed teorią: Jak wyceniać tego typu spółki?

Analizując klasyczne metody wyceny przedsiębiorstw, można wyróżnić metody majątkowe, dochodowe, porównawcze oraz opcyjne¹⁰.

Stosowanie metod majątkowych (tj. metody wartości księgowej, likwidacyjnej i odtworzeniowej) dla spółek biotechnologicznych nie ma praktycznego zastosowania. Jest to spowodowane tym, że większość wartości w tego typu spółkach znajduje się w kapitale intelektualnym/*know-how*, który zwykle nie ma odzwierciedlenia w wartości księgowej aktywów¹¹, co powoduje, że wycena spółki zwykle bardzo mocno różni się od wartości aktywów ujętych w bilansie przedsiębiorstwa.

Wykorzystanie metod dochodowych do wyceny przedsiębiorstw biotechnologicznych jest możliwe, niemniej jednak trzeba mieć na uwadze charakterystykę przepływów pieniężnych przedsiębiorstw biotechnologicznych. Cykl życia pojedynczego projektu jest długi i od momentu rozpoczęcia do momentu wprowadzenia na rynek leku może minąć nawet kilkanaście lat. Przez pierwsze lata spółki ponoszą duże koszty, nie mając pewności, czy cząsteczka będzie skuteczna i przejdzie do kolejnej fazy badań. Ta wątpliwość połączona z niepewnością, ile będą warte przepływy pieniężne, które w przypadku sukcesu lek wygeneruje (horyzont modelowania przepływów pieniężnych może stanowić nawet 30 lat), stanowią główny problem w wycenie spółek biotechnologicznych metodą DCF¹².

⁷ W.F. Sharpe, *Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk*, „The Journal of Finance” 1964, 19.3, 425–442.

⁸ J. Lintner, *The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets*, „The Review of Economics and Statistics” 1965, 13–37.

⁹ J. Mossin, *Equilibrium in a capital asset market*, „Econometrica: Journal of the Econometric Society” 1966, 768–783.

¹⁰ A. Fierla, *Wycena przedsiębiorstwa metodami dochodowymi*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008.

¹¹ Zgodnie z MSR 38 prace badawcze stanowią koszty w RZiS i nie są aktywowane. Natomiast prace rozwojowe mogą być aktywowane, niemniej jednak prace rozwojowe ujęte na bilansie stanowią tylko część wartości całej spółki, stąd wycena za pomocą metod majątkowych nie ma praktycznego zastosowania.

¹² B. Bogdan, R. Villiger, *Valuation...*, op.cit.

Metody porównawcze w przypadku wycen większości spółek biotechnologicznych nie mają uzasadnienia merytorycznego, co związane jest z faktem, że produkt jest zwykle wyjątkowy i trudny do porównywania. To sprawia, że oczekiwania co do przyszłych wzrostów wyników mogą się znacznie różnić między spółkami biotechnologicznymi. Należy tutaj podkreślić, że istnieją miary statystyczne badające na przykład średni koszt wytworzenia jednej cząsteczki od początku do fazy klinicznej, niemniej jednak przyjęcie tego typu założeń ma większy sens w przypadku analizy portfela spółek biotechnologicznych, a nie jednej specyficznej firmy.

Metody opcyjne jako sposób wyceny spółek biotechnologicznych mają największe uzasadnienie z teoretycznego punktu widzenia, gdyż uwzględniają one niepewność powodzenia projektu¹³. Ponadto zastosowanie opcji amerykańskich może dodatkowo uwzględnić w wycenie czynnik czasu – zwykle badania biotechnologiczne są długotrwałe i nie wiadomo dokładnie, kiedy się zakończą / kiedy zostanie osiągnięty kamień milowy w badaniach naukowych. Z teoretycznego punktu widzenia zasadne jest wycenianie każdego projektu naukowego osobno, a następnie sumowanie wartości projektów w celu uzyskania wyceny całej spółki. Warto jednak zauważyć, że takie podejście pomija możliwość podjęcia przez spółkę nowych projektów – należałoby również wycenić tę opcję na opcję. Praktyczna implementacja metod opcyjnych wyceny spółki jest trudna, gdyż dla każdego projektu należałoby przyjąć inne kluczowe parametry (np. zmienność, cena wykonania), które podlegają subiektywnej ocenie, a ich niewielka modyfikacja może w znaczący sposób wpłynąć na wynik wyceny.

Analizując metody wyceny spółek biotechnologicznych warto również podkreślić czynniki, które w opinii autora są szczególnie ważne w procesie wyceny spółek biotechnologicznych – asymetria informacji, wymagana specjalistyczna wiedza, niska dostępność danych historycznych i mała liczba porównywalnych projektów.

Asymetria informacji w przypadku wyceny spółek biotechnologicznych przejawia się na przykład tym, że kontrakty między spółkami ujawniają tylko podstawowe informacje (ochrona *know-how*, praktyki rynkowe) i inwestorom ciężko jest oszacować ich długoterminowy wpływ na wyniki finansowe spółki. Innym przykładem asymetrii informacji jest fakt, że o przebiegu i ewentualnym sukcesie badań (nawet częściowym) inwestorzy są zwykle informowani z dużym opóźnieniem. To w połączeniu z kolejnym czynnikiem – wymaganą specjalistyczną wiedzą – sprawia, że inwestorzy/analitycy działają w warunkach dużej niepewności co do możliwego wpływu prowadzonych badań na przyszłe wyniki finansowe. Przykładowo, dla inwestorów finansowych odpowiedź na pytanie, czy cząsteczka X, nad którą pra-

¹³ D. Kellogg, J.M. Charnes, *Real-options valuation for a biotechnology company*, „Financial Analysts Journal” 2000, 76–84.

kuje spółka X, i cząsteczka Y, nad którą pracuje spółka Y, mogą być substytutami, nie jest niemożliwe bez posiadania odpowiedniej wiedzy (co innego dla np. spółek detalicznych, w których przypadku porównanie produktów jest dużo prostsze). Kolejnym problemem, szczególnie uwidocznionym w procesie wyceny spółek biotechnologicznych, jest niska dostępność danych historycznych oraz mała liczba porównywalnych projektów. Problem ten przejawia się w niemożliwości zastosowania wyceny porównawczej, gdyż poszczególne projekty, nawet w ramach tego samego obszaru medycznego, mogą mieć nieporównywalny wpływ na finanse spółki w długim okresie. Ponadto mała dostępność porównywalnych projektów, a także fakt, że każdy projekt jest inny, sprawiają, że ciężko jest oszacować prawdopodobieństwo sukcesu poszczególnych etapów badań. Biorąc pod uwagę wady zaprezentowanych powyżej klasycznych metod wyceny przedsięwzięcia pozostaje zadać pytanie: Jak w praktyce wycenia się spółki biotechnologiczne?

Standardową metodą wyceny projektów biotechnologicznych w praktyce jest wartość obecna skorygowana o ryzyko (*risk-adjusted net present value* – rNPV)¹⁴. Jest to metoda, w której uwzględnia się zarówno przychody, koszty, ryzyko, jak i czas wystąpienia danych przepływów. Metoda rNPV to pewnego rodzaju modyfikacja klasycznej metody DCF, w której szczególny nacisk kładzie się na prawdopodobieństwa wystąpienia poszczególnych przepływów. Pierwszym etapem w analizie rNPV jest projekcja przychodów i kosztów tak, jakby nie było ryzyka niepowodzenia. Następnie szacuje się prawdopodobieństwa wystąpienia danych przepływów pieniężnych – zwykle w tym celu wykorzystuje się dane statystyczne dotyczące współczynników sukcesu przejścia do kolejnej fazy badawczej dla podobnych badań, a gdy nie ma podobnych cząsteczek, to dla szerszego obszaru badawczego (np. onkologii). Warto tutaj podkreślić, że prawdopodobieństwo wystąpienia odległych w czasie przychodów nie zależy tylko do sukcesu przejścia leku do następnej fazy, ale również od czynników rynkowych takich, jak zmiany rynkowe, inflacja, pojawienie się substytutów czy też zmiany regulacyjne. Wszystkie te czynniki sprawiają, że w analizie spółek biotechnologicznych działa się w warunkach dużej niepewności, aczkolwiek wiele rodzajów ryzyka można próbować kwantyfikować. Następnie oszacowane przepływy pieniężne skorygowane o ryzyko należy zdyskontować tak, żeby uzyskać wartość obecną projektu. Ważne jest jednak, żeby przyjęta do dyskontowania stopa procentowa nie zawierała już premii za ryzyko, gdyż zostało już ono uwzględnione przy kalkulacji skorygowanych o ryzyko przepływów pieniężnych – zastosowanie zbyt wysokiej stopy procentowej sprawi, że wartość projektu będzie zaniżona.

¹⁴ E. Holmberg, H. Jeppsson, *The use of valuation models by European biotechnology analysts*, University of Gothenburg, 2011.

Próba kwantyfikacji powyższych rozważań sprowadza się do następującej formuły:

$$rNPV = NPV \left(\sum_{i=0}^n P_i \cdot \frac{R_0}{R_i} \right) - NPV \left(\sum_{i=0}^n C_i \cdot \frac{R_0}{R_i} \right)$$

gdzie:

P_i – przychód w i -tym okresie;

C_i – koszt w i -tym okresie;

R_0 – początkowe prawdopodobieństwo odniesienia sukcesu w całym projekcie;

R_i – prawdopodobieństwo odniesienia sukcesu w i -tym momencie (na przykład po pomyślnym przejściu do kolejnej fazy badań).

Pierwsza część równania to bieżąca wartość wszystkich przychodów możliwych do uzyskania skorygowana o ryzyko powodzenia całego projektu. Natomiast druga część równania to skorygowana o ryzyko wartość bieżąca wszystkich kosztów, które należy ponieść. Im projekt bardziej skomplikowany, tym R_0 , czyli początkowe prawdopodobieństwo odniesienia sukcesu w całym projekcie, jest na początku mniejsze, natomiast wraz z pomyślnym postępem projektu R_i stopniowo rośnie, aż w krańcowym przypadku, gdy projekt odnosi sukces, to R_i wynosi 1.

W procesie tworzenia wartości w spółce biotechnologicznej należy wymienić trzy główne czynniki wpływające na wartość spółki w czasie¹⁵.

1. Czas – im bliżej do daty wprowadzenia produktu na rynek, tym większa wartość spółki, co wynika zarówno z faktu, że w procesie dyskontowania przyszłe przepływy są warte więcej niż miałyby to miejsce przy dłuższym czasie do wprowadzenia produktu na rynek, a także z mniejszej niepewności dotyczącej przyszłości.
2. Poziom poniesionych kosztów – koszty, przynajmniej w pierwszej fazie badań, zwykle przechodzą przez rachunek zysków i strat, stąd pozornie nie budują wartości, niemniej jednak trzeba pamiętać, że są to koszty poniesione na badania, więc im mniej kosztów pozostało do wydania, tym więcej jest warta spółka.
3. Postęp technologiczny – przejście do kolejnej fazy badań wpływa pozytywnie na wartość spółki, gdyż maleje ryzyko związane z nieskutecznością cząsteczki, czyli mniejsza jest różnica między prognozowanymi przepływami oraz prognozowanymi przepływami skorygowanymi o ryzyko.

Analizując wartość spółek biotechnologicznych warto również zadać pytanie, ile byłaby warta spółka w przypadku, gdy cząsteczka nie przejdzie do następnej fazy badań. Jest to pytanie trudne, a odpowiedź na nie jest nieoczywista. Wartość tego typu projektu nie będzie duża, ale na pewno będzie większa niż zero. W przyszłości

¹⁵ J.J. Stewart, P.N. Allison, R.S. Johnson, *Putting a price on biotechnology*, „Nature biotechnology” 2001, 19.9, 813–818.

można przedmiot badania zmodyfikować/wykorzystać w innym celu. W przypadku dużych firm biotechnologicznych częstą praktyką rynkową jest rozpoczęcie wielu projektów, a po jakimś czasie odłożenie części z nich na bok, mimo że projekty idą zgodnie z oczekiwaniami. Spółki postępują tak w celu uzyskania ochrony patentowej – zgłaszają cząsteczkę do badań, a następnie zastrzegają możliwość wykorzystania jej, mimo że w krótkim terminie nie mają konkretnych zastosowań. Również w procesie rozwoju cząsteczek należy wycenić pewnego rodzaju opcję na możliwość zastosowania ich w innych celach – na przykład przy innych chorobach. Dodatkowo dokładne określenie potencjalnego rynku zbytu dla wielu cząsteczek jest trudne, gdyż wymaga specjalistycznej wiedzy medycznej i jest to kolejny element niepewności w szacowaniu wartości spółki biotechnologicznej.

3. Spółki biotechnologiczne notowane na GPW

Branża biotechnologiczna rozwija się bardzo szybko w Stanach Zjednoczonych, co spowodowane jest m.in. dużą dostępnością finansowania dla ryzykownych przedsięwzięć. W jednym z wiodących indeksów giełdowych spółek biotechnologicznych – NASDAQ Biotechnology – uwzględnianych jest ponad 150 spółek¹⁶, z czego część ma kapitalizację rzędu 100 mld USD (na dzień 6.01.2014 spółki mające około 100 mld USD to na przykład Amgen, Sanofi). Rynek spółek biotechnologicznych w Polsce jest zdecydowanie mniejszy, niemniej jednak znajdują się tu spółki z branży notowane na GPW w Warszawie (tabela 1).

Tabela 1. Wybrane spółki biotechnologiczne notowane na GPW

Nazwa	Kapitalizacja na dzień 31.12.2014 (w mln PLN)	Stopa zwrotu w 2014 roku (w %)	Stopa zwrotu w latach 2012–2014 (w %)	Współczynnik beta*
Mabion SA	426,1	12,83	275,74	0,13
Selvita SA ¹⁷	158,0	81,93	180,67	1,41
Bioton SA	340,9	98,50	-33,83	1,61
Biomed Lublin SA	97,4	-18,52	-65,13	1,24
Pharmena SA	89,6	-42,38	-57,93	0,50

* Obliczony na podstawie dziennych stóp zwrotu dla okresu 2012–2014.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze www.stooq.com

¹⁶ Na podstawie: <https://finance.yahoo.com/q/cp?s=%5ENBI+Components>

¹⁷ Kapitalizacja spółki nie uwzględnia emisji akcji z grudnia 2014 r. (notowanych na koniec 2014 r. w formie PDA). W przypadku uwzględnienia nowej emisji kapitalizacja wyniosłaby 198 mln PLN.

W procesie wyboru spółek autor przyjął dwa kryteria. Pierwszym była charakterystyka działalności – wybrano spółki, które zajmują się badaniami nad rozwojem nowych leków bądź też produkują lek. Nie uwzględniono spółek zajmujących się na przykład produkcją urządzeń medycznych czy dystrybutorów leków, gdyż profil ryzyka biznesowego dla tego typu spółek znacząco się różni. Drugim kryterium była wysokość kapitalizacji – w badaniach uwzględniono tylko spółki mające ponad 50 mln PLN kapitalizacji, gdyż wiarygodność uzyskanych wyników dla mniejszych spółek byłaby niewystarczająca.

Analizując zachowanie cen akcji wybranych spółek biotechnologicznych, można się spodziewać dużej zmienności cen akcji z racji wysokiego ryzyka prowadzonej działalności, a także licznych nagłych zmian kursów akcji, które związane byłyby z informacjami o sukcesie/niepowodzeniu w badaniach. Z drugiej jednak strony, w okresach, gdy ze spółek nie płyną żadne informacje, kursy akcji nie powinny się dość mocno zmieniać, gdyż nie ma fundamentalnych czynników, które wpływałyby na zmianę wyceny spółek. Warto również dodać, że spółki biotechnologiczne powinny być acykliczne, a stopy zwrotu z akcji powinny w znacznie większym stopniu zależeć od powodzenia/niepowodzenia w badaniach niż od sytuacji rynkowej (hossa/bessa). Analiza zależności między kursami różnych spółek biotechnologicznych nie powinna wykazywać zbyt wysokiej korelacji z racji prowadzenia różnorodnych badań (jedynym czynnikiem wpływającym na ewentualną korelację powinien być ogólny sentyment inwestorów do branży biotechnologicznej).

Analiza empiryczna potwierdza przypuszczenia przedstawione powyżej. W tabeli 2 przedstawiono współczynniki korelacji między spółkami oraz między spółkami a indeksem giełdowym WIG.

Tabela 2. Współczynnik korelacji pomiędzy wybranymi spółkami biotechnologicznymi

Współczynnik korelacji*	WIG	Bioton SA	Biomed Lublin SA	Mabion SA	Pharmena SA	Selvita SA
WIG	1,00					
Bioton SA	0,12	1,00				
Biomed Lublin SA	0,07	0,02	1,00			
Mabion SA	0,16	0,08	0,01	1,00		
Pharmena SA	0,03	0,00	0,00	0,04	1,00	
Selvita SA	0,08	-0,01	0,04	0,03	0,06	1,00

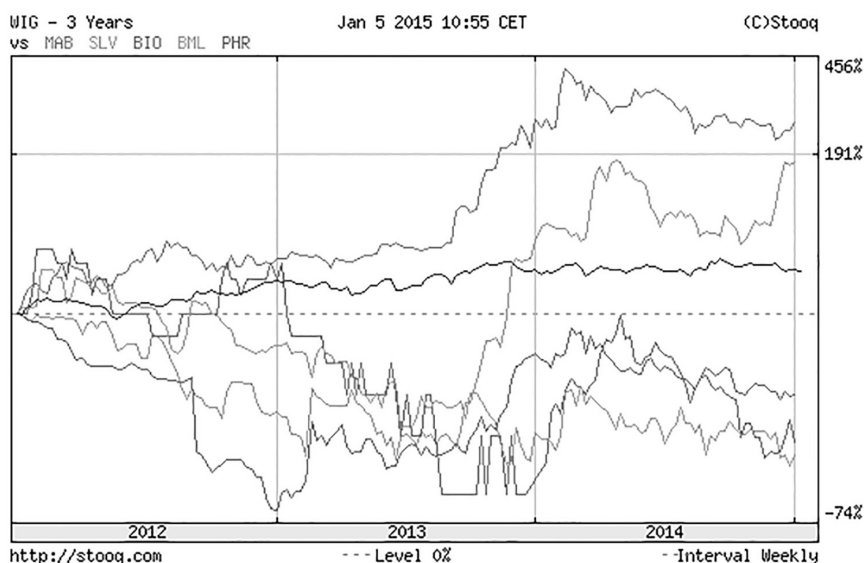
* Obliczony na podstawie dziennych stóp zwrotu dla lat 2012–2014.

Źródło: jak pod tab. 1.

Korelacja zarówno między spółkami, jak i między spółkami a indeksem szerokiego rynku WIG jest bardzo niska, co jest zgodne z zaprezentowanymi powyżej oczekiwaniami, a także umożliwia uzyskanie efektu dywersyfikacji poprzez inwestowanie części portfela w spółki biotechnologiczne.

Na rysunku 1 przedstawiono, jak zmieniały się zakumulowane stopy zwrotu z akcji poszczególnych firm biotechnologicznych na tle indeksu giełdowego WIG w latach 2012–2014.

Rysunek 1. Kursy akcji wybranych spółek biotechnologicznych oraz indeksu giełdowego WIG



Źródło: www.stooq.com

Zgodnie z oczekiwaniami kursy akcji spółek biotechnologicznych cechowały się znacznie większą zmiennością niż notowania indeksu WIG, a możliwe do uzyskania stopy zwrotu sięgały od minus kilkudziesięciu procent do ponad 200% zysku. Jak pokazano we wcześniejszej części pracy, współczynniki korelacji były dość niskie na przestrzeni ostatnich trzech lat, niemniej jednak zauważalna jest duża kointegracja stóp zwrotu w analizowanym horyzoncie czasowym. W okresie od połowy 2013 r. do mniej więcej pierwszego kwartału 2014 r. wycena większości spółek biotechnologicznych rosła zdecydowanie szybciej, niż wynikałoby to z teorii i uzyskanego średnioterminowego współczynnika beta. Analogicznie widać, że mniej więcej od pierwszego kwartału 2014 r. do końca tego roku spółki biotechnologiczne

zanotowały niższe stopy zwrotu z akcji niż indeks szerokiego rynku. W tym czasie ze spółek nie napływały informacje, które w opinii autora uzasadniałyby aż tak mocny wcześniejszy wzrost oraz późniejszy długotrwały spadek cen akcji spółek biotechnologicznych. W przypadku napływu ważnych informacji ze spółek biotechnologicznych zmiany cen akcji powinny być gwałtowne, a proces dostosowywania wyceny giełdowej do aktualnej sytuacji fundamentalnej krótki. Zaobserwowane zachowanie cen wybranych akcji może wskazywać, że głównym czynnikiem wpływającym na wycenę spółek biotechnologicznych na GPW jest sentyment do sektora biotechnologicznego (świadczy o tym podążanie w podobnych trendach kursów akcji mimo niskiej korelacji między spółkami).

Analizując wyceny spółek przez pryzmat pierwszego rozdziału, zauważalny wpływ sentymentu do branży biotechnologicznej można porównać do wyceny spółek metodą porównawczą – gdy zaczynają rosnąć wskaźniki wyceny jednej spółki, wtedy inwestorzy zaczynają kupować akcje również innych spółek, gdyż są one relatywnie tańsze. Takie ruchy, szczególnie jeżeli ich skala jest duża, mogą powodować nieuzasadnione zwiększenie różnicy między wartością rynkową spółki a wartością fundamentalną.

Nawiązując do pierwszej części pracy o teoretycznych metodach wyceny spółek biotechnologicznych, warto spojrzeć na rekomendacje analityczne oraz pojawiające się w nich metody wyceny spółek. Spółki biotechnologiczne rzadko są przedmiotem zainteresowania analityków giełdowych. Według autora, najważniejszą przyczyną jest wciąż niska popularność spółek biotechnologicznych w Polsce, a także specjalistyczna wiedza wymagana do wyceny spółek biotechnologicznych. W połączeniu z faktem niskich średnich dziennych obrotów na niektórych spółkach biotechnologicznych nie daje to podstaw biznesowych do tworzenia rekomendacji analitycznych.

Według wiedzy autora, w 2014 r. dla spółki Bioton SA i Pharmena SA nie zostały wydane żadne rekomendacje analityczne. W przypadku spółki Biomed Lublin SA została wydana krótka notatka analityczna, która jednak nie dostarcza wszelkich wymaganych przez autora informacji. Na pozostałe dwie spółki, tj. Mabion SA i Selvita SA, zostały wydane rekomendacje. W przypadku spółki Mabion SA została wydana jedna rekomendacja przez Mercurius Dom Maklerski, natomiast w przypadku spółki Selvita SA została wydana jedna rekomendacja przez zagraniczny podmiot Edison Research (autor przyjmuje raport inicjujący oraz późniejszą aktualizację wyceny jako jedną rekomendację z racji krótkiego odstępu czasu między publikacją obu dokumentów) oraz raport analityczny związany z ofertą publiczną akcji (SPO) – napisany przez DI Investors.

W rekomendacji dla spółki Mabion SA wykorzystano wycenę metodą DCF oraz metodę implikowanego P/E, uzyskując odpowiednio następujące wartości teoretyczne

jednej akcji spółki: 50,4 PLN, 44,8 PLN. Wartości te nie odbiegają zbyt mocno od ceny rynkowej akcji Mabion SA, która w 2014 r. charakteryzowała się dość dużą zmiennością i wahała się w przedziale od ok. 35 PLN do ok. 60 PLN. W kontekście argumentów przedstawionych w pierwszej części pracy należy stwierdzić, że wykorzystanie modelu DCF do wyceny spółki jest podejściem zbyt mocno uproszczonym. Jednocześnie w raporcie podkreślony jest fakt rezygnacji z metody porównawczej w związku z charakterystyką spółki.

Analizując materiały analityczne dotyczące spółki Selvita, można stwierdzić wyraźną metodologiczną różnicę w wycenie poszczególnych części biznesu. Część usługowa spółki została wyceniona zgodnie z modelem DCF, natomiast segment innowacyjny zgodnie z metodą rNPV, która, jak opisano w pierwszej części artykułu, jest powszechnie stosowaną metodą w wycenie spółek biotechnologicznych. W obu raportach uzyskano zbliżoną wycenę około 20 PLN na akcję. Jest to wycena znacznie przekraczająca cenę rynkową akcji, która w 2014 r. znajdowała się w przedziale od ok. 9 do ok. 16 PLN.

4. Podsumowanie

Niniejsza praca miała na celu przedstawienie wybranych aspektów wyceny spółek biotechnologicznych. Jak pokazano w punkcie drugim, zastosowanie klasycznych metod wyceny dla spółek biotechnologicznych jest niewłaściwe. Praktyką rynkową jest zastosowanie metody rNPV, dzięki której uwzględnione są nie tylko takie czynniki, jak przychody, koszty, lecz także ryzyko i czas wystąpienia przepływów pieniężnych. Warto również dodać, że w procesie wyceny spółek biotechnologicznych szczególnym problemem mogą być takie aspekty, jak asymetria informacji, wymagana specjalistyczna wiedza, niska dostępność danych historycznych oraz relatywnie mała ilość porównywalnych projektów.

Praktyczna analiza przedstawiona w punkcie trzecim pokazuje, że kursy akcji wybranych spółek biotechnologicznych notowanych na GPW charakteryzują się wyższą zmiennością stóp zwrotu niż indeks giełdowy WIG. Przeprowadzona przez autora analiza wskazuje również na niską korelację między stopami zwrotu analizowanej próby, co jest zgodne z oczekiwaniami.

Analizując zmiany cen akcji przez pryzmat koszyka spółek biotechnologicznych, można zauważyć duży wpływ sentymentu inwestycyjnego na zmiany cen akcji. Ponadto bardzo duża zmienność cen akcji wskazuje, że istnieją inne niż fundamentalne czynniki, które wpływają na wycenę spółek biotechnologicznych notowanych na GPW. Analiza nielicznych rekomendacji wydanych przez analityków pokazuje,

że standardowa metoda wyceny rNPV występuje, lecz nie jest najpopularniejszą metodą wyceny spółek biotechnologicznych w Polsce, co może świadczyć o słabym przygotowaniu merytorycznym analityków do wyceny spółek biotechnologicznych.

Bibliografia

1. Bogdan B., Villiger R., *Valuation in Life Sciences*, Springer, Berlin, Heidelberg 2008.
2. Cochrane J.H., *Asset pricing*, Princeton University Press, 2005.
3. Fama E.F., *Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*, „The Journal of Finance” 1970, 383–417.
4. Fierla A., *Wycena przedsiębiorstwa metodami dochodowymi*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008.
5. French C.W., Craig W., *The Treynor capital asset pricing model*, „Journal of Investment Management” 2003, 60–72.
6. Hand J.R.M., *The market valuation of biotechnology firms and biotechnology R&D*, SSRN, 2001.
7. Harrison M., Lerer L., *Real options for biotechnology valuation*, „Nature biotechnology” 2002, 223–223.
8. Holmberg E., Jeppsson H., *The use of valuation models by European biotechnology analysts*, University of Gothenburg, 2011.
9. Joos P., Zhdanov A., *Earnings and equity valuation in the biotech industry: Theory and evidence*, „Financial Management” 2008, 431–460.
10. Keegan K., *Biotechnology Valuation: An Introductory Guide*, John Wiley & Sons, 2009.
11. Kellogg D., Charnes J.M., *Real-options valuation for a biotechnology company*, „Financial Analysts Journal” 2000, 76–84.
12. Koller T. et al., *Valuation: measuring and managing the value of companies*, John Wiley and Sons, 2010.
13. Lintner J., *The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets*, „The Review of Economics and Statistics” 1965, 13–37.
14. Malkiel B.G., *The efficient market hypothesis and its critics*, „Journal of Economic Perspectives” 2003, 59–82.
15. Modigliani F., Miller M.H., *Corporate income taxes and the cost of capital: a correction*, „The American Economic Review” 1963, 433–443.
16. Modigliani F., Miller M.H., *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, „The American Economic Review” 1958, 261–297.

17. Mossin J., *Equilibrium in a capital asset market*, „Econometrica: Journal of the Econometric Society” 1966, 768–783.
18. Nesta L., Saviotti P.-P., *Firm knowledge and market value in biotechnology*, „Industrial and Corporate Change” 2006, 625–652.
19. Sharpe W.F., *Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk*, „The Journal of Finance” 1964, 425–442.
20. Stewart J.J., Allison P.N., Johnson R.S., *Putting a price on biotechnology*, „Nature biotechnology” 2001, 813–818.
21. XU B., Magnan M.L., Andre P.E., *The Stock Market Valuation of R&D Information in Biotech Firms*, „Contemporary Accounting Research” 2007, 1291–1318.

Selected Aspects of Valuation of Biotechnological Companies. Theoretical and Practical Analyses

Summary

In the first part the author presents selected theoretical aspects of valuation of biotechnological companies, emphasizing the rNPV method, i.e. risk-adjusted net present value. He also presents factors which affect the value of biotechnological companies, like impact of time, the level of costs incurred as well as the technological progress understood as reaching a subsequent phase of research. The second part of the study shows how the corporate value of the selected biotechnological companies on the WSE has changed in recent years. Furthermore, few recommendations made by analysts have been analysed, which indicates the methods applied in practice to valuate biotechnological companies quoted on the WSE.

Keywords: methods of corporate valuation, biotechnology, rNPV, option methods, risk, WSE

*Dorota Ciesielska*¹

Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Zagraniczna ekspansja kapitałowa polskich przedsiębiorstw

Streszczenie

Celem niniejszego artykułu jest próba weryfikacji, czy modele ewolucyjne internacjonalizacji, a w tym model uppsalski pozwalają na wytłumaczenie przebiegu ekspansji kapitałowej działających w Polsce przedsiębiorstw. W artykule omówione zostały wyniki badań teoretycznych oraz empirycznych dotyczących BIZ polskich spółek. Dokonano oceny stopnia internacjonalizacji spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, prowadzących działalność w formie BIZ oraz przedstawiono specyfikę prowadzonej przez powyższe podmioty ekspansji międzynarodowej o charakterze kapitałowym.

Słowa kluczowe: ekspansja kapitałowa, internacjonalizacja, bezpośrednie inwestycje zagraniczne polskich przedsiębiorstw.

1. Wprowadzenie

Zaangażowania kapitałowe polskich przedsiębiorstw w bezpośrednie inwestycje zagraniczne (BIZ) dynamicznie zwiększyło się na przestrzeni ostatnich 15 lat. Obrazuje to wzrost wartości polskich BIZ, które zgodnie z danymi UNCTAD wzrosły

¹ Publikacja w ramach projektu badawczego Narodowego Centrum Nauki przyznanego na podstawie decyzji numer DEC-2012/05/B/HS4/04218.

z 1,01 mld USD w 2000 r. do 28,43 mld USD w 2013 r. Podobna tendencja w zakresie BIZ wystąpiła w wielu państwach z rynków wschodzących. Badacze tego zjawiska często podkreślają, że tradycyjne teorie dotyczące BIZ, a w szczególności uppsalski model internacjonalizacji, były tworzone głównie na podstawie doświadczeń państw najbardziej rozwiniętych oraz przedsiębiorstw i BIZ z nich pochodzących. W związku z tym nie wyjaśniają one w wystarczającym stopniu modelu rozwoju korporacji międzynarodowych z gospodarek wschodzących².

Celem niniejszego artykułu jest próba weryfikacji, czy modele ewolucyjne internacjonalizacji, a w tym model uppsalski, pozwalają na wytłumaczenie przebiegu ekspansji kapitałowej działających w Polsce przedsiębiorstw. Realizacja powyższego celu badawczego będzie przeprowadzona na podstawie badań literaturowych oraz empirycznych. W związku z realizacją powyższych zamierzeń badawczych zostały postawione następujące hipotezy:

Hipoteza pierwsza: Internacjonalizacja polskich przedsiębiorstw ze względu na specyficzne uwarunkowania historyczne i ekonomiczne jest odmienna niż jest to przedstawiane w modelach ewolucyjnych.

Hipoteza druga: Proces internacjonalizacji działających w Polsce przedsiębiorstw przebiega w sposób przyspieszony, charakterystyczny dla rozwoju przedsiębiorstw z rynków wschodzących.

2. Uppsalski model internacjonalizacji i jego krytyka w świetle rozwoju międzynarodowych korporacji z rynków wschodzących

Jedną z najczęściej przywoływanych teorii ewolucyjnych opisujących rozwój BIZ jest tzw. uppsalski model internacjonalizacji, U-model opracowany przez J. Johanssona i J.-E. Vahlne'a. Proces umiędzynarodowienia w powyższym modelu zaczyna się od różnych form eksportu, przez większe zaangażowanie kapitałowe włącznie z rozwojem produkcji za granicą. W jego ramach firmy przechodzą przez kolejne etapy w swoim rozwoju, zdobywając i wykorzystując wiedzę na temat rynków zagranicznych oraz sposobów działania na nich. Efektem i elementem tego procesu

² Por. F. Bongalia, A. Goldstein, J. Mathews, *Accelerated internationalization by emerging markets multinationals*, „Journal of World Business” 2007, 42(4), s. 369–383; Y. Luo, R.L. Thung, *International Expansion of Emerging Market Enterprises: A Springboard Perspective*, „Journal of International Business Studies” 2007, vol. 38, no. 4, s. 481–498; T. Kothari, M. Kotabe, P. Murphy, *Rules of the Game for Emerging Market Multinational Companies from China and India*, „Journal of International Management” 2013, vol. 19, iss. 3, s. 276–299.

jest rosnące zaangażowanie przedsiębiorstw za granicą. Zgodnie z założeniami tego modelu ograniczenie dla procesu umiędzynarodowienia stanowi brak wiedzy o zagranicznych rynkach. Ta przeszkoda może być jednak pokonywana wraz z akumulacją wiedzy dotyczącej funkcjonowania na skalę międzynarodową wypływającą ze stopniowo zwiększającej się skali umiędzynarodowienia. Początkowo doświadczenie zdobywane jest na rynku krajowym, potem firma kontynuuje ekspansję na rynki zagraniczne w krajach sąsiedzkich, a następnie do bardziej odległych lokalizacji. Johanson i Vahlne³ w najnowszej wersji U-modelu uwzględniają również znaczenie międzynarodowych sieci przedsiębiorstw w ich umiędzynarodowieniu i ukazują możliwości, jakie daje fragmentacja produkcji.

J. Dunning i M. Lundam⁴ wskazują, że przedsiębiorstwa przechodzą przez kilka etapów internacjonalizacji, a w tym kolejno przez: eksport i sourcing zagraniczny, inwestycje w rozwój sieci dystrybucji i sprzedaży, produkcję zagraniczną dóbr i usług pośrednich, pogłębienie i poszerzenie łańcuchów wartości, i ostatecznie tworzą zintegrowane sieciowe przedsiębiorstwo międzynarodowe. W każdej z faz swojego rozwoju kierują się też innymi motywami. Na etapie eksportu i sourcingu zagranicznego dominuje poszukiwanie zasobów produkcyjnych oraz rynków zbytu – przy czym ekspansja międzynarodowa nie ma charakteru kapitałowego. W kolejnym etapie firmy, kierując się poszukiwaniem rynków zbytu, zaczynają dokonywać ekspansji kapitałowej i inwestują w tworzenie sieci sprzedaży i dystrybucji. W etapie trzecim firmy zaczynają rozbudowywać zdolności produkcyjne za granicą. Motywem tego działania są czynniki związane z poszukiwaniem rynków zbytu i lokalizacją produkcji w pobliżu tych rynków, ale istotne jest również poszukiwanie zasobów. Z kolei w etapach czwartym i piątym rozwoju korporacji międzynarodowych znaczenia zaczynają nabierać czynniki związane z optymalizacją działania przedsiębiorstw w skali międzynarodowej oraz poszukiwaniem strategicznych zasobów.

Przedstawiona powyżej sekwencyjność modeli ewolucyjnych jest często podawanym powodem krytyki tego podejścia. Wielu badaczy uważa, że przedsiębiorstwo nie musi przechodzić przez wszystkie etapy procesu internacjonalizacji (tzw. leapfrogging). F. Bonaglia, A. Goldstein i J. Mathews⁵ pokazują, że przedsiębiorstwa z krajów rozwijających się rozpoczynają swoją kapitałową ekspansję międzynarodową na dość wczesnym etapie rozwoju, co zdecydowanie odróżnia je od firm wywodzących się

³ J. Johanson, J.-E. Vahlne, *The Uppsala internationalization process model revisited: From liability of Foreignness to Liability of Outsidership*, „Journal of International Business Studies” 2009, vol. 40, no. 9, s. 1411–1431.

⁴ J.H. Dunning, M.L. Lundam, *Multinational Enterprises and the Global Economy*, Second Edition, Edward Elgar, Cheltenham–Northampton 2008, s. 63–78.

⁵ F. Bongalia, A. Goldstein, J. Mathews, *Accelerated...*, op.cit., s. 369–383.

z krajów najbardziej rozwiniętych. Z kolei Y. Luo i R. Thung⁶ wskazują, że korporacje z rynków wschodzących nie umiędzynarodowiają się zgodnie z tradycyjnymi modelami ewolucyjnymi czy teorią OLI. Ich zdaniem dla wielu korporacji międzynarodowych z rynków wschodzących BIZ stanowią swoistą skokową możliwość pozyskania strategicznych zasobów za granicą. Taka forma ekspansji umożliwia redukcję instytucjonalnych i rynkowych ograniczeń, które firmy te napotykały na rynkach wewnętrznych. Cytowani badacze zauważają, że międzynarodowe korporacje z rynków rozwijających inwestują zdecydowanie bardziej agresywnie niż w swoich początkowych okresach ekspansji, co powoduje, że rozwijają się zdecydowanie bardziej dynamicznie i skokowo niż wcześniej. Jednakże w dalszym ciągu mają takie same mocne strony (przewaga kosztowa) i ograniczenia (niedostateczna wiedza i umiejętności dotyczące prowadzenia ekspansji zagranicznej).

Badania przeprowadzone przez T. Kothari i innych⁷ pozwalają na stwierdzenie, że umiędzynarodowienie przedsiębiorstw z rynków wschodzących ma co prawda charakter ewolucyjny, jednakże obejmuje tylko trzy następujące etapy: 1) budowanie własnej pozycji w trudzie i znoju, 2) szybki i silny start, 3) silna pozycja międzynarodowa oraz doskonałość. Zdaniem J.A. Matthews⁸ rozwój korporacji z rynków wschodzących jest efektem ich zdolności do łączenia i wykorzystywania zasobów oraz uczenia się. Wskazuje on, że przedsiębiorstwa, które chcą zbudować globalną pozycję, a nie mają wystarczających własnych przewag konkurencyjnych, muszą koncentrować się na pozyskiwaniu ich na zewnątrz. Powoduje to, że prowadzą one np. działalność badawczo-rozwojową w krajach najbardziej rozwiniętych mających lepiej rozwinięte zaplecze i środowisko badawcze. Przyjęcie takiej perspektywy patrzenia jest swoistą przewagą konkurencyjną, która oznacza, że spółki muszą poszukiwać możliwości ekspansji na rynek globalny, a nie tylko funkcjonować w swoim macierzystym kraju. Jest to podejście nietypowe dla korporacji międzynarodowych z rynków najbardziej rozwiniętych, które raczej koncentrują się na posiadanych zasobach.

Istotnym ograniczeniem modelu etapowego jest ponadto pomijanie w nim kwestii związanej z podejściem strategicznego kierownictwa. G.A. Knight i T. Cavusgil⁹ stwierdzają, że menedżerowie mogą rozpocząć tworzenie przedsiębiorstwa od zbudowania jego globalnej wizji. Są oni w stanie zaplanować zasoby, strategię oraz model biznesowy i zaproponować kulturę organizacyjną, które zapewnią sukces na wielu

⁶ Y. Luo, R. Thung, *International...*, op.cit., s. 481–498.

⁷ T. Kothari, M. Kotabe, P. Murphy, *Rules of the Game...*, op.cit., s. 276–299.

⁸ J.A. Matthews, *Dragon multinationals: New players in 21st century globalization*, „Asia Pacific Journal of Management” 2006, vol. 23, iss. 1, s. 5–27.

⁹ G.A. Knight, T. Cavusgil, *Innovation, Organizational Capabilities, and the Born-Global Firm*, „Journal of International Business Studies” 2004, vol. 35, no. 2, s. 124–141.

rynkach zagranicznych. Oznacza to, że już na wczesnym etapie firmy te mają lub szybko zdobywają znaczące doświadczenie międzynarodowe i wiedzę. Powstawaniu takich przedsiębiorstw sprzyja rewolucja w technologiach informacyjnych, która ułatwia i przyspiesza internacjonalizację i koordynację przedsiębiorstw międzynarodowych w bardziej efektywny sposób.

3. BIZ polskich przedsiębiorstw w świetle badań literaturowych i empirycznych

Przedstawiona w poprzednim podrozdziale krytyka modeli ewolucyjnych skłania do przeprowadzenia analizy charakterystyki i tendencji w zakresie bezpośrednich inwestycji zagranicznych realizowanych przez przedsiębiorstwa działające w Polsce.

M. Gorynia z zespołem¹⁰, M.J. Radło¹¹, B. Buczkowski¹² oraz Z. Zimny¹³ stwierdzili, że o wczesnym etapie internacjonalizacji kapitałowej działających w Polsce przedsiębiorstw posiadających BIZ świadczy m.in. ich koncentracja geograficzna, głównie w Niemczech oraz w Europie Środkowo-Wschodniej. Może ona wynikać z faktu, że polskie przedsiębiorstwa, które inwestują za granicą, mają większe szanse na zbudowanie swojej pozycji konkurencyjnej w krajach Europy Środkowo-Wschodniej ze względu na bliskość geograficzną i kulturową. Przyczynę takiej koncentracji mogą ponadto stanowić ograniczenia w dostępie do kapitału – podjęcie ekspansji na odległe rynki wiąże się z koniecznością poniesienia większych nakładów finansowych, na co mogą sobie pozwolić jedynie podmioty posiadające duże zasoby finansowe¹⁴. Problem regionalnej struktury polskich BIZ był również

¹⁰ M. Gorynia, J. Nowak, R. Wolniak, *Emerging Profiles of Polish Outward Foreign Direct Investment*, „Journal of East-West Business” 2012, vol. 18, s. 132–156.

¹¹ M.J. Radło, *Emerging multinationals and outward FDI development: case of Poland*, „Eastern European Economics” 2012, vol. 50, iss. 2, s. 59–84.

¹² B. Buczkowski, *Polands outward foreign direct investment*, „The Journal of the Faculty of Economics – Economic” 2013, vol. 1, s. 72–81.

¹³ Z. Zimny, *Outward FDI from Poland and its policy context*, 2012, „Country profiles of inward and outward foreign direct investment”, Vale Columbia Center on Sustainable International Investment, New York 2013, s. 4.

¹⁴ M. Stawicka, *Bezpośrednie inwestycje zagraniczne przykładem aktywności polskich przedsiębiorców na rynkach zagranicznych*, referat na IX Kongres Ekonomistów Polskich, Warszawa 2013; <http://www.pte.pl/kongres/referaty/Stawicka%20Magdalena%20Kinga/Stawicka%20Magdalena%20-%20BEZPO%20C5%94REDNIE%20INWESTYCJE%20ZAGRANICZNE%20PRZYK%20C5%81ADEM%20AKTYWNO%20C5%94CI%20POLSKICH%20PRZEDSI%20C4%98BIORC%20C3%93W%20NA%20RYNKACH%20ZAGRANICZ.pdf>, dostęp 03.12.2014.

przedmiotem badań W. Wilińskiego¹⁵, który podkreślił, że przejścia firm z krajów wysoko rozwiniętych są w tej chwili stosunkowo rzadkie. W. Wiliński wskazał również, że wśród polskich przedsiębiorstw istnieje luka – brak działających na rynku międzynarodowym przedsiębiorstw z branży nowych technologii oraz w zakresie działalności badawczo-rozwojowej. Tematyka związana z ekspansją międzynarodową poprzez fuzje i przejścia była także podejmowana przez A. Klimka¹⁶, który potwierdził regionalny charakter zagranicznej ekspansji kapitałowej przedsiębiorstw z Europy Środkowo-Wschodniej oraz postawił tezę dotyczącą tego, że transakcje fuzji i przejęć są skupione w krajach o podobnym lub niższym poziomie rozwoju w stosunku do kraju macierzystego.

M. Witek-Hajduk w badaniach poświęconych internacjonalizacji polskich przedsiębiorstw sformułowała wniosek, że liczba polskich przedsiębiorstw zaangażowanych kapitałowo w 2008 r. była wyższa niż w momencie przystąpienia do UE, a ponadto większość z inicjatyw miała charakter wspólnych przedsięwzięć na rynkach krajowych, a nie samodzielnych oddziałów czy też filii handlowych¹⁷.

Ponadto w wielu badaniach podkreślany jest fakt, że wzrost liczby i wartości polskich BIZ nie jest efektem ekspansji międzynarodowej, ale wynika z podejmowania przez polskie spółki działań o charakterze typowo finansowym lub mających na celu optymalizację podatkową. Podkreślają to między innymi: M.J. Radło¹⁸, Z. Zimny¹⁹, M. Gorynia z zespołem²⁰ oraz A. Kłysik-Uryszek²¹.

Negatywnie na stopień umiędzynarodowienia polskich przedsiębiorstw, a w szczególności na liczbę i wartość BIZ, wpływa również fakt, że w zdecydowanej większości

¹⁵ W. Wiliński, *What Do We Know about the Internationalization of Central and Eastern European Countries and Firms?*, „Comparative Economic Research” 2013, vol. 16, iss. 2, s. 25–43.

¹⁶ A. Klimek, *Regionalna ekspansja korporacji transnarodowych z wybranych krajów Europy Środkowej i Wschodniej*, Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2012, s. 135–146.

¹⁷ M. Witek-Hajduk, *Motywy internacjonalizacji polskich średnich i dużych przedsiębiorstw*, w: *Współczesne problemy międzynarodowej działalności przedsiębiorstw*, red. J. Schroeder, B. Stępień, Zeszyty Naukowe nr 125, UE, Poznań 2009, s. 267.

¹⁸ M.J. Radło, *Emerging...*, op.cit., s. 59–84.

¹⁹ Z. Zimny, *Outward FDI...*, op.cit.

²⁰ M. Gorynia, J. Nowak, R. Wolniak, *Foreign direct investment of Central and Eastern European countries, and the investment development path revisited*, „Eastern Journal of European Studies” 2010, vol. 1, iss. 2, s. 21–36.

²¹ A. Kłysik-Uryszek, *Zagraniczna ekspansja kapitałowa polskich przedsiębiorstw*, „Zarządzanie i Finanse” 2013, nr 2, s. 161–173.

spółki te posiadają mniejsze zasoby: finansowe, marketingowe oraz technologiczne niż podmioty z krajów najbardziej rozwiniętych²².

Z. Zimny²³ i B. Buczkowski²⁴ stawiają tezę, że polskie bezpośrednie inwestycje zagraniczne są w dużej mierze realizowane w celu wsparcia działalności eksportowej tych firm. Znaczna część z nich ma charakter usługowy, biur handlowych i sklepów detalicznych. Z kolei M. Sawicka²⁵ podkreśla istotność zmian, jakie zaszły w strukturze polskich bezpośrednich inwestycji zagranicznych na przestrzeni ostatniej dekady. Inwestycje te były początkowo skupione przede wszystkim w sektorze transportu morskiego oraz w przetwórstwie przemysłowym, a w szczególności w przemyśle chemicznym. W 2012 r. większość podmiotów inwestujących w formie BIZ prowadziła działalność profesjonalną, naukową i techniczną (również o charakterze holdingowym). Dużą rolę odgrywały ponadto inwestycje w przetwórstwie przemysłowym, a w szczególności w produkcji pojazdów samochodowych i nacze. M. Gorynia z zespołem²⁶ oraz Z. Zimny²⁷ stwierdzają, że zwiększająca się liczba inwestycji w dziedzinie: rachunkowości, doradztwa, zarządzania i obsługi prawnej może oznaczać, że polskie przedsiębiorstwa zaczynają nabywać nowe przewagi konkurencyjne w zakresie usług opartych na wiedzy, co z kolei może świadczyć o specjalizowaniu się polskich firm w sektorze outsourcingu procesów biznesowych.

Wyniki badań przeprowadzonych przez W. Karaszewskiego z zespołem²⁸ pokazują istotność poszukiwania rynków zbytu w działaniach internacjonalizacyjnych polskich przedsiębiorstw. Następnym motywem stanowi redukcja kosztów – czynnik ten ma szczególne znaczenie dla przedsiębiorstw, które inwestowały w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Większość przeanalizowanych w powyższych badaniach przedsiębiorstw pokazała, że BIZ miały pozytywny wpływ na ich konkurencyjność oraz na pozycję zarówno na rynku krajowym, jak i zagranicznym. Podstawowym czynnikiem umożliwiającym globalną ekspansję polskich firm była jakość oferowanych produktów i usług.

²² K. Oblój, A. Wąsowska, *Uwarunkowania strategii umiędzynarodowienia polskich firm giełdowych*, w: *Zarządzanie strategiczne. Strategie organizacji*, red. R. Krupski, WWSZiP, Warszawa 2010, s. 67–96.

²³ Z. Zimny, *Outward FDI...*, op.cit.

²⁴ B. Buczkowski, *Polands...*, op.cit., s. 72–81.

²⁵ M. Stawicka, *Bezpośrednie...*, op.cit.

²⁶ M. Gorynia, J. Nowak, R. Wolniak, *Poland's Investment Development Path: in search of a synthesis*, „International Journal of Economic Policy in Emerging Economies” 2009, vol. 2, no. 2, s. 153–174.

²⁷ Z. Zimny, *Outward FDI...*, op.cit.

²⁸ W. Karaszewski, M. Jaworek, M. Kuzel, M. Szałucka, A. Szóstek, K. Długołęcka, *Foreign Direct Investment of Polish Companies: its scale, structure, determinants, influence on the competitiveness*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2009, s. 25–55.

K. Oblój i A. Wąsowska²⁹ przeprowadzili badania spółek giełdowych posiadających BIZ w kontekście zasobowych uwarunkowań internacjonalizacji³⁰. Cytowani badacze wskazali na występowanie, w przypadku polskich firm giełdowych, zależności pomiędzy zasobami niematerialnymi a BIZ. Przeprowadzona analiza pozwoliła autorom na sformułowanie przypuszczenia, że motywy wejścia przedsiębiorstw na rynki rozwijające się i dojrzałe są odmienne. W pierwszym przypadku najistotniejszy okazał się zamiar wykorzystania arbitrażu kosztowego, który można zakwalifikować jako poszukiwanie efektywności, a w drugim – działania mające na celu pozyskanie dostępu do nowych rynków zbytu.

Również O. Kowalewski i M.J. Radło³¹, którzy analizowali uwarunkowania polskich inwestycji zagranicznych oraz modele umiędzynarodowienia polskich firm działających na rynkach międzynarodowych, pokazali, że głównym motywem inwestycji było poszukiwanie rynków zbytu. Podkreślili oni ponadto, że motywy internacjonalizacji różnią się w zależności od sektora działalności oraz modelu wejścia na rynek zagraniczny. Motywy rynkowe były bardziej istotne dla firm z sektora przemysłu niż dla przedsiębiorstw z sektora usług. Według cytowanych badań poszukiwanie zasobów było szczególnie istotne dla firm z sektora usług, które jako lokalizację inwestycji wybierały kraje charakteryzujące się wysoką jakością zasobów ludzkich. Wyniki badania potwierdziły ponadto wnioski z badań innych autorów, że polskie koncerny wolą inwestować w bliskich lokalizacjach. Czynnikiem ten był szczególnie ważny w przypadku inwestycji typu greenfield oraz fuzji i przejęć (M&A) w sektorze przemysłowym. O. Kowalewski i M.J. Radło wskazali również na występowanie różnic między modelami ekspansji międzynarodowej polskich firm w sektorze produkcji i w sektorze usług. Firmy działające w sektorze przemysłowym i produkcyjnym rozwijały się w większości przypadków na podstawie ewolucyjnego modelu uppsalskiego. Z kolei przedsiębiorstwa usługowe przechodziły szybciej przez poszczególne fazy internacjonalizacji.

A. Klimek³² przeprowadził badania empiryczne, które miały na celu określenie podstawowych cech charakteryzujących polskie firmy produkcyjne realizujące bezpośrednie inwestycje zagraniczne. W badaniach tych wzięto pod uwagę trzy cechy, które wpływają na umiędzynarodowienie przedsiębiorstwa: produktywność, okres prowadzenia działalności i wielkość przedsiębiorstwa. Przeprowadzone analizy

²⁹ K. Oblój, A. Wąsowska, *Uwarunkowania...*, op.cit., s. 67–96.

³⁰ Ibidem.

³¹ O. Kowalewski, M.J. Radło, *Determinants of FDI and Entry Modes of Polish Multinational Enterprises: Beyond Current Evolutionary Models of Internationalization*, www: <http://ssrn.com/abstract=2145866> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2145866>, dostęp 01.12.2014.

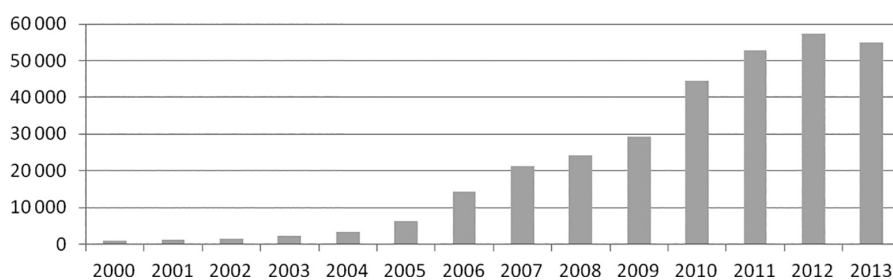
³² A. Klimek, *Regionalna...*, op.cit., s. 135–146.

pokazały, że BIZ były realizowane przez najbardziej wydajne przedsiębiorstwa. Może to być spowodowane faktem, że w porównaniu do przedsiębiorstw działających tylko na rynkach lokalnych napotykają one mniej korzystne warunki i muszą być bardziej konkurencyjne. Druga zmienna, czyli wiek analizowanych firm, również nie wpływał na poziom umiędzynarodowienia. Brak wpływu na internacjonalizację wystąpił również w przypadku trzeciej zmiennej, którą była wielkość firmy. BIZ powinny być łatwiejsze do zrealizowania przez duże firmy, jednakże w przypadku polskich firm produkcyjnych badania wykazały negatywny wpływ wielkości na prawdopodobieństwo podjęcia produkcji zagranicznej. Wyjaśnieniem tego faktu może być charakterystyka polskich przedsiębiorstw produkcyjnych, z których wiele było wcześniej przedsiębiorstwami państwowymi, co może w dalszym ciągu stanowić przyczynę niskiego poziomu efektywności ich działania i niskiego poziomu konkurencyjności.

3.1. Polskie BIZ na podstawie danych empirycznych

Wartość polskich BIZ dynamicznie zwiększała się w latach 2000–2013, co zostało przedstawione na rysunku 1. Do zwiększenia wartości tych inwestycji przyczyniło się wstąpienie do UE w 2004 r., które wpłynęło na zwiększenie otwartości gospodarki, a w długim okresie – na poprawę konkurencyjności polskich przedsiębiorstw, przyczyniającą się do zwiększenia ich obecności na rynkach zagranicznych.

Rysunek 1. Wartość BIZ według bieżących cen i kursów wymiany walut (w mln USD)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych UNCTAD (2015).

Według danych OECD (2015) w 2012 r. 93% wszystkich polskich BIZ zlokalizowane było w Europie. Zdecydowana większość z nich prowadzona była na obszarze takich krajów, jak: Luksemburg (22%), Cypr (10%), Wielka Brytania (10%), Niderlandy (7%) oraz Szwajcaria (7%). Charakter inwestycji w tych krajach różnił się

od klasycznego ujęcia BIZ i wynikał z dążenia do optymalizacji działalności pod względem podatkowym lub też z przepływów wewnątrz korporacyjnych.

Istotnymi kierunkami polskich BIZ w 2012 r. były ponadto Belgia (5%), Czechy (5%) czy Niemcy (4%) oraz kraje Europy Środkowo-Wschodniej. Zaangażowanie polskich przedsiębiorstw w formie BIZ na rynkach krajów Europy Wschodniej wynosiło w 2012 r.: 4% na Litwie, 2% na Ukrainie oraz 2% w Rosji.

Dominujący, ponad 66-procentowy, udział w strukturze polskich BIZ w 2012 r. miał sektor usług, a w szczególności usługi związane z działalnością pośrednictwa finansowego. Wskazuje to na duże znaczenie inwestycji o typowo finansowym charakterze. Kolejną, drugą lokatę pod względem wartości BIZ realizowanych przez polskich przedsiębiorców za granicą w 2012 r. zajmował sektor przetwórstwa przemysłowego, który stanowił niemal 30% skumulowanej wartości polskich BIZ.

3.2. Wyniki badań empirycznych przeprowadzonych na posiadających BIZ spółkach notowanych na GPW w Warszawie

Docelową grupę badawczą stanowiły spółki krajowe notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, posiadające bezpośrednie inwestycje zagraniczne w 2013 r. Podmioty notowane na giełdzie są uznawane za najbardziej aktywne na danym obszarze, co powinno również znajdować odzwierciedlenie w poziomie ich internacjonalizacji.

Za bezpośrednie inwestycje zagraniczne uznano, zgodnie z definicją UNCTAD (2007), inwestycje wiążące się z długoterminowym zaangażowaniem kapitałowym przedsiębiorstwa³³, prowadzącego działalność w jednym państwie³⁴, w przedsiębiorstwo działające w innym państwie. Zaangażowanie to oznacza, że spółka – inwestor posiada znaczący wpływ na zarządzanie spółką, która jest przedmiotem inwestycji³⁵. Badanie opierało się na dwóch podstawowych źródłach informacji: okresowych raportach rocznych spółek oraz innych dostępnych raportach publikowanych przez poszczególne podmioty. Badaniem objęto 101 podmiotów mających w swojej grupie kapitałowej spółki córki działające na rynkach zagranicznych. Szczegółowa analiza objęła 75 spółek. W przypadku 9 podmiotów nie udało się pozyskać informacji niezbędnych do przeprowadzenia badania.

³³ Zgodnie z definicją UNCTAD inwestorami mogą być również osoby fizyczne. W przypadku niniejszego badania inwestorzy zostali ograniczeni do przedsiębiorstw.

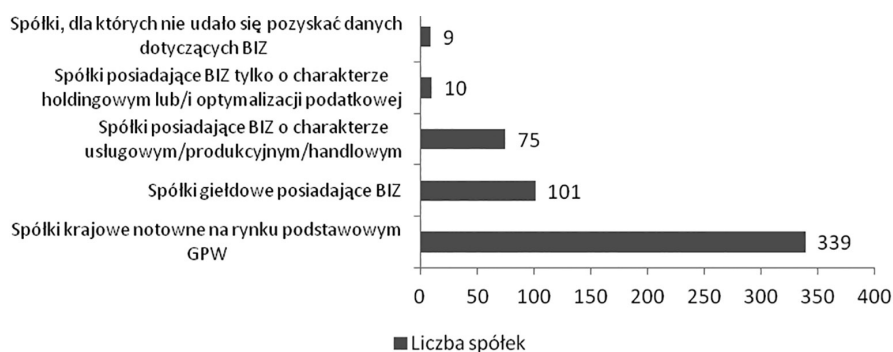
³⁴ W przypadku niniejszego badania krajem działania przedsiębiorstw inwestorów jest Polska.

³⁵ http://unctad.org/en/docs/wir2007p4_en.pdf

Ograniczenie tego badania empirycznego stanowi fakt, że zostało ono przeprowadzone na spółkach notowanych na GPW w Warszawie, co powoduje, że nie można ich odnosić do całej populacji polskich przedsiębiorstw, a szczególnie do podmiotów małych i średnich. Dobór próby badawczej był podyktowany dostępnością danych finansowych oraz faktem, że podmioty notowane na GPW należą do najaktywniejszych na danym obszarze geograficznym³⁶.

Spśród 339 spółek krajowych notowanych w 2013 r. na rynku równoległym na GPW 101 (29,8%) posiada bezpośrednie inwestycje zagraniczne. Z tego 10 podmiotów (9,9%) posiada inwestycje zagraniczne wyłącznie o charakterze holdingowym lub w celu optymalizacji podatkowej, co zostało przedstawione na rysunku 2.

Rysunek 2. Charakterystyka spółek notowanych na rynku podstawowym GPW



Źródło: opracowanie własne.

W celu określenia poziomu umiędzynarodowienia poszczególnych spółek w 2013 r. zebrano informacje dotyczące liczby krajów, w których ulokowane są bezpośrednie inwestycje zagraniczne, oraz udziału przychodów zagranicznych w przychodach ogółem. Zastosowane w badaniu wskaźniki zaliczają się do grupy wskaźników strukturalnych, które odzwierciedlają poziom zaangażowania jednostek gospodarczych na rynku międzynarodowym w określonym czasie³⁷.

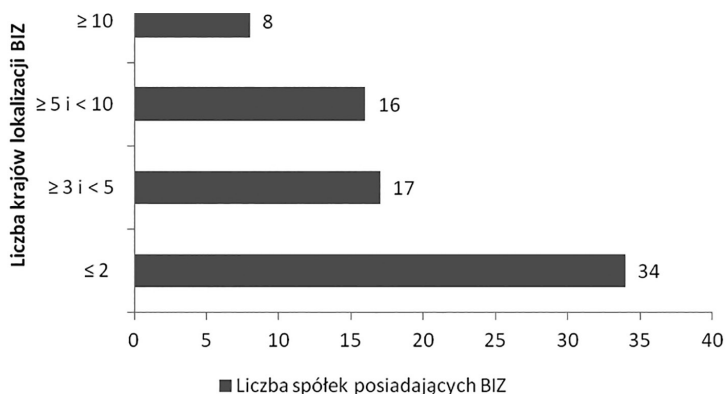
³⁶ Nie wypracowano jednoznacznej listy krajów zaliczanych do rynków wschodzących (*emerging markets*). Rynki wschodzące to szeroki termin obejmujący wszystkie państwa przechodzące transformację gospodarczą lub ustrojową oraz które charakteryzował dynamiczny rozwój gospodarczy. Zgodnie z klasyfikacją US State Department of Commerce (1994) Polska została zaliczona do 10 najważniejszych rynków wschodzących.

³⁷ Por. K. Przybylska, *Pomiar internacjonalizacji przedsiębiorstwa*, „Gospodarka Narodowa” 2006, nr 3, s. 41–57.

Poziom umiędzynarodowienia analizowanych spółek pod względem liczby krajów lokalizacji bezpośrednich inwestycji zagranicznych został przedstawiony na rysunku 3. Należy zauważyć, że najliczniejszą grupę stanowiły 34 podmioty posiadające BIZ w jednej lub w dwóch lokalizacjach. Świadczy to o stosunkowo niewysokim poziomie umiędzynarodowienia 45% podmiotów w analizowanej grupie badawczej.

Zaledwie 8 spółek, czyli 10% podmiotów w grupie badawczej, posiadało w 2013 r. BIZ w 10 lub więcej lokalizacjach, co można uznać za wysoki lub bardzo wysoki poziom umiędzynarodowienia, uwzględniając liczbę krajów, na których spółka jest obecna jako bezpośredni inwestor zagraniczny.

Rysunek 3. Liczba spółek notowanych na GPW posiadających BIZ w zależności od liczby krajów lokalizacji BIZ w 2013 r.



Źródło: opracowanie własne.

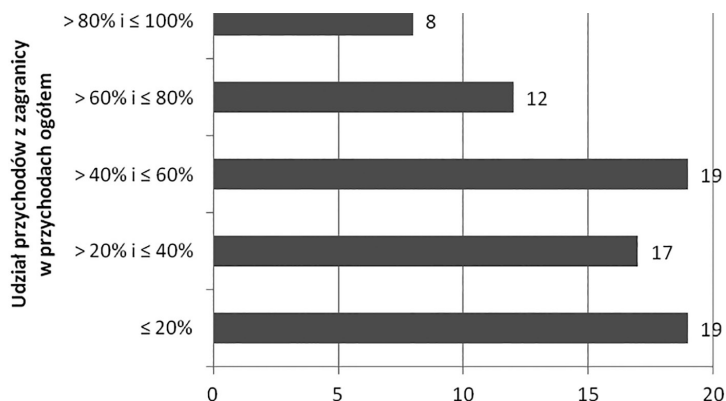
Poziom umiędzynarodowienia spółek z grupy badawczej mierzony udziałem przychodów osiągniętych za granicą w skonsolidowanych przychodach spółek/grup kapitałowych ogółem został szczegółowo przedstawiony na rysunku 4. W przypadku 55 z 75 analizowanych spółek udział przychodów z zagranicy w przychodach spółki ogółem nie przekroczył 60%, co oznacza, że podmioty te nie są umiędzynarodowione w bardzo wysokim stopniu. Tym niemniej również grupa podmiotów, charakteryzujących się niewysokim poziomem umiędzynarodowienia, wyrażonym mniejszym lub równym niż 20-procentowy udział przychodów z zagranicy w przychodach spółki ogółem, nie była bardzo liczna. Zostało do niej zakwalifikowane 19 podmiotów. Najliczniejszą grupę – 48 spółek – stanowiły podmioty, w przypadku których wartość powyższego wskaźnika była w przedziale od 20–60%. Oznacza to,

że większość z analizowanych podmiotów charakteryzował średnio wysoki poziom umiędzynarodowienia, biorąc pod uwagę strukturę przychodów ogółem.

Struktura geograficzna BIZ została przedstawiona na rysunku 5. Najczęstszą lokalizacją BIZ zrealizowanych przez spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie były Niemcy, w których znajdowało się prawie 12% wszystkich inwestycji. Pozostałe najważniejsze kierunki BIZ to kraje Europy Środkowo-Wschodniej, a w szczególności Ukraina, w której ulokowane zostało 9% inwestycji oraz Rosja (8%), Republika Czeska (8%), Słowacja (5%) i Rumunia (5%).

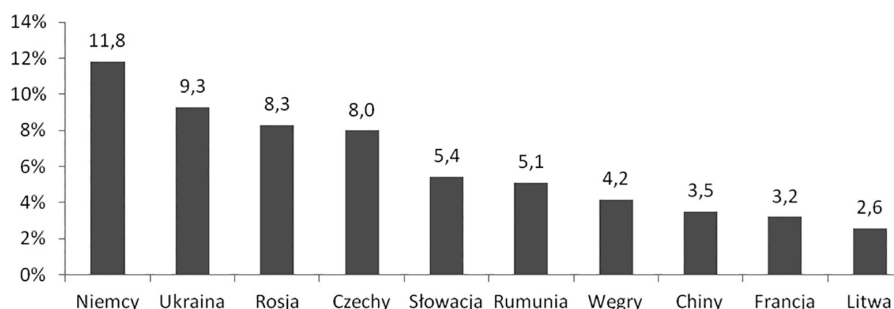
Struktura bezpośrednich inwestycji zagranicznych zrealizowanych przez analizowane spółki z podziałem na regiony została zaprezentowana na rysunku 6.

Rysunek 4. Liczba spółek posiadających BIZ w zależności udziału przychodów z zagranicy w skonsolidowanych przychodach ogółem w 2013 r.



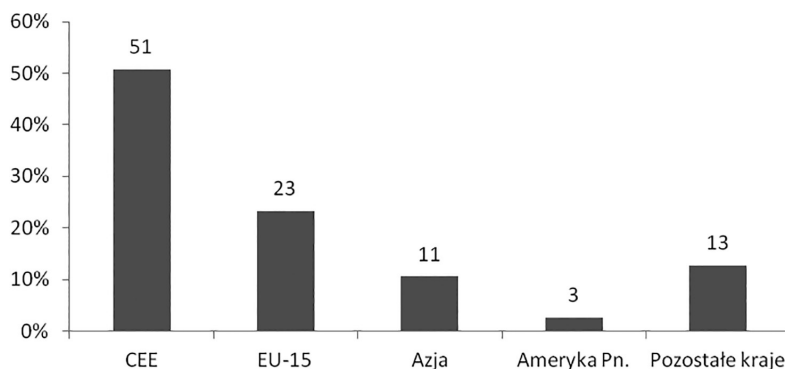
Źródło: opracowanie własne.

Rysunek 5. Struktura geograficzna BIZ z podziałem na najważniejsze kraje docelowe w 2013 r. (w %)



Źródło: opracowanie własne.

Rysunek 6. Lokalizacje BIZ z podziałem na regiony w 2013 r. (w %)



Źródło: opracowanie własne.

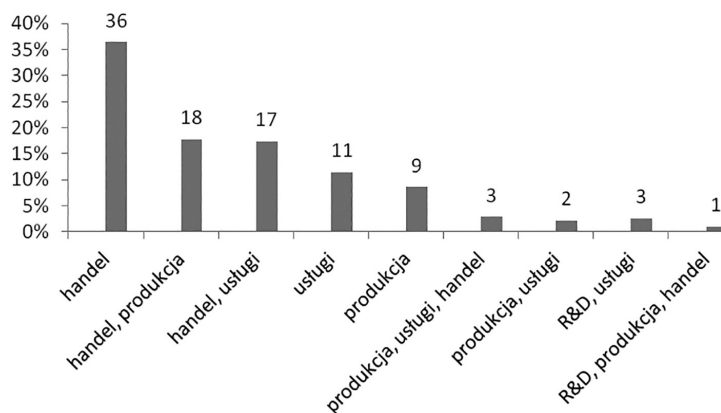
Zdecydowana większość bezpośrednich inwestycji zagranicznych (51%) została zlokalizowana w Krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Powyższy region obejmuje inwestycje na Białorusi, w Bułgarii, Chorwacji, Republice Czeskiej, Estonii, na Litwie, Łotwie, w Rumunii, Serbii, Słowacji, Słowenii, Ukrainie i na Węgrzech.

Drugim najważniejszym regionem były kraje najbardziej rozwinięte, zaliczające się do UE-15, w których ulokowane zostało 23% inwestycji. Inwestycje te zostały zrealizowane w Austrii, Belgii, Danii, Finlandii, Francji, Hiszpanii, Holandii, Irlandii, Luksemburgu, Niemczech, Portugalii, Szwecji, Wielkiej Brytanii i Włoszech.

Zaledwie 8% inwestycji zostało zlokalizowanych w krajach azjatyckich. Były to inwestycje w Chinach, Indiach, Turcji, Kazachstanie, Korei Południowej, Singapurze, Tajlandii, Arabii Saudyjskiej, Zjednoczonych Emiratach Arabskich i Katarze. W Stanach Zjednoczonych oraz Kanadzie zlokalizowanych zostało zaledwie 3% BIZ.

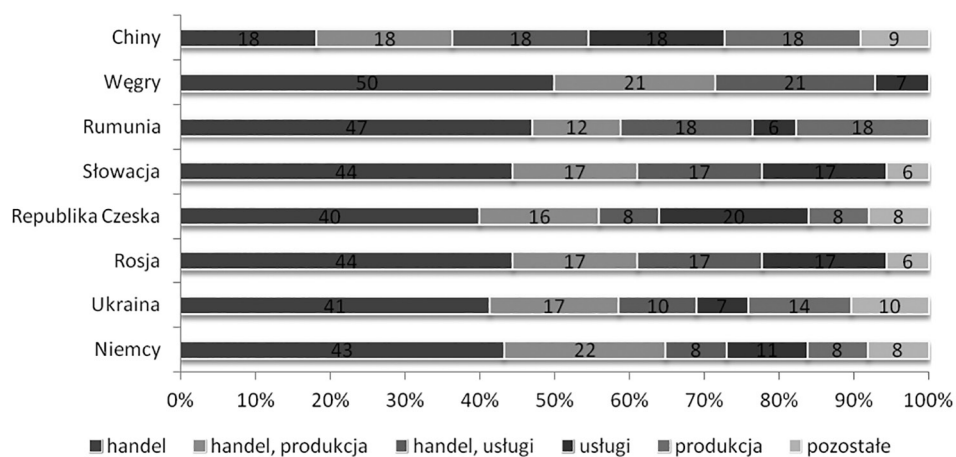
Na rysunku 7 przedstawiona została liczba bezpośrednich inwestycji zagranicznych zrealizowanych przez spółki notowane na GPW, z podziałem na podstawowe sektory działalności. Dominujące znaczenie mają inwestycje o charakterze handlowym, których udział w ogólnej liczbie BIZ wynosił 36%. Może to wskazywać, że powyższa grupa bezpośrednich inwestycji zagranicznych ma na celu przede wszystkim wspieranie działalności eksportowej spółek. Na kolejnej pozycji znalazły się inwestycje prowadzące działalność handlową i produkcyjną (18%) oraz handlową i usługową (17%). Zdecydowanie mniejsze znaczenie miały BIZ wyłącznie o charakterze usługowym (11%) oraz produkcyjnym (9%). Inwestycje w spółki prowadzące działalność badawczo-rozwojową miały niski udział w inwestycjach BIZ, który łącznie wynosił zaledwie 4%.

Rysunek 7. Odsetek BIZ prowadzących działalność w poszczególnych sektorach działalności w 2013 r.



Źródło: opracowanie własne.

Rysunek 8. Struktura działalności BIZ z podziałem na kraje najważniejszych lokalizacji



Źródło: opracowanie własne.

Struktura działalności BIZ z podziałem na państwa będące najważniejszymi lokalizacjami³⁸ została przedstawiona na rysunku 8. We wszystkich lokalizacjach, z wyjątkiem Chin, dominują inwestycje o charakterze typowo handlowym, których udział przekracza 40%. Zbliżony jest również udział inwestycji w działalność

³⁸ Za najważniejsze lokalizacje uznano kraje, w których liczba BIZ przekroczyła 10 przedsiębiorstw.

handlową i produkcyjną, który oscyluje w granicach 20% całkowitej liczby inwestycji. Spółki z podstawową działalnością produkcyjną dominują w strukturze inwestycji w: Chinach, Rumunii i na Ukrainie. Udział w strukturze BIZ przedsiębiorstw prowadzących działalność usługową oraz usługową i handlową jest wyższy w krajach takich, jak Rosja, Słowacja, Chiny, w przypadku których przekracza on 30%.

4. Podsumowanie

Omówione w niniejszym artykule wnioski z badań literaturowych i empirycznych nie potwierdzają hipotez postawionych we wstępie do niniejszego badania, które brzmiały: 1. Internacjonalizacja polskich przedsiębiorstw ze względu na specyficzne uwarunkowania historyczne i ekonomiczne jest odmienna niż jest to przedstawiane w modelach ewolucyjnych; 2. Proces internacjonalizacji działających w Polsce przedsiębiorstw przebiega w sposób przyspieszony charakterystyczny dla rozwoju przedsiębiorstw z rynków wschodzących.

Przemawiają za tym poniższe argumenty.

- Dynamiczny przyrost wartości polskich BIZ nie wiąże się z poszerzaniem zasięgu geograficznego działalności, a w szczególności z wchodzeniem na nowe rynki zbytu. BIZ realizowane przez polskie przedsiębiorstwa są w dalszym ciągu skupione na krajach europejskich, co świadczy o ich wczesnej fazie ekspansji kapitałowej i jest zgodne z założeniami modeli ewolucyjnych. Oznacza to, że przedsiębiorstwa te nie posiadają przewag konkurencyjnych umożliwiających im budowanie globalnej strategii od pierwszego momentu swojego rozwoju.
- Większość z realizowanych BIZ ma charakter usługowy (w tym: finansowy i handlowy), co pokazuje, że inwestycje te mają na celu głównie wspieranie działalności eksportowej. To zdaje się potwierdzać wczesny etap ich internacjonalizacji, biorąc pod uwagę motywy przenoszenia działalności za granicę.
- Z przeprowadzonych badań wynika, że niewielka liczba BIZ ma charakter badawczo-rozwojowy. Nie pozwala to na potwierdzenie wniosków z badań międzynarodowych, w których stwierdzono, że przedsiębiorstwa z rynków wschodzących i po okresie transformacji starają się przeprowadzać ekspansję kapitałową, aby zdobywać przewagi konkurencyjne na podstawie zasobów niedostępnych na rynku wewnętrznym, poprzez działania takie, jak np. umiędzynarodowienie działalności badawczo-rozwojowej.
- Znaczący wzrost wartości BIZ realizowanych przez podmioty działające w Polsce obserwowany w latach 2000–2013 wydaje się być w dużym stopniu związany nie tyle z omijaniem przez nie niektórych etapów w modelu uppsalskim, ale

z dążeniem przedsiębiorstw do optymalizacji podatkowej oraz z realizacją strategii korporacji transnarodowych, co pokazuje zarówno analiza skumulowanej wartości polskich BIZ, jak i badania empiryczne przeprowadzone na spółkach notowanych na GPW.

Bibliografia

Wydawnictwa zwarte

1. Dunning J.H., Lundam M.L., *Multinational Enterprises and the Global Economy*, Edward Elgar, Cheltenham–Northampton 2008.
2. Jarosiński M., *Procesy i modele internacjonalizacji polskich przedsiębiorstw*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013.
3. Karaszewski W., Jaworek M., Kuzel M., Szałucka M., Szóstek A., Długołęcka K., *Foreign Direct Investment of Polish Companies: its scale, structure, determinants, influence on the competitiveness*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2009.
4. Obłój K., Wąsowska A., *Uwarunkowania strategii umiędzynarodowienia polskich firm giełdowych*, w: *Zarządzanie strategiczne. Strategie organizacji*, red. R. Krupski, WWSZiP, Warszawa 2010.
5. Witek-Hajduk M., *Motywy internacjonalizacji polskich średnich i dużych przedsiębiorstw*, w: *Współczesne problemy międzynarodowej działalności przedsiębiorstw*, red. Schroeder J., Stępień B., Zeszyty Naukowe nr 125, UE, Poznań 2009.

Artykuły i raporty

1. Bongalia F., Goldstein A., Mathews J., *Accelerated internationalization by emerging markets multinationals*, „Journal of World Business” 2007, 42(4), s. 369–383.
2. Buczkowski B., *Polands outward foreign direct investment*, „The Journal of the Faculty of Economics – Economic” 2013, vol. 1, s. 72–81.
3. Forsgren M., Hagström P., *Ignorant and impatient internationalization?: The Uppsala model and internationalization patterns for Internet-related firms*, „Critical perspectives on international business” 2007, vol. 3, iss. 4, s. 291–305.
4. Gorynia M., Nowak J., Wolniak R., *Emerging Profiles of Polish Outward Foreign Direct Investment*, „Journal of East-West Business” 2012, vol. 18, s. 132–156.
5. Gorynia M., Nowak J., Wolniak R., *Foreign direct investment of Central and Eastern European countries, and the investment development path revisited*, „Eastern Journal of European Studies” 2010, vol. 1, iss. 2, s. 21–36.

6. Gorynia M., Nowak J., Wolniak R., *Poland's Investment Development Path: in search of a synthesis*, „International Journal of Economic Policy in Emerging Economies” 2009, vol. 2, no. 2, s. 153–174.
7. Johanson J., Vahlne J.E., *The Internationalization Process of the Firm – A Model of Knowledge Development and Increasing Foreign Market Commitments*, „Journal of International Business Studies” 1977, vol. 8, iss. 1, s. 23–32.
8. Johanson J., Vahlne J.E., *The Uppsala internationalization process model revisited: From liability of Foreignness to Liability of Outsidership*, „Journal of International Business Studies” 2009, vol. 40, iss. 9, s. 1411–1431.
9. Klimek A., *Regionalna ekspansja korporacji transnarodowych z wybranych krajów Europy Środkowej i Wschodniej*, Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2012, s. 135–146.
10. Kłysik-Uryszek A., *Zagraniczna ekspansja kapitałowa polskich przedsiębiorstw*, „Zarządzanie i Finanse” 2013, nr 2, s. 161–173.
11. Knight G.A., Cavusgil T., *Innovation, Organizational Capabilities, and the Born-Global Firm*, „Journal of International Business Studies” 2004, vol. 35, no. 2, s. 124–141.
12. Kothari T., Kotabe M., Murphy P., *Rules of the Game for Emerging Market Multinational Companies from China and India*, „Journal of International Management” 2013, vol. 19, iss. 3, s. 276–299.
13. Kowalewski O., Radło M.-J., *Determinants of FDI and Entry Modes of Polish Multinational Enterprises: Beyond Current Evolutionary Models of Internationalization*, [www: http://ssrn.com/abstract=2145866](http://ssrn.com/abstract=2145866) or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2145866>
14. Luo Y., Thung R.L., *International Expansion of Emerging Market Enterprises: A Springboard Perspective*, „Journal of International Business Studies” 2007, vol. 38, no. 4, s. 481–498.
15. Matthews J.A., *Dragon multinationals: New players in 21st century globalization*, „Asia Pacific Journal of Management” 2006, vol. 23, iss. 1, s. 5–27.
16. NBP, *Polskie inwestycje zagraniczne w 2013 roku*, Warszawa 2014.
17. Przybylska K., *Pomiar internacjonalizacji przedsiębiorstwa*, „Gospodarka Narodowa” 2006, 3, s. 41–57.
18. Radło M.-J., *Emerging multinationals and outward FDI development: case of Poland*, „Eastern European Economics” 2012, vol. 50, iss. 2, s. 59–84.
19. Stawicka M., *Bezpośrednie inwestycje zagraniczne przykładem aktywności polskich przedsiębiorców na rynkach zagranicznych*, referat na IX Kongres Ekonomistów Polskich, Warszawa 2013, <http://www.pte.pl/kongres/referaty/Stawicka%20Magdalena%20Kinga/Stawicka%20Magdalena%20%20BEZPO%20%20C5%9AREDNIE%20INWESTYCJE%20ZAGRANICZNE%20PRZYK%20%20C5%81ADEM%20AKTYWNO%20%20C5%9ACI%20POLSKICH%20PRZEDSI%20%20C4%98BIORC%20%20C3%93W%20NA%20RYNKACH%20ZAGRANICZ.pdf>

20. Wiliński W., *What Do We Know about the Internationalization of Central and Eastern European Countries and Firms?*, „Comparative Economic Research” 2013, vol. 16, iss. 2, s. 25–43.
21. Zimny Z., *Outward FDI from Poland and its policy context*, 2012, „Country profiles of inward and outward foreign direct investment”, Vale Columbia Center on Sustainable International Investment.

Foreign Capital Expansion of Polish Companies

Summary

The present article attempts to verify whether evolutionary models of internationalisation, including the Uppsala model, allow for the explanation of the course of capital expansion of companies operating in Poland. The article discusses the results of theoretical and empirical research in relation to Polish companies FDI. It assesses the extent of internationalisation of companies quoted on the Warsaw Stock Exchange involved in the FDI business and presents the characteristics of international capital expansion conducted by these entities.

Keywords: capital expansion, internationalisation, foreign direct investment of Polish companies

Waldemar Rogowski

Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Przyczyny upadłości polskich przedsiębiorstw – ujęcie empiryczne¹

Streszczenie

Artykuł poświęcony jest analizie przyczyn upadłości polskich przedsiębiorstw, jakie zostały zidentyfikowane w przeprowadzonych na przestrzeni ostatnich 15 lat badaniach empirycznych. W treści artykułu zestawiono 10 najczęściej występujących przyczyn upadłości w pięciu analizowanych badaniach. W artykule prezentowane są również przyczyny upadłości ponad 20 polskich przedsiębiorstw zidentyfikowane poprzez analizę *case study*. Artykuł stanowi podsumowanie rozważań odnośnie do problematyki przyczyn upadłości polskich przedsiębiorstw prowadzonych w ramach cyklu trzech artykułów.

Słowa kluczowe: upadłość, bankructwo, niewypłacalność, kryzys finansowy, przyczyny upadłości, symptomy upadłości.

¹ Artykuł stanowi upublicznienie wyników badania realizowanego w ramach grantu badawczego NCN pt. „Ocena poziomu rzeczywistej ochrony praw wierzycieli w Polsce w latach 2004–2012 – koszty transakcyjne dochodzenia prawa z umów”, numer umowy UMO-2013/09/B/H54/03605.

1. Wprowadzenie

W artykule pt.: „Przyczyny upadłości polskich przedsiębiorstw – aspekt teoretyczny”² podjąłem próbę kompleksowego i całościowego zestawienia przyczyn upadłości polskich przedsiębiorstw, które zostały opisane w polskiej literaturze przedmiotu. Prowadzone rozważania miały jedynie wymiar teoretyczny. Jednak w celu uzyskania pełnego obrazu przyczyn upadłości polskich przedsiębiorstw konieczne jest dokonanie przeglądu wyników badań empirycznych, dotyczących przyczyn upadłości polskich przedsiębiorstw w latach 2004–2012. Artykuł stanowi więc dopełnienie rozważań nad naturą upadłości polskich przedsiębiorstw, prowadzonych we wspomnianym powyżej artykule oraz w pierwszym artykule z cyklu artykułów poświęconych problematyce przyczyn upadłości polskich przedsiębiorstw pt. „Rozważania nad pojęciem upadłość przedsiębiorstw – czyli upadłość niejedno ma imię”.

Celem artykułu jest więc przedstawienie w miarę kompleksowego i całościowego przeglądu opisanych w literaturze przedmiotu wyników badań empirycznych nad przyczynami upadłości polskich przedsiębiorstw. Na tej podstawie zestawiono poglądy i ustalenia dotyczące przyczyn upadłości zaprezentowanych w literaturze przedmiotu.

2. Przyczyny upadłości polskich firm na podstawie badań empirycznych

Na podstawie przeprowadzonych pogłębionych badań literaturowych zidentyfikowano pięć głównych badań empirycznych, których celem była identyfikacja przyczyn upadłości polskich przedsiębiorstw. Co ciekawe, w badaniach tych wykorzystywano odmienne metody badawcze:

- A. Zelek badała przedsiębiorstwa,
- M. Szczerbak przeprowadzała ankietę wśród syndyków i nadzorców sądowych,
- autorzy raportu *PARP II szansa dla przedsiębiorców* pytali się o przyczyny upadłości wybraną grupę ekspertów i przedsiębiorców,
- W. Rogowski i K. Jankowska oraz W. Rogowski i K. Duleba analizowali akta sądowe zawierające złożone wnioski o upadłość.

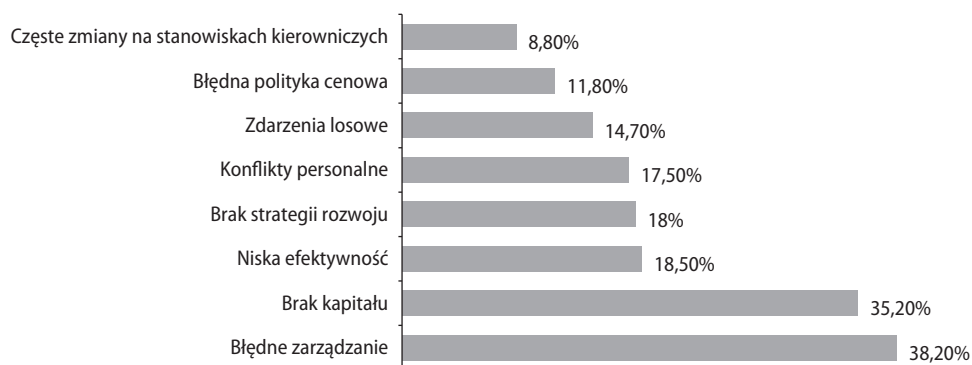
² W. Rogowski, *Przyczyny upadłości polskich przedsiębiorstw – aspekt teoretyczny*, „Zeszyty Naukowe Kolegium Zarządzania i Finansów” 2015, nr 143.

Z uwagi na ograniczenia dotyczące objętości artykułu zrezygnowano z opisu metodologii poszczególnych badań. Ich szczegółowy opis można znaleźć w materiałach źródłowych, do których każdorazowo podano przypis bibliograficzny.

2.1. Badanie A. Zelek³

Najczęściej badane przez A. Zelek przedsiębiorstwa wskazywały na zewnętrzne przyczyny upadłości, przede wszystkim *recesję w gospodarce* oraz *wzrost presji konkurencyjnej*. Zdecydowanie rzadziej wskazywano na najważniejszą przyczynę wewnętrzną – *złe zarządzanie*. Należy jednak zaznaczyć, że udział w badaniu brało kierownictwo średniego oraz wyższego szczebla. Co ciekawe, kierownictwo średniego szczebla częściej wskazywało na przyczyny wewnętrzne, takie jak *niska jakość zarządzania*. Z kolei kierownictwo wyższego szczebla było bardziej skłonne wskazywać na czynniki zewnętrzne jako główne przyczyny upadłości, co może świadczyć o braku krytycznego spojrzenia na własne działania i decyzje (rysunki 1 i 2).

Rysunek 1. Główne endogeniczne przyczyny pojawienia się kryzysu wewnątrz organizacji (odsetek badanych przedsiębiorstw) w badaniu A. Zelek



Źródło: A. Zelek, *Zarządzanie kryzysem w przedsiębiorstwie*, „*Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*” 2003, nr 3, s. 67.

³ A. Zelek, *Zarządzanie kryzysem w przedsiębiorstwie*, „*Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*” 2003, nr 3.

Rysunek 2. Główne egzogeniczne przyczyny pojawienia się kryzysu wewnątrz organizacji (odsetek badanych przedsiębiorstw) w badaniu A. Zelek



Źródło: jak pod rys. 1, s. 67.

2.2. Badanie M. Szczerbak⁴

W swoim badaniu M. Szczerbak wykorzystwała ankietę skierowaną do syndyków i nadzorców sądowych. Poprzez ankietę badała również wagę poszczególnych przyczyn upadłości pogrupowanych następująco:

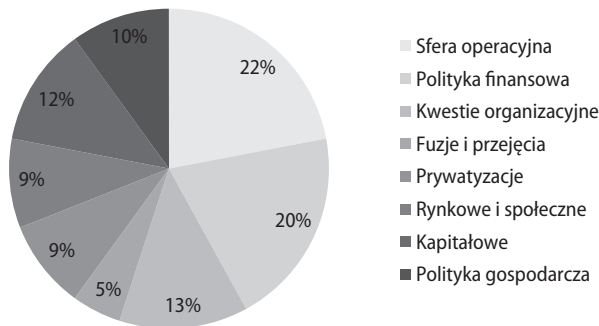
- 1) rynkowe i społeczne – popyt, konkurencja wewnętrzna i zewnętrzna, zmiany wymagań konsumentów,
- 2) kapitałowe – dostęp do źródeł finansowania, wpływ rynków walutowych, biurokratyzacja procedur bankowych, koszt kapitału, projekty publiczne,
- 3) polityka gospodarcza – regulacje rynku pracy i ubezpieczeń społecznych, system podatkowy, regulacje dotyczące ochrony środowiska, likwidacja barier w handlu zagranicznym,
- 4) sfera operacyjna – zarządzanie, strategia, technologia, jakość, inwestycje, marketing, dystrybucja, obsługa posprzedażna, zaopatrzenie,

⁴ M. Szczerbak, *Przyczyny upadłości przedsiębiorstw w świetle opinii syndyków i nadzorców sądowych*, w: *Zagrożenie upadłością*, red. K. Kuciński, E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2005.

- 5) polityka finansowa – kontrola, poziom zadłużenia, nadmierna zachowawczość, złe zarządzanie środkami pieniężnymi, słaba ściągalność należności, kreatywna księgowość,
- 6) kwestie organizacyjne – wydajność pracowników, zbyt długie utrzymywanie przerostu zatrudnienia, nadmierne zatrudnienie w działach administracyjnych, konflikty, brak szkoleń,
- 7) fuzje i przejęcia,
- 8) prywatyzacje.

Ocenę wpływu poszczególnych grup przyczyn (poprzez sumaryczną liczbę wskazań) zaprezentowano na rysunku 3.

Rysunek 3. Procentowy udział wskazań danej grupy przyczyn upadłości przez syndyków i nadzorców sądowych



Źródło: M. Szczerbak, *Przyczyny upadłości przedsiębiorstw w świetle opinii syndyków i nadzorców sądowych*, w: *Zagrożenie upadłością*, red. K. Kuciński, E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2005, s. 39.

Jak zauważa M. Szczerbak, wyniki badań syndyków i nadzorców sądowych wskazują na duże znaczenie czynników leżących po stronie przedsiębiorstwa (czyli przyczyn wewnętrznych), tj. pochodzących ze sfery operacyjnej, polityki finansowej i kwestii organizacyjnych (łącznie 55% wskazań respondentów), w tym przede wszystkim takich czynników, jak *jakość pracy i zachowania menedżerów przedsiębiorstw* (rysunek 4).

Z danych zaprezentowanych na rysunku 4 wynika, że najważniejszymi przyczynami upadłości polskich przedsiębiorstw wskazywanymi przez syndyków i nadzorców sądowych są: *słabość zarządzania i ujemny wynik finansowy*. Kolejne pod względem częstości występowania są takie przyczyny upadłości, jak: *wysokie zadłużenie, błędna strategia, wzrost zobowiązań (w tym przeterminowanych), agresywna księgowość*.

Jednak należy zauważyć, że *ujemny wynik finansowy* jest raczej objawem choroby przedsiębiorstwa niż bezpośrednią przyczyną. Natomiast *słabość zarządzania*

– odpowiedź najbardziej popularna – jest pojęciem bardzo pojemnym i ogólnym, obejmującym wiele innych przyczyn enumeratywnie niewymienionych w ankiecie, m.in.:

- defraudację majątku firmy, celowe wyprowadzanie środków poza spółkę – aż 63% ankietowanych wskazało tę przyczynę,
- rozpoczęcie działań naprawczych zbyt późno – 18% ankietowanych podało tę przyczynę,
- przeinwestowanie (rozpoczynanie inwestycji nierentownych, o czym wiadomo w momencie podejmowania decyzji) – 9%,
- restrykcyjną politykę kredytową banków – 4%,
- świadczenie usług tylko jednemu klientowi – 4%,
- pozostałe (tu pojawiły się odpowiedzi takie, jak: konkurencja ze strony szarej strefy, brak planów zagospodarowania przestrzennego, kwestie nieuregulowanych praw własności, nieprzewidywalność otoczenia regulacyjnego i politycznego, przeciągające się i niejasne procedury przetargowe) – 2%⁵.

Rysunek 4. Główne przyczyny upadłości badanych przedsiębiorstw w badaniu M. Szczerbak



Źródło: jak pod rys. 3, s. 40–41.

2.3. Badanie w ramach raportu *II szansa dla przedsiębiorców*

Kolejnym ciekawym badaniem nad przyczynami upadłości polskich przedsiębiorstw jest to przeprowadzone w ramach raportu *II szansa dla przedsiębiorców*,

⁵ Ibidem, s. 43.

a przygotowane na zamówienie Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości (PARP). W badaniu o przyczyny upadłości polskich przedsiębiorstw pytani byli eksperci (23 osoby) oraz sami przedsiębiorcy (433) – rysunek 5.

Rysunek 5. Jakie są najczęstsze przyczyny upadłości przedsiębiorstw w Polsce na podstawie doświadczeń ekspertów (możliwość wskazania kilku odpowiedzi N = 23)



Źródło: *II szansa dla przedsiębiorców*, Raport z badań PARP, Warszawa 2011, s. 72.

Dane zaprezentowane na rysunku 5 pokazują, że eksperci dość często do czynników prowadzących do upadłości zaliczają działania (zaniechania) samych właścicieli/zarządzających przedsiębiorstwami. Spostrzeżenie to potwierdzają odpowiedzi na wprost zadane pytanie o to, czy upadłość wynika, zdaniem badanych, z przyczyn leżących po stronie właściciela/zarządzających (np. błędy w zarządzaniu, pochopne decyzje, brak rzetelnej analizy sytuacji ekonomicznej firmy), czy też z przyczyn niezależnych od właściciela/zarządzających (np. kryzys, wzrost stóp procentowych, problemy ze ściąganiem należności). Większość badanych (70%) dostrzega wpływ obydwu tych grup czynników. Pozostali (30%) mówią zaś o wyłącznej odpowiedzialności właścicieli/zarządzających. Odpowiedzialność tę – częściową lub całkowitą – dostrzegają zatem wszyscy badani eksperci⁶.

Sami przedsiębiorcy wskazują wśród głównych przyczyn upadłości: *niedostateczne środki własne* (59%), *zbyt dużą konkurencję* (58%), *załamanie popytu*, *spadek liczby zamówień* (47%), *zbyt wysokie koszty prowadzenia działalności gospodarczej* 33% (por. rysunek 6).

⁶ *II szansa dla przedsiębiorców*, Raport z badań PARP, Warszawa 2011, s. 72.

Rysunek 6. Jakie są najczęstsze przyczyny upadłości przedsiębiorstw w Polsce na podstawie doświadczeń przedsiębiorców, którzy słyszeli o pojęciu upadłości (maksymalnie można było wskazać trzy najczęstsze przyczyny N = 433)



Źródło: jak pod rys. 5, s. 112.

2.4. Badanie W. Rogowskiego i K. Jankowskiej⁷

Charakterystyka badania

W pierwszym kroku, w celu identyfikacji podmiotowej spółek akcyjnych, w przypadku których została ogłoszona upadłość, wykorzystano dane opublikowane w Dzienniku Urzędowym Monitorze Sądowym i Gospodarczym w latach 2008–2012. Następnie 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).

Wybór próby do badania przyczyn upadłości spółek akcyjnych został dokonany w sposób celowy według dwóch kryteriów. Po pierwsze stosownie do właściwości

⁷ Szczegółowy opis badania oraz wnioski cząstkowe zawiera opracowanie W. Rogowski, K. Jankowska, *Przyczyny upadłości spółek akcyjnych w Polsce w latach 2008–2012 – analiza zjawiska*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów” 2015, Zeszyt Naukowy nr 140.

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 kwestie organizacyjne związane z pracą sądów nie wszystkie akta spraw upadłościowych zostały udostępnione do wglądu. Próba badawcza ostatecznie objęła **47 spółek akcyjnych**, tj. 17% ogółu upadłości spółek akcyjnych w Polsce w latach objętych badaniem.

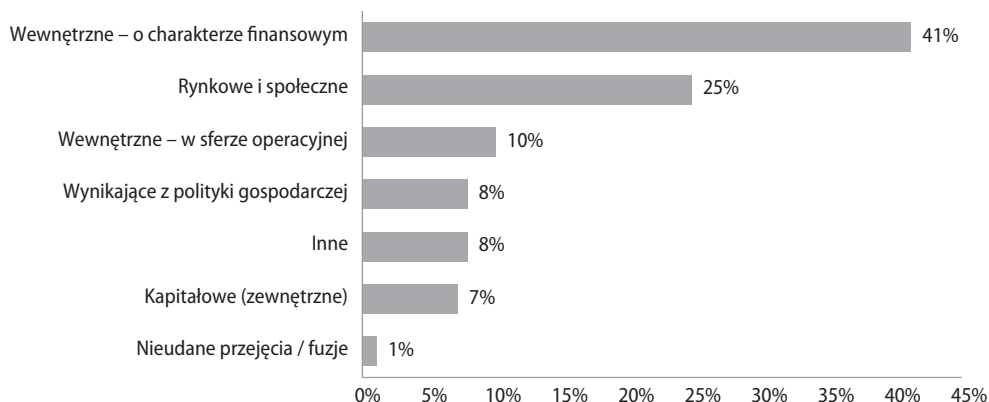
Metodologia badania

Do zidentyfikowania przyczyn upadłości badanych spółek akcyjnych wykorzystano informacje, jakie znajdują się w aktach spraw dotyczących poszczególnych spółek. Skupiono się głównie na wnioskach dłużnika bądź wierzyciela o ogłoszenie upadłości, gdzie jest miejsce na uzasadnienie zaistnienia przesłanek o ogłoszenie upadłości. W ten sposób dla każdej z badanych spółek opracowano katalog przyczyn upadłości, które były wskazane we wniosku/wnioskach. Następnie dokonano kategoryzacji przyczyn, na endogeniczne i egzogeniczne. Przedstawione wyniki badań stanowią procent wskazań w omawianej grupie przyczyn upadłości. 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 nie być w pełni reprezentatywne. Należy traktować je jako wstępne – pilotażowe. **Konieczne jest przeprowadzenie całościowego i pełnego badania, obejmującego przynajmniej 1000 upadłych przedsiębiorstw na przestrzeni ostatnich 5 lat. Przedmiotem badań powinna być treść wniosków o upadłość składanych w sądzie w zakresie wskazywanych w nich przyczyn bankructwa/upadłości.**

Wyniki badania

Z analizy przyczyn upadłości badanych spółek akcyjnych, jakie zostały opisane w analizowanych wnioskach o ogłoszenie upadłości, wynika, że główne wskazywane przyczyny można zaliczyć do kategorii problemów wewnętrznych spółki związanych ze sferą finansową (41%), druga grupa przyczyn, w której odnotowano dość wysoką liczbę poszczególnych wskazań, jest związana z przyczynami zewnętrznymi, powiązаныmi z sytuacją rynkową i zachowaniami społecznymi (25%). Na rysunku 7 przedstawiono kategorie przyczyn upadłości uporządkowane według liczby wskazań.

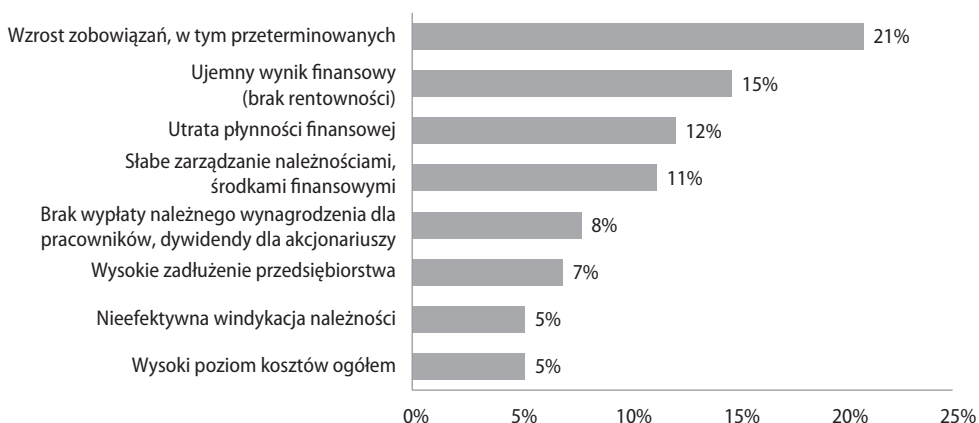
Rysunek 7. Kategorie przyczyn upadłości przedsiębiorstw



Źródło: W. Rogowski, K. Jankowska, *Przyczyny upadłości spółek akcyjnych w Polsce w latach 2008–2012 – analiza zjawiska*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów” 2015, Zeszyt Naukowy nr 140.

W grupie przyczyn wewnętrznych o charakterze finansowym do najczęściej występujących należy zaliczyć: *wzrost zobowiązań, w tym przeterminowanych, utratę rentowności oraz utratę płynności finansowej*. W aspekcie zatorów płatniczych jako przyczyny upadłości warto wskazać dwie o charakterze wewnętrznym, tj.: *słabe zarządzanie należnościami oraz nieefektywną windykację należności* (rysunek 8).

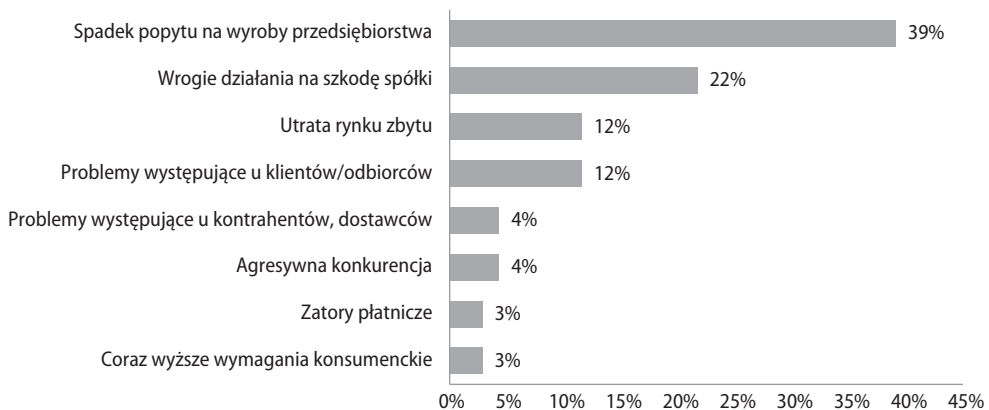
Rysunek 8. Przyczyny upadłości wewnętrzne o charakterze finansowym badanych spółek akcyjnych



Źródło: jak pod rys. 7.

W grupie zewnętrznych przyczyn upadłości największe znaczenie miały czynniki rynkowe i społeczne, 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 z tym związek trudności w realizacji umowy* (22%). Jednakowo 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.** Okazało się więc, że to nie zatory płatnicze, jako czynnik zewnętrzny, lecz niewłaściwe zarządzanie należnościami i nieefektywna ich windykacja, czyli czynniki wewnętrzne, są prawdziwą przyczyną upadłości (rysunek 9).

Rysunek 9. Przyczyny rynkowe i społeczne upadłości badanych spółek akcyjnych



Źródło: jak pod rys. 7.

Na podstawie liczby wskazań danego zjawiska ustalono hierarchię przyczyn upadłości spółek akcyjnych w Polsce, która została przedstawiona na rysunku 10. Obejmuje ona 9 przyczyn, którym przyporządkowano najwyższą liczbę wskazań. Biorąc pod uwagę liczbę wskazań danej przyczyny (choć najczęściej występującą przyczyną upadłości jest *spadek popytu na wyroby przedsiębiorstwa*, czyli przyczyna o charakterze zewnętrznym), można stwierdzić, że dominują przyczyny o charakterze wewnętrznym, czyli takie, na które spółka miała bezpośredni wpływ.

Rysunek 10. Hierarchia przyczyn upadłości badanych spółek akcyjnych



Źródło: jak pod rys. 7.

2.5. Badanie W. Rogowskiego i K. Duleby⁸

Charakterystyka badania

Badanie dotyczyło przyczyn upadłości przedsiębiorstw w Polsce w latach 2005–2010. Obejmowało identyfikację przyczyn upadłości na podstawie analizy 60 złożonych w sądach wniosków o ogłoszenie upadłości likwidacyjnej lub z możliwością zawarcia układu z wierzycielami, niezależnie od rezultatów osiągniętych w dalszych etapach procesu upadłościowego (upadłości likwidacyjnej czy układowej). Badanie koncentrowało się na wnioskach złożonych w V Wydziale Sądu Gospodarczego Sekcji Upadłościowo-Naprawczej Sądu Rejonowego w Kaliszu⁹ (46 wniosków – 77%), a także

⁸ Szczegółowy opis badania oraz wnioski cząstkowe zawiera praca magisterska K. Duleby, *Możliwość wykorzystania modeli oceny zagrożenia upadłością w ocenie audytorów zdolności do kontynuacji działalności gospodarczej*, promotor W. Rogowski, niepublikowana praca magisterska obroniona w dniu 30 czerwca 2011 r. w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie. Część wyników badania została zawarta w publikacji: W. Rogowski, K. Duleba, *Możliwość wykorzystania modeli oceny zagrożenia bankructwem w praktyce audytorów*, w: *Upadłości, bankructwa i naprawa przedsiębiorstw. Wybrane zagadnienia*, red. A. Adamska, E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013, s. 165–179.

⁹ Wybór sądu podyktowany był miejscem zamieszkania K. Duleby.

w Sądzie Gospodarczym we Wrocławiu (6 wniosków – 10%), Warszawie (3 wnioski), Wałbrzychu (2 wnioski), Częstochowie, Zamościu i Bielsko-Białej (po 1 wniosku).

Metodologia badania

Do pełniejszego zobrazowania przyczyn upadłości, których dotyczyły analizowane wnioski o upadłość, przedsiębiorstwa zostały podzielone na 4 grupy ze względu na branże. Wyodrębniono przedsiębiorstwa: **produkcyjne, budowlane, handlowe i usługowe.**

W drodze szczegółowej analizy poszczególne przyczyny, o których pisano we wniosku, zostały zidentyfikowane, a następnie zaklasyfikowane do opisanych niżej grup przyczyn upadłości. Zostały one podzielone na przyczyny egzogeniczne i endogeniczne, a następnie wyodrębniono podgrupy według następującej klasyfikacji:

- przyczyny zewnętrzne:
 - charakter mikroekonomiczny (dotyczące branży, podmiotów kooperujących),
 - charakter makroekonomiczny (dotyczące sfery działalności na polskim rynku, np. opodatkowania, koniunktury gospodarczej);
- przyczyny wewnętrzne:
 - dotyczące sfery operacyjnej i zarządzania,
 - dotyczące sfery finansowej;
- tragiczne zdarzenia losowe i pozostałe przyczyny.

Wyniki badania

Na rysunku 11 zestawiono główne przyczyny upadłości zidentyfikowane we wnioskach o ogłoszenie upadłości. Do najważniejszych przyczyn należą: *spadek popytu, silna konkurencja oraz kryzys gospodarczy*. Są to przyczyny o charakterze zewnętrznym (egzogonicznym). Dopiero na czwartym miejscu znajduje się *nieumiejętne (błędne) zarządzanie*, która to przyczyna powszechnie w literaturze uznawana jest za główną, wręcz jedyną przyczynę upadłości. B. Wieczerzyńska przytacza m.in. pogląd S. Slattera i D. Lovetta, którzy twierdzą, że praktycznie wszystkie przyczyny pogarszania się wyników przedsiębiorstwa można sprowadzić do złego zarządzania. Bowiem nawet jeśli przyczyna pogarszania się kondycji firmy związana jest przede wszystkim z czynnikami zewnętrznymi, na które kierownictwo firmy nie miało wpływu, można twierdzić, że powinno ono przewidzieć takie zdarzenia i uwzględnić je w swoich planach i decyzjach biznesowych¹⁰.

¹⁰ B. Wieczerzyńska, *Kryzys w przedsiębiorstwie*, CeDeWu, Warszawa 2009, s. 35–36.

Do najczęściej wymienianych powodów niepowodzenia o podłożu wewnętrznym należą również: *przeinwestowanie*, *wypowiedzenie umów przez banki* i *utrata kluczowego kontrahenta lub jego problemy*. Zidentyfikowane w sferze zarządzania błędy zazwyczaj związane były z *błędnie obraną strategią* i *orientacją tylko na kilku lub w niektórych przypadkach tylko na jednym odbiorcy*¹¹.

Rysunek 11. Przyczyny najczęściej wskazywane przez wnioskodawców w latach 2005–2010



Źródło: K. Duleba, *Możliwość wykorzystania modeli oceny zagrożenia upadłością w ocenie audytorów zdolności do kontynuacji działalności gospodarczej*, promotor W. Rogowski, niepublikowana praca magisterska obroniona w dniu 30 czerwca 2011 r. w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie, s. 27.

2.6. Przyczyny upadłości polskich firm na podstawie *case study*

Każdą z wymienionych w poprzednich punktach przyczyn upadłości można zilustrować przez specjalną analizę typu *case study*, której celem jest wskazanie przyczyn upadłości konkretnych polskich przedsiębiorstw. Zbiorcze zestawienie przyczyn upadłości konkretnych przedsiębiorstw zestawiono w tabeli 1.

¹¹ K. Duleba, *Możliwość wykorzystania...*, op.cit., s. 27–29.

Tabela 1. Przyczyny upadłości polskich przedsiębiorstw – analiza przypadków

Autor analizy	Analizowane przedsiębiorstwo/ przedsiębiorstwa	Zidentyfikowane przyczyny upadłości
S. Buczek A. Fierla	Odlewnie Polskie SA	<p>Główne przyczyny:</p> <ul style="list-style-type: none"> – brak wiedzy osób zarządzających spółką na temat skali ryzyka związanego ze stosowanymi strategiami opcyjnymi; – zastosowanie fatalnie dobranej strategii opcyjnej, <i>de facto</i> spekulacyjnej, a niezabezpieczającej przed ryzykiem walutowym; – brak systemu zarządzania ryzykiem walutowym spółki, zastąpionego przez poleganie na domniemanej głębokiej wiedzy i uczciwości doradców bankowych; – brak szybkiej, adekwatnej reakcji na pogarszającą się sytuację
M. Szczerbak	Aluglass Group SA	<p>Główne przyczyny:</p> <ul style="list-style-type: none"> – zaślepienie menedżerów spółki doraźnymi sukcesami biznesowymi, a przez to koncentracja tylko na realizacji określonego konkretnego projektu i brak uwzględniania w strategii grupy dywersyfikacji portfela przedsięwzięć biznesowych zapewniającej obronę przed ewentualnymi skutkami załamania się koniunktury; – brak właściwych działań zarządu w momencie pogarszającej się sytuacji finansowej w dobie zachwiania koniunktury na globalnym rynku finansowym
A. Adamska A. Godlewska	Centrozap SA	<p>Główne przyczyny:</p> <ul style="list-style-type: none"> – podjęte z naruszeniem prawa decyzje władz skarbowych, które ostatecznie podważył sąd (sprawa dotyczyła oddania uzyskanego nienależnie zwrotu podatku VAT); są one wskazywane przez Zarząd spółki jako bezpośrednia przyczyna upadłości; decyzje te można uznać za katalizator, który doprowadził do załamania się sytuacji finansowej spółki, ponieważ musiała ona utworzyć bardzo wysokie rezerwy; – nieracjonalne decyzje inwestycyjne dotyczące angażowania się w pomoc wybranym zakładom z branży hutniczej; – konsekwentne realizowanie błędnej strategii tworzenia grupy kapitałowej, obejmującej rozbudowywanie zaplecza produkcyjnego przedsiębiorstwa (integracja wstecz); – nieudana próba pozyskania zaufania inwestorów, która spowodowała, że nie powiodła się przed upadłością żadna z planowanych emisji akcji oraz obligacji; – trudne warunki rynkowe w podstawowych sektorach (obszarach) działalności – zarówno odlewnictwo, jak i hutnictwo nie należały do sektorów atrakcyjnych

Autor analizy	Analizowane przedsiębiorstwo/ przedsiębiorstwa	Zidentyfikowane przyczyny upadłości
P. Antonowicz	Nord Sp. z o.o.	<p>Główne, bezpośrednie przyczyny:</p> <ul style="list-style-type: none"> – zbyt duże powiązania działalności firmy z bardzo wrażliwym na zmiany koniunkturalne sektorem gospodarczym (przemysłem stoczniowym); – brak dywersyfikacji rynków zbytu; – utrata wiarygodności finansowej kooperantów; – odpływ wykwalifikowanej kadry
H. Sokół	Hellena SA	<p>Główne przyczyny:</p> <ul style="list-style-type: none"> – błędne przeświadczenie właściciela, Zenona Sroczyńskiego, o jego wysokiej wiedzy i kompetencjach oraz próba zarządzania przedsiębiorstwem na zasadach ręcznego sterowania i samowystarczalności, niezależnie od wielkości firmy; – niekorzystanie z outsourcingu, a w związku z tym prowadzenie samemu pełnego ciągu produkcyjnego od skupu płodów rolnych, przez przetwarzanie, pakowanie, aż do transportu i dystrybucji do sklepów; – świadoma polityka kanibalizacji marki, co skutkowało niszczeniem silnej pozycji marki; – działalność spółki była prowadzona przy ogromnym przeroście zatrudnienia – ponad 1000 osób i pomimo specyfiki sezonowej działalności nie zatrudniano pracowników sezonowych; – oferowanie bardzo wysokich wynagrodzeń z bogatym pakietem dodatkowych świadczeń socjalnych i wspomagania pracowników oraz mieszkańców regionu; bardzo rozbudowana działalność socjalna
A. Jakubowicz E. Wierzbicka	Warszawska Wytwórnia Wódek Koneser PP	<p>Do przyczyn wewnętrznych należy zaliczyć:</p> <ul style="list-style-type: none"> – zmianę profilu działalności polegającą na zwiększeniu sprzedaży towarów importowanych, która w rezultacie doprowadziła do zdecydowanej wyżki kosztów (ich podwojenia). <p>Do przyczyn zewnętrznych można zakwalifikować:</p> <ul style="list-style-type: none"> – zbyt późny przydział znaków towarowych poszczególnym producentom wódek w stosunku do powołania samodzielnych przedsiębiorstw powstałych z wielozakładowego Przedsiębiorstwa Przemysłu Spirytusowego; – nadmierne obciążenie fiskalne (wysoka akcyza) przedsiębiorstw produkujących wyroby spirytusowe; – wzrost kosztów produkcji krajowego spirytusu i konkurencja ze strony spirytusu importowanego; – zaniechanie konsolidacji i restrukturyzacji branży spirytusowej przed rozpoczęciem procesu prywatyzacji; – hamowanie przez Ministerstwo Skarbu oddolnych inicjatyw w zakresie powstania grup producentów; – opieszałość władz państwa w kwestii realizacji procesu prywatyzacji branży, częste wstrzymywanie już rozpoczętego procesu prywatyzacji oraz niefortunny dobór inwestorów;

Autor analizy	Analizowane przedsiębiorstwo/ przedsiębiorstwa	Zidentyfikowane przyczyny upadłości
		<ul style="list-style-type: none"> – następujące od początku lat 90. XX w. zmiany gustów i upodobań konsumentów w Polsce, idące w kierunku ograniczenia spożycia wódek na rzecz win i piwa
E. Grzegorzewska S. Kasiewicz	Krośnieńska Huta Szkła Krosno SA	<p>Główna przyczyna upadłości to złe zarządzanie kapitałem intelektualnym. Spółka uporczywie wdrażała nierealistyczną koncepcję tradycyjnego modelu biznesowego, aby w łańcuchu dostaw mieć dużą kontrolę we wszystkich kluczowych ogniwach. Jedną z przyczyn upadłości była również nieświadoma spekulacja walutowa za pomocą opcji walutowych.</p>
P. Dec	PIA Piasecki SA	<p>Do głównych przyczyn można zaliczyć:</p> <ul style="list-style-type: none"> – utratę płynności finansowej; – liczne wypowiedziane kontrakty budowlane, co nie tylko wpłynęło na brak środków pieniężnych niezbędnych w działalności budowlanej, lecz także przyczyniło się do powstania niekorzystnej opinii na temat firmy na rynku budowlanym; – koncentrację działalności na jednym rynku (Warszawie), na którym występowała bardzo wysoka konkurencja; – brak właściwej koordynacji kontraktów budowlanych z ich finansowaniem bankowym
T. Nowowiejski	Malma SA	<p>Do głównych przyczyn można zaliczyć:</p> <ul style="list-style-type: none"> – skoncentrowanie całości władzy w przedsiębiorstwie w rękach jednej osoby – właściciela Michela Marbota; – brak bieżącej kontroli standingu finansowego przedsiębiorstwa; – niedostateczny poziom kontroli finansowej i kontroli ryzyka; – nietrafione inwestycje; – niesprzyjające warunki zewnętrzne związane z obniżeniem cła na zagraniczne makarony w związku z wejściem Polski do Unii Europejskiej; – nieprawidłowości w kształtowaniu struktury źródeł finansowania <ul style="list-style-type: none"> – utrzymywanie przez lata wysokiego poziomu dźwigi finansowej (wysokiego lewarowania); – trudności w znalezieniu inwestora
K. Gera	Budostal-5 SA	<p>Do głównych przyczyn można zaliczyć:</p> <ul style="list-style-type: none"> – znaczący wzrost kosztów materiałów budowlanych, co spowodowało, że realizowane kontrakty drogowe okazały się bardzo nierentowne; – występowanie wśród kadry zarządzającej paradoksu sukcesu, wiary w wieczną hossę oraz bagatelizowanie zagrożeń i opóźnianie bądź zaniechanie niezbędnych działań; – brak elastyczności, co jest konieczne w przypadku działania w czasach niesprzyjającego turbulentnego rynku

Autor analizy	Analizowane przedsiębiorstwo/ przedsiębiorstwa	Zidentyfikowane przyczyny upadłości
H. Sokół	Monnari Trade SA	<p>Główne przyczyny:</p> <ul style="list-style-type: none"> - przeinwestowanie; - nadmierny stopień zadłużenia; - podejmowanie nieefektywnych decyzji; - nadmiernie wysoki poziom kosztów; - brak systemu kontroli wewnętrznej oraz powiązanie personalne osób zarządzających i akcjonariuszy; - występowanie istotnej sprzeczności interesów pomiędzy większościami a mniejszościami akcjonariuszami; - brak wiedzy zarządu w zakresie zarządzania, który spowodował brak możliwości przygotowania strategii rozwoju działalności spółki
P. Dec	Orbis Travel, Selectours oraz Kopernik	<p>Główne przyczyny:</p> <ul style="list-style-type: none"> - brak wystarczającego kapitału do prowadzenia działalności operacyjnej (w zakresie prowadzonym przez te przedsiębiorstwa); - negatywne zjawiska pogodowe (wybuch wulkanu, powódzie), a także tragedia smoleńska, które ograniczyły liczbę wyjazdów Polaków na wakacje; - osłabienie złotego, co spowodowało znaczący wzrost kosztów wyjazdów zagranicznych, przez co wiele osób było zmuszonych do rezygnacji z wyjazdów zagranicznych; - nadmierna specjalizacja i koncentracja na określonych krajach (np. Egipt, Tunezja), co w konsekwencji spowodowało zmniejszenie się ilości wyjazdów z uwagi na wzrost ryzyka politycznego związanego z zamieszkami w krajach północnej Afryki
M. Wojtysiak- Kotlarski	Polski Koncern Mięсны Duda SA	<p>Główna przyczyna upadłości to znaczne zaangażowanie w opcje walutowe, które w momencie silnego osłabienia złotego spowodowało ujemne wyceny transakcji walutowych</p>
W. Rogowski, A. Boratyńska	Hydrobudowa Polska SA	<p>Główne endogeniczne przyczyny:</p> <ul style="list-style-type: none"> - ujemny wynik finansowy; - trudności w egzekwowaniu należności; - zawieranie nierentownych umów; - niedostosowanie jakości usług do wymagań zamawiającego. <p>Główne egzogeniczne przyczyny:</p> <ul style="list-style-type: none"> - wzrost cen surowców i materiałów budowlanych; - silna konkurencja w sektorze; - niedostateczne uregulowania prawne dotyczące umów budowlanych; - wymagania przetargowe zamówień publicznych; - kryzys w branży; - niesprzyjające warunki atmosferyczne; - spadek popytu na usługi

Autor analizy	Analizowane przedsiębiorstwo/ przedsiębiorstwa	Zidentyfikowane przyczyny upadłości
W. Rogowski, A. Boratyńska	DSS SA	<p>Główne endogeniczne przyczyny:</p> <ul style="list-style-type: none"> - wysokie zadłużenie; - ujemny wynik finansowy; - brak doświadczenia w realizacji kontraktów; - zawieranie nierentownych kontraktów; - trudności w egzekwowaniu należności. <p>Główne egzogeniczne przyczyny:</p> <ul style="list-style-type: none"> - wzrost cen surowców i materiałów budowlanych; - silna konkurencja w sektorze; - niedostateczne uregulowania prawne dotyczące umów budowlanych; - wymagania przetargowe zamówień publicznych; - kryzys w branży; - niesprzyjające warunki atmosferyczne; - spadek popytu na usługi
W. Rogowski, A. Boratyńska	PBG SA	<p>Główne endogeniczne przyczyny:</p> <ul style="list-style-type: none"> - wysokie zadłużenie; - wzrost zapotrzebowania na kredyty; - utrata dostępu do źródeł finansowania; - wysokie zaangażowanie środków własnych; - zawieranie nierentownych kontraktów; - trudności w egzekwowaniu należności. <p>Główne egzogeniczne przyczyny:</p> <ul style="list-style-type: none"> - wzrost cen surowców i materiałów budowlanych; - silna konkurencja w sektorze; - niedostateczne uregulowania prawne dotyczące umów budowlanych; - wymagania przetargowe zamówień publicznych; - kryzys w branży; - niesprzyjające warunki atmosferyczne; - spadek popytu na usługi
W. Rogowski, A. Boratyńska	PNI sp. z o.o.	<p>Główne endogeniczne przyczyny:</p> <ul style="list-style-type: none"> - nieudana prywatyzacja przedsiębiorstwa; - zawieranie nierentownych kontraktów. <p>Główna egzogeniczna przyczyna upadłości to utrata głównego odbiorcy usług (PKP SA)</p>
M. Pieńkowska	BetonStal SA	<p>Główne przyczyny to</p> <ul style="list-style-type: none"> - niewłaściwa struktura finansowania; - błędne decyzje zarządzających

Autor analizy	Analizowane przedsiębiorstwo/ przedsiębiorstwa	Zidentyfikowane przyczyny upadłości
M. Pieńkowska	Espebepe SA	<p>Główne przyczyny to:</p> <ul style="list-style-type: none"> - niewłaściwa struktura finansowania; - błędne decyzje zarządzających; - wyprowadzanie gotówki i innych aktywów ze spółki poprzez celowe podpisywanie niekorzystnych umów; - agresywna księgowość – przenoszenie strat i zobowiązań do spółek zależnych oraz zaniechanie tworzenia rezerw w spółce dominującej
M. Pieńkowska	GK Inwest SA	<p>Główna przyczyna upadłości to niewłaściwa struktura finansowania</p>
M. Pieńkowska	Mostostal Gdańsk SA	<p>Główne przyczyny to:</p> <ul style="list-style-type: none"> - niewłaściwa struktura finansowania; - błędne decyzje zarządzających; - wyprowadzanie gotówki i innych aktywów ze spółki poprzez celowe podpisywanie niekorzystnych umów
M. Pieńkowska	Pazur SA	<p>Główne przyczyny to:</p> <ul style="list-style-type: none"> - niewłaściwa struktura finansowania; - błędne decyzje zarządzających; - celowe zatajanie informacji dotyczących działalności spółki, co spowodowało wzrost ryzyka dla banków, a w konsekwencji ich wycofanie się z kredytowania
M. Pieńkowska	Leta SA	<p>Główne przyczyny to:</p> <ul style="list-style-type: none"> - błędne decyzje zarządzających; - wyprowadzanie gotówki i innych aktywów ze spółki poprzez celowe podpisywanie niekorzystnych umów; - celowe, zgodne z prawem, wyprowadzanie majątku operacyjnego ze spółki w celu przygotowania jej do prowadzenia nowej działalności, bez uwzględnienia konsekwencji rynkowych i finansowych tego typu działań
M. Pieńkowska	Ocean SA	<p>Główne przyczyny to</p> <ul style="list-style-type: none"> - błędne decyzje zarządzających; - wyprowadzanie gotówki i innych aktywów ze spółki poprzez celowe podpisywanie niekorzystnych umów; - celowe zatajanie informacji dotyczących działalności spółki, co spowodowało wzrost ryzyka dla banków, a w konsekwencji ich wycofanie się z kredytowania
M. Pieńkowska	Łukbut SA	<p>Główne przyczyny to:</p> <ul style="list-style-type: none"> - błędne decyzje zarządzających; - celowe, zgodne z prawem, wyprowadzanie majątku operacyjnego ze spółki w celu przygotowania jej do prowadzenia nowej działalności, bez uwzględnienia konsekwencji rynkowych i finansowych tego typu działań

Autor analizy	Analizowane przedsiębiorstwo/ przedsiębiorstwa	Zidentyfikowane przyczyny upadłości
M. Pieńkowska	STGroup SA	Główne przyczyny to: <ul style="list-style-type: none"> – błędne decyzje zarządzających; – udzielanie spółkom zewnętrznym pożyczek, spłacanych następnie poprzez trudne do wyceny oprogramowanie o faktycznie znacznie niższej wartości

Źródło: opracowanie własne na podstawie: S. Buczek, A. Fierla, *Odlewnie polskie SA – nagła upadłość układowa a opcje*, w: *Meandry upadłości przedsiębiorstw. Klęska czy druga szansa?*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009, s. 167, 169; M. Szerzbak, *Upadłość Aluglass Group SA – następstwo światowego kryzysu finansowego czy decyzji zarządu?*, w: *Meandry upadłości przedsiębiorstw. Klęska czy druga szansa?*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009, s. 175–176, 197; A. Adamska, A. Godlewska, *Centrozap SA – upadłość z układem w spółce publicznej (wykorzystana druga szansa)*, w: *Meandry upadłości przedsiębiorstw. Klęska czy druga szansa?*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009, s. 226–227; P. Antonowicz, *Cykl koniunkturalny a efekt domina upadłości na przykładzie przedsiębiorstwa Nord Sp. z o.o.*, w: *Meandry upadłości przedsiębiorstw. Klęska czy druga szansa?*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009, s. 253–254; H. Sokół, *Hellena SA – błędy w zarządzaniu*, w: *Meandry upadłości przedsiębiorstw. Klęska czy druga szansa?*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009, s. 277–278; A. Jakubowicz, E. Wierzbicka, *Upadłość warszawskiej wytwórni wódek Koneser PP – błędy zarządu czy opieszałość organów rządowych*, w: *Meandry upadłości przedsiębiorstw. Klęska czy druga szansa?*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009, s. 314–315; E. Grzegorzewska, St. Kasiewicz, *Krośnieńskie huty szkła Krosno SA – niesprawności zarządzania kapitałem intelektualnym*, w: *Meandry upadłości przedsiębiorstw. Klęska czy druga szansa?*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009, s. 337; P. Dec, *Pia Piasecki – specyfika upadłości w budownictwie*, w: *Meandry upadłości przedsiębiorstw. Klęska czy druga szansa?*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009, s. 360–361; T. Nowowiejski, *Producent makaronów Malma – przelewarowanie, upadłość i kontynuacja*, w: *Meandry upadłości przedsiębiorstw. Klęska czy druga szansa?*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009, s. 409; K. Gemera, *Pierwsza upadłość na rynku obligacji Catalyst – case study spółki Budostal-5*, w: *Bankructwa przedsiębiorstw. Wybrane aspekty ekonomiczne i prawne*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2014, s. 172–173; H. Sokół, *Spektakularne przypadki upadłości i naprawy case study spółki Monnari Trade S.A.*, w: *Procesy upadłościowe i naprawcze w Polsce na tle doświadczeń Unii Europejskiej*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013, s. 403–404; P. Dec, *Upadłość biur podróży w Polsce*, w: *Procesy upadłościowe i naprawcze w Polsce na tle doświadczeń Unii Europejskiej*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013, s. 425–426. M. Wojtysiak-Kotlarski, *Przedsiębiorstwo a ryzyko bankructwa w kontekście doświadczeń gospodarki globalnej. Propozycja konceptualizacji ujęcia teoretycznego na tle przykładów przedsiębiorstw*, w: *Procesy upadłościowe i naprawcze w Polsce na tle doświadczeń Unii Europejskiej*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013, s. 95; W. Rogowski, A. Boratyńska, *Identyfikacja przyczyn upadłości przedsiębiorstw budowlanych na podstawie spółek PBG S.A., Hydrobudowa S.A., DSS S.A. oraz Przedsiębiorstwa Napraw Infrastruktury Sp. z o.o.*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów” 2015, Zeszyt Naukowy nr 141; M. Pieńkowska, *Przyczyny upadłości w świetle teorii przedsiębiorstwa – weryfikacja empiryczna*, w: *Upadłości przedsiębiorstw w Polsce w latach 1990–2003. Teoria i praktyka*, red. D. Appenzeller, Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań 2004, s. 50–52.

Oddzielnym rodzajem przyczyn upadłości polskich przedsiębiorstw są tzw. katalizatory upadłości. Próbę oceny znaczenia katalizatorów upadłości, jako przyczyn upadłości polskich przedsiębiorstw podjęli M. Bidelski i W. Rogowski¹². **Katalizator**

¹² W. Rogowski, M. Bidelski, *Katalizatory upadłości przedsiębiorstwa*, w: *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, red. B. Bernaś, A. Kopiński, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2011, nr 158, s. 304–316.

upadłości może być przyczyną o genezie zarówno wewnętrznej, jak i zewnętrznej. Wszystkie typy katalizatorów łączy jednak ich nagły i bardzo negatywny wpływ na firmę oraz nieujawnianie się w sprawozdaniach finansowych przedsiębiorstwa przed wystąpieniem upadłości. Do przyczyn zgodnych z definicją katalizatora możemy zaliczyć poniższe przykłady¹³:

- nagłe zaistnienie znacznych zobowiązań finansowych w wyniku nieświadomego wykorzystywania instrumentów finansowych, charakteryzujących się wysoką dźwignią finansową (np. opcje walutowe lub kontrakty CIRS); w przeciwieństwie do zwykłego zadłużenia finansowe produkty pochodne nie są ujmowane w bilansie firmy, co utrudnia ich wykrycie i ocenę ich możliwego wpływu na sytuację finansową podmiotu;
- nieoczekiwana zmiana polityki kredytowej przez bank, nieuzasadnione wypowiedzenie kredytów – polska odsłona kryzysu finansowego pokazała zagrożenia wynikające z korzystania usług banków, będących jedynie filiami swych międzynarodowych spółek matek; w momencie globalnej zmiany polityki kredytowej (słusznej w skali globalnej, jednak nieuwzględniającej lokalnego – polskiego – poziomu ryzyka kredytowego), jako odpowiedź na sytuację kryzysową, przez zagraniczne centrale ich polskie spółki zostały „zmuszone” do zmiany warunków kredytów bądź do ich wypowiedzenia także klientom zdolnym do ich dalszej obsługi, często uniemożliwiając tym dalsze prowadzenie działalności gospodarczej;
- przerwanie łańcucha wartości (dostaw) – nagłe niespodziewane wypowiedzenie kontraktów przez dotychczasowego głównego odbiorcę;
- niekorzystne zmiany prawne lub decyzje regulacyjne (np. ustawa antyhazardowa) – dotyczy to jedynie decyzji legislacyjnych, o których przedsiębiorstwa nie mogły zdobyć informacji; przede wszystkim interpretacji podatkowych i postępowania urzędów skarbowych,
- przypadki przestępstw gospodarczych oraz katastrof losowych.

Próba przedsiębiorstw wykorzystana w badaniu M. Bidelskiego i W. Rogowskiego obejmowała dane 93 firm, spośród których 36 to spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, reszta działa w formie spółek akcyjnych. W grupie spółek akcyjnych znajdowało się 15 przedsiębiorstw notowanych na giełdzie, dla których dostępne były dane kwartalne. Dane finansowe spółek zostały pobrane z bazy ISI Emerging Markets, natomiast daty złożenia wniosków o upadłość pochodzą z ogłoszeń w Monitorze Sądowym i Gospodarczym. W tabeli 2 zaprezentowano podział wniosków upadłościowych według roku złożenia. Ponieważ dostępność danych dla lat starszych jest

¹³ Ibidem, s. 305.

dużo mniejsza, próbę skoncentrowano na latach 2008–2009, a więc na spółkach, które padły ofiarą globalnego kryzysu finansowego (tabela 2).

Tabela 2. Liczba wniosków o upadłość w próbie badawczej według roku złożenia

Rok złożenia wniosku	2001	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Liczba wniosków	1	3	3	3	3	12	23	41	3

Źródło: W. Rogowski, M. Bidelski, *Katalizatory upadłości przedsiębiorstwa*, w: *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, red. B. Bernas, A. Kopiński, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2011, nr 158, s. 306.

Spśród wszystkich spółek w próbie wyselekcjonowano podgrupę firm, w przypadku których przyczyna upadłości spełniała definicję katalizatora. Omówiono je poniżej.

- Centrum Leasingu i Finansów CLIF SA – spółka była dochodowa, gdy Kredyt Bank wystąpił z wnioskiem o ogłoszenie upadłości, w odpowiedzi na który CLIF złożył własny wniosek o upadłość Kredyt Banku; upadłość CLIF-u ogłoszono w grudniu 2001 r., dwa lata później sąd uznał upadłość za bezpodstawną, a CLIF domagał się odszkodowania.
- Zakłady Mebli Giętych FAMEG SA – Prokuratura Okręgowa w Piotrkowie Trybunalskim w dniu 30 grudnia 2008 r. skierowała do Sądu Okręgowego w Piotrkowie Trybunalskim akt oskarżenia (sprawa dotyczy 2005 r.) przeciw czworgu byłym członkom zarządu Fameg SA. Zarzuciła im niegospodarność i działanie na szkodę firmy (doprowadzenie jej do straty, co najmniej 2 mln PLN). Prokuratura miała zastrzeżenia m.in. do utworzenia spółki z o.o. i warunków przeniesienia do niej części majątku spółki akcyjnej. Chodziło o utworzenie spółki zależnej od Fameg SA – spółki Fameg z o.o., do której przeniesiono składniki majątkowe spółki matki, a także bieżącą produkcję i zawarte wcześniej umowy produkcyjne. To spowodowało niewypłacalność spółki Fameg SA i uniemożliwiło zaspokojenie roszczeń ponad stu wierzycieli Famegu, wśród których były m.in. kooperujący z firmą przedsiębiorcy i banki.
- Fabryka Elektrofiltrów ELWO SA – przyczyną upadłości była nieświadoma spekulacja walutowa za pomocą opcji walutowych,
- Zakłady Włókien Chemicznych STILON SA poniosły znaczne straty w wyniku upadłości większości spółek, wchodzących w skład grupy przemysłowej Nylstar, będącej zarazem właścicielem Stilonu; zobowiązania innych spółek wobec Stilonu zostały w 90% umorzone.
- Maflow Polska Sp. z o.o. – Spółka Maflow Polska, najważniejsza część globalnego koncernu, upadła z powodu kłopotów włoskiej centrali, która zbyt agresywnie

- rozbudowywała grupę, korzystając z kredytów bankowych; ostateczny cios przyszedł ze strony załamania na rynku motoryzacyjnym na przełomie lat 2008 i 2009.
- Kuźnia Polska SA – przyczyną upadłości była nieświadoma spekulacja walutowa za pomocą opcji walutowych.
 - Plastal Sp. z o.o. – przyczyną upadłości była zmiana polityki kredytowej banku i wypowiedzenie kredytów, połączone ze spadkiem zamówień, wynikającym z globalnego kryzysu finansowego.
 - Zakłady Naprawcze Taboru Kolejowego w Łapach SA – 50% przychodów Zakładu pochodziło od PKP Cargo. W 2007 r. PKP Cargo było zainteresowane zaangażowaniem kapitałowym w Łapach, na co nie zgodził się prezes, chcący utrzymać niezależność firmy. W 2008 r. PKP Cargo ze względu na kryzys finansowy nie zleciło żadnych napraw w ZNTK Łapy, doprowadzając w ten sposób firmę do upadłości.
 - Alumast SA – przyczyną upadłości było wystawienie przez DZ Bank Polska bankowego tytułu egzekucyjnego. Sąd Okręgowy w Gliwicach uznał za słuszne zażalenie złożone wobec postanowienia Sądu Rejonowego w Wodzisławiu Śląskim, które nadało temu tytułowi klauzulę wykonalności, co oznaczało, że procedura egzekucyjna uruchomiona przez ten bank nie powinna mieć miejsca. Ponadto Spółka złożyła we wrześniu 2009 r. wniosek do prokuratury w sprawie domniemania doprowadzenia do niekorzystnego rozporządzenia mieniem Alumast w wysokości nie mniejszej niż 1 mln PLN przez pracowników DZ Bank Polska¹⁴.

2.7. Przyczyny upadłości firm na podstawie badań zagranicznych

W pełni można zgodzić się z opinią formułowaną przez T. Korolą, który twierdzi, że: aby otrzymać pełen obraz przyczyn upadłości, należy przeanalizować przyczyny upadłości firm funkcjonujących w różnych krajach, bowiem tylko takie ujęcie pozwoli na sformułowanie całościowych wniosków dotyczących natury przyczyn upadłości¹⁵. Przy czym, jak twierdzi T. Korol na podstawie przeprowadzonych przez siebie kompleksowych badań dotyczących przyczyn upadłości w różnych krajach, m.in. z Europy, Azji, obu Ameryk, a nawet Afryki, charakter przyczyn upadłości firmy nie zależy od regionu świata, w którym funkcjonuje upadające przedsiębiorstwo. Można więc wysunąć ogólne wnioski dotyczące przyczyn upadłości firm,

¹⁴ Ibidem, s. 307–308.

¹⁵ T. Korol, *Systemy ostrzegania przedsiębiorstw przed ryzykiem upadłości*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2010, s. 19.

łącząc wyniki poszczególnych badań¹⁶. Bez względu na specyfikę uwarunkowań funkcjonowania przedsiębiorstw w różnych krajach Europy, prowadzone badania nad identyfikacją przyczyn upadłości (kryzysu) przedsiębiorstw potwierdzają we wszystkich przypadkach niedostateczną **jakość procesu zarządzania przedsiębiorstwem**¹⁷ (złe zarządzanie) jako głównej uniwersalnej w skali świata przyczyny upadłości. Potwierdzeniem tej tezy jest zestawienie przyczyn upadłości 1200 europejskich przedsiębiorstw opracowane przez firmę AT. Kearney, zaprezentowane w tabeli 3, jak również zestawienie częstotliwości występowania poszczególnych przyczyn upadłości w badaniach, których celem była identyfikacja przyczyn upadłości polskich przedsiębiorstw, przedstawionych w tabeli 5, w którym to zestawieniu: **słabość/błędne/nieumiejętne zarządzanie** było identyfikowane jako przyczyna upadłości we wszystkich badaniach.

Tabela 3. Przyczyny upadłości przedsiębiorstw w różnych krajach

Kraj/obszar	Przyczyny upadłości przedsiębiorstw
Stany Zjednoczone	<ul style="list-style-type: none"> – chronicznie niewydolne branże (np. rolnictwo, przemysł tekstylny, domy towarowe), – deregulacja kluczowych branż (np. linii lotniczych, usług finansowych, służby zdrowia, sektora energetycznego), – wysokie realne stopy procentowe w pewnych okresach, – konkurencja międzynarodowa, – nadwyżki mocy produkcyjnych w danej branży, – rosnące zadłużenie (<i>leveraging</i>) amerykańskich przedsiębiorstw, – względnie wysoka liczba nowo tworzonych firm w pewnych okresach
Niemcy 107 niemieckich firm z problemami finansowymi w 2009 r.	<ul style="list-style-type: none"> – redukcja zatrudnienia na skutek malejącej sprzedaży, – zbyt niskie rezerwy na nieprzewidziane zdarzenia, – sztywne trzymanie się starych koncepcji, – brak nowych zamówień oraz anulowanie wcześniejszych kontraktów, – efekt domina na skutek niewypłacalności wierzycieli oraz dostawców firmy, – wysoki poziom zadłużenia szczególnie przedsiębiorstw wykupionych przez fundusze <i>private equity</i>, – spadek obrotów zagranicznych, – rosnące zapotrzebowanie na kapitał, przy malejącej liczbie inwestorów z odpowiednio dużym kapitałem, – zmniejszona gotowość inwestorów, funduszy <i>private equity</i> do inwestowania kapitału w czasie kryzysu, – wycofywanie się banków zagranicznych jako dostawców kapitału obcego

¹⁶ Ibidem, s. 19–20.

¹⁷ P. Antonowicz, *Metody oceny i prognoza kondycji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstw*, ODDK, Gdańsk 2007, s. 22.

Kraj/obszar	Przyczyny upadłości przedsiębiorstw
Portugalia, Hiszpania, Włochy, Grecja, Irlandia	<ul style="list-style-type: none"> – wysoki poziom zadłużenia publicznego w stosunku do PKB kraju, – deficyt budżetowy kraju, – ujemne saldo obrotów bieżących kraju, – ograniczenie akcji kredytowej przez banki, – niski popyt wewnętrzny, – niski poziom konkurencyjności przedsiębiorstw poza granicami własnego kraju
Holandia, południowe kraje Unii Europejskiej	<ul style="list-style-type: none"> – spadek cen nieruchomości w efekcie kryzysu ogólnosiwiatowego, – długi okres zamiany wiarytelności na środki pieniężne
Norwegia	<ul style="list-style-type: none"> – niski poziom inwestycji oraz spadek konsumpcji wewnętrznej
Kraje Ameryki Łacińskiej (2013)	<ul style="list-style-type: none"> – niski wzrost ekonomiczny, – niestabilność finansowa (niestabilne stopy procentowe oraz kursy walut)
Hiszpania (2013)	<ul style="list-style-type: none"> – niski poziom konsumpcji wewnątrz kraju, – wysokie bezrobocie, – utrzymujący się wysoki poziom zadłużenia gospodarstw domowych, – trwający proces naprawy finansów publicznych, – trwające zmiany w sektorze budowlanym, – trudności w pozyskaniu finansowania bankowego
1200 europejskich spółek (2009)	<p>28% przyczyn dotyczyło sfery strategicznej, 31% operacyjnej, zaś 41% stanowiły pozostałe przyczyny.</p> <p>Szczegółowy zestaw przyczyn upadłości:</p> <ul style="list-style-type: none"> – niewłaściwa strategia/decyzje inwestycyjne (54%), – zbyt wysoki poziom kosztów (39%), – niewystarczająca płynność (38%), głównie z uwagi na trudności w zdobyciu kapitału obcego, – opóźnione/nieodpowiednie dostosowania do zmieniających się warunków rynkowych (34%), – zależność od łańcucha dostawców (23%), – konflikt wśród zarządzających (20%), – konflikt pomiędzy pracownikami oraz zarządzającymi (20%), – nieodpowiednia kontrola (18%), – kryzys w branży (17%), – kryzys ekonomiczny (16%), – niekorzystne relacje z bankami (15%), – słaba pozycja konkurencyjna (15%), – brak umiejętności menedżerskich (13%), – niskie zaangażowanie udziałowców (5%), – problemy fiskalne (4%)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: E.I. Altman, E. Hotchkiss, *Trudności finansowe a upadłość firm*, CeDeWu, Warszawa 2007, s. 28; Euler Hermes i Zentrum für Insolvenz Und Sanierung an Universität Mannheim Kreditversicherung, *Insolvenz in Zeiten der Finanzkrise*, Wirtschaft Konkret Nr. 107, https://www.allianz.com/v_1339507796000/media/current/de/presse/news/studien/archiv/downloads/107-insolvenzen-in-zeiten-der-finanzkrise.pdf, dostęp 01.07.2014; *Corporate insolvencies in Europe 2012/2013*, Creditreform Economic Research Unit, s. 3, 4, 13, 15; *Corporate insolvencies in Europe 2013/2014*, Creditreform Economic Research Unit, www.creditreform.com, s. 3, 4, 6; *Business Insolvency Worldwide*, Economic Outlook no. 1207, Economic Research Euler Hermes, www.eulerhermes.com, s. 5, 10; A.T. Kearney Company, *Top 15 reasons for insolvency*, 09.07.2009, <http://www.wall-street.ro/articol/English-Version/67711/Top-15-reasons-of-insolvency.html>, dostęp 07.07.2014.

3. Podsumowanie

Na zakończenie rozważań nad przyczynami upadłości polskich przedsiębiorstw, które zostały zidentyfikowane w badaniach empirycznych, w tabeli 4 przedstawiono syntetyczne zestawienie TOP 10 przyczyn upadłości polskich przedsiębiorstw stwierdzonych w głównych badaniach dotyczących identyfikacji tych przyczyn. Ponadto w tabeli 5 zestawiono częstotliwość występowania poszczególnych przyczyn upadłości w opisanych badaniach empirycznych.

Na podstawie zestawień zaprezentowanych w tabelach 4 i 5 można sformułować kilka ciekawych wniosków.

- Omówione w artykule polskie badania dotyczące identyfikacji przyczyn upadłości wskazują na *słabość zarządzania* jako przyczynę upadłości. Można więc stwierdzić, że podstawową, główną i pierwotną przyczyną upadłości polskich przedsiębiorstw jest złe, niewłaściwe, błędne zarządzanie przedsiębiorstwem.
- Badania empiryczne potwierdzają, że pierwotne przyczyny upadłości mają charakter wewnętrzny (endogeniczny – 8 wśród 13 przyczyn upadłości wymienianych co najmniej dwa razy w pięciu badaniach).
- Tylko w jednym z pięciu badań w zakresie identyfikacji przyczyn upadłości polskich przedsiębiorstw (badanie A. Zelek) wskazano na zatory płatnicze jako przyczynę upadłości. Było to jednak badanie realizowane ponad dziesięć lat temu. W późniejszych badaniach nie wskazywano na zatory płatnicze jako przyczynę upadłości polskich przedsiębiorstw.

Odnosząc się do samych badań, których główne wyniki zestawiono w tabelach 4 i 5, można wskazać pewne ich słabości:

- ograniczoną reprezentatywność; badają bowiem w większości małe liczebnie populacje firm, a wykorzystywane metody badawcze opierają się w większości przypadków na badaniach ankietowych samych przedsiębiorców czy syndyków i tylko nieliczne z nich sięgają bezpośrednio do wniosków o upadłość (Rogowski i Duleba oraz Rogowski i Jankowska);
- zidentyfikowane przyczyny upadłości mają zazwyczaj charakter ogólny, bardzo pojemny, w tym główna przyczyna, jaką jest *złe zarządzanie*, pod którą można zakwalifikować prawie wszystko: błędne decyzje finansowe, inwestycyjne czy operacyjne i strategiczne, dotyczące wszystkich obszarów działalności przedsiębiorstwa;
- często wskazana przyczyna jest skutkiem, a nie przyczyną bankructwa/upadłości.

Wszystkie te uwagi skłaniają autora do podjęcia kompleksowego i w miarę pełnego badania przyczyn upadłości polskich przedsiębiorstw na podstawie wniosków o upadłość składanych do sądów.

Tabela 4. Zestawienie TOP 10 przyczyn upadłości polskich przedsiębiorstw identyfikowanych w głównych badaniach dotyczących tego zagadnienia

<p>Badanie: M. Szczerbak Firmy: handlowe i budowlane Okres badań: 2000–2004 Respondenci: Syndyci</p>	<p>Badanie: A. Zelek Firmy: z różnych branż będących w kryzysie Okres badań: 2002 r. Case study przedsiębiorstw</p>	<p>Badanie: K. Boratyńska Firmy: z sektora spożywczego Okres badań: 2005–2013 Respondenci: Syndyci</p>	<p>Badanie W. Rogowski i K. Duleba Firmy: budowlane, usługowe, handlowe, przemysłowe Okres badań: 2005–2010 Analiza wniosków o upadłość</p>	<p>Badanie W. Rogowski i K. Jankowska Firmy: różne przedsiębiorstwa Okres badań: 2008–2012 Analiza wniosków o upadłość</p>
<ol style="list-style-type: none"> 1. Słabości zarządzania 2. Ujemny wynik finansowy 3. Wysokie zadłużenie przedsiębiorstwa 4. Wzrost zobowiązań, w tym przeterminowanych 5. Błędna strategia 6. Brak odpowiedniej kontroli finansowej i audytu wewnętrznego 7. Słabości i błędy w zarządzaniu należnościami, środkami pieniężnymi 8. Wysoki wskaźnik dłuzgni finansowej (zadłużenie/kapitał własny) 9. Wzrost zapotrzebowania na kredyty i pożyczki oraz opóźnienia w ich spłacie 10. „Agresywna” rachunkowość 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Recesja w gospodarce polskiej 2. Wzrost stopnia konkurencji 3. Recesja w branży 4. Zatory płatnicze 5. Poziom bezrobocie 6. Błędne zarządzanie 7. Brak kapitału 8. Wysoka stopa procentowa 9. Kurs walut 10. Napiływ kapitału zagranicznego do branży 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Utrata płynności finansowej 2. Wzrost zobowiązań, w tym przeterminowanych 3. Wysokie zadłużenie przedsiębiorstwa 4. Ujemny wynik finansowy, brak rentowności 5. Słabości zarządzania (brak odpowiednich kompetencji zarządu) 6. Wzrost zapotrzebowania na kredyty i pożyczki oraz opóźnienia w ich spłacie 7. Zbyt późne podjęcie działań naprawczych 8. Wysoki poziom kosztów ogółem 9. Błędna strategia 10. Słabe zarządzanie należnościami, środkami pieniężnymi 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Spadek popytu 2. Silna konkurencja 3. Kryzys gospodarczy 4. Nieumiejętne zarządzanie 5. Problemy kontrahenta 6. Brak terminowości w spłacie zobowiązań przez kontrahenta 7. Wahania kursowe 8. Przeinwestowanie 9. Wypowiedzenie umów przez banki 10. Utrata kluczowego odbiorcy 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Spadek popytu na wyroby przedsiębiorstwa 2. Wzrost zobowiązań, w tym przeterminowanych 3. Ujemny wynik finansowy (brak rentowności i zyskowności) 4. Wrogie działania na szkodę spółki przez kontrahentów /trudności w realizacji zamówień 5. Pozostałe 6. Utrata płynności finansowej 7. Słabe zarządzanie należnościami, środkami finansowymi 8. Błędna strategia 9. Recesja w gospodarce 10. Słabość zarządzania

Źródło opracowanie własne na podstawie: W. Rogowski, K. Jankowska, *Przyczyny upadłości spółek akcyjnych w Polsce w latach 2008–2012 – analiza zjawiska*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów” 2015, Zeszyt Naukowy Nr 140; K. Duleba, *Możliwość wykorzystania modeli oceny zagrożenia upadłością w ocenie audytorów zdolności do kontynuacji działalności gospodarczej*, promotor W. Rogowski, niepublikowana praca magisterska obroniona w dniu 30 czerwca 2011 r. w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie; K. Boratyńska, *Przyczyny upadłości przedsiębiorstw sektora spożywczego*, w: *Bankructwa przedsiębiorstw. Wybrane aspekty ekonomiczne i prawne*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2014; M. Szczerbak, *Przyczyny upadłości przedsiębiorstw w świetle opinii syndyków i nadzorców sądowych*, w: *Zagrożenie upadłością*, red. K. Kuciński, E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2005; A. Zelek, *Zarządzanie kryzysem w przedsiębiorstwie*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa” 2003, nr 3.

Tabela 5. Zestawienie częstotliwości występowania poszczególnych przyczyn upadłości w badaniach empirycznych, których celem była identyfikacja przyczyn upadłości polskich przedsiębiorstw

Przyczyna upadłości	Częstotliwość występowania w badaniach	Charakter przyczyny
Słabość zarządzania, Błędne zarządzanie, Nieumiejętne zarządzanie	We wszystkich pięciu badaniach	endogeniczna
Słabe zarządzanie należnościami, Brak terminowości w spłacie zobowiązań przez kontrahenta	W czterech badaniach	endogeniczna
Błędna strategia	W trzech badaniach	endogeniczna
Kryzys, recesja w gospodarce	W trzech badaniach	egzogeniczna
Ujemny wynik finansowy	W trzech badaniach	endogeniczna
Wzrost zapotrzebowania na kredyty i pożyczki oraz opóźnienia w ich spłacie, Brak kapitału	W trzech badaniach	egzogeniczna
Wzrost zobowiązań, w tym przeterminowanych	W trzech badaniach	endogeniczna
Spadek popytu	W dwóch badaniach	egzogeniczna
Wysokie zadłużenie	W dwóch badaniach	endogeniczna
Utrata płynności finansowej	W dwóch badaniach	endogeniczna
Kurs walut, wahania kursowe	W dwóch badaniach	egzogeniczna
Wzrost stopnia konkurencji, Silna konkurencja	W dwóch badaniach	egzogeniczna
Wrogie działania kontrahentów /Trudności w realizacji zamówień, Utrata odbiorcy	W dwóch badaniach	egzogeniczna

Źródło: opracowanie własne.

Bibliografia

1. A.T. Kearney Company, *Top 15 reasons for insolvency*, 09.07.2009 r., <http://www.wall-street.ro/articol/English-Version/67711/Top-15-reasons-of-insolvency.html>
2. Adamska A., Godlewska A., *Centrozap SA – upadłość z układem w spółce publicznej (wykorzystana druga szansa)* w: *Meandry upadłości przedsiębiorstw. Klęska czy druga szansa?*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.
3. Altman E.I., Hotchkiss E., *Trudności finansowe a upadłość firm*, CeDeWu, Warszawa 2007.
4. Antonowicz P., *Cykl koniunkturalny a efekt domina upadłości na przykładzie przedsiębiorstwa Nord Sp. z o.o.*, w: *Meandry upadłości przedsiębiorstw. Klęska czy druga szansa?*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.

5. Antonowicz P., *Metody oceny i prognoza kondycji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstw*, ODDK, Gdańsk 2007.
6. Appenzeller D., *Ekonometryczna analiza czynników kształtujących skalę i dynamikę upadłości w Polsce*, w: *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce w latach 1990–2003: teoria i praktyka*, red. D. Appenzeller, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2004.
7. Argenti J., *Corporate Collapse. The causes and symptoms*, McGrawHill, London 1976.
8. Bauer K., *Zarządzanie informacjami w procesie upadłościowo-naprawczym przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków 2009.
9. Boratyńska K., *Poziom obciążenia podatkowych a zagrożenie bankructwem przedsiębiorstw piwowarskich. Przyczyny bankructwa przedsiębiorstw agrobiznesu, ze szczególnym uwzględnieniem zagrożeń dla funkcjonowania browarów*, Zeszyty Naukowe SGGW, *Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej* 2010, nr 82.
10. Boratyńska K., *Przyczyny upadłości przedsiębiorstw sektora spożywczego*, w: *Bankructwa przedsiębiorstw. Wybrane aspekty ekonomiczne i prawne*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2014.
11. Buczek S., Fierla A., *Odlewnie polskie SA – nagła upadłość układowa a opcje*, w: *Meandry upadłości przedsiębiorstw. Klęska czy druga szansa?*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.
12. *Business Insolvency Worldwide, Economic Outlook no. 1207*, Economic Research Euler Hermes, www.eulerhermes.com
13. Ciechomski W., Ciechomski W., *Analiza czynników determinujących „upadłość ekonomiczną” indywidualnych gospodarstw rolnych i przedsiębiorstw przetwórstwa rolno-spożywczego w Polsce, w minionym dziesięcioleciu*, w: *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce w latach 1990–2003. Teoria i praktyka*, red. D. Appenzeller, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2004.
14. *Corporate insolvencies in Europe 2012/2013*, Creditreform Economic Research Unit, www.creditreform.com
15. *Corporate insolvencies in Europe 2013/2014*, Creditreform Economic Research Unit, www.creditreform.com
16. Czeszejko-Sochacki M., *Przyczyny upadłości przedsiębiorstw z rejonu województwa warmińsko-mazurskiego w latach 1999–2004*, w: *Ekonomiczne i prawne aspekty upadłości przedsiębiorstw*, red. B. Prusak, Difin, Warszawa 2007.
17. Dec P., *Cykle życia biznesu w polskim Internecie*, w: *Cykle życia i bankructwa przedsiębiorstw*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2011.
18. Dec P., *Pia Piasecki – specyfika upadłości w budownictwie*, w: *Meandry upadłości przedsiębiorstw. Klęska czy druga szansa?*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.

19. Dec P., *Upadłość biur podróży w Polsce*, w: *Procesy upadłościowe i naprawcze w Polsce na tle doświadczeń Unii Europejskiej*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013.
20. Dominiak P., *Sektor MSP we współczesnej gospodarce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
21. Duleba K., *Możliwość wykorzystania modeli oceny zagrożenia upadłością w ocenie audytorów zdolności do kontynuacji działalności gospodarczej*, promotor W. Rogowski, niepublikowana praca magisterska obroniona w dniu 30 czerwca 2011 r. w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie.
22. Euler Hermes i Zentrum für Insolvenz Und Sanierung an Universität Mannheim Kreditversicherung, *Insolvenz in Zeiten der Finanzkrise*, Wirtschaft Konkret Nr. 107, https://www.allianz.com/v_1339507796000/media/current/de/presse/news/studien/archiv/downloads/107-insolvenzen-in-zeiten-der-finanzkrise.pdf
23. Firlej K., Bargieł A., Szymański M., *Zagrożenie upadłością przedsiębiorstw przemysłu spożywczego w Polsce na przykładzie spółek z indeksu WIG – Spożywczy*, Folia Pomeranae Universitatis Technologiae Stetinensis, Oeconomica 2014(74).
24. Gabrusewicz W., *Zarządzanie przedsiębiorstwem a bezpieczeństwo finansowe*, Nowoczesne zarządzanie przedsiębiorstwem, III Konferencja Naukowa, Politechnika Zielonogórska, Instytut Organizacji i Zarządzania, Zielona Góra 1998.
25. Gawel A., *Czynniki wpływające na przetrwanie lub upadek przedsiębiorstwa*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstw” 2010, nr 9.
26. Gemera K., *Pierwsza upadłość na rynku obligacji Catalyst – case study spółki Budostal-5*, w: *Bankructwa przedsiębiorstw. Wybrane aspekty ekonomiczne i prawne*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2014.
27. Gorczyńska M., Wieczorek-Kosmala M., Znaniecka K., *Kryzys przedsiębiorstwa z perspektywy jego sytuacji finansowej*, w: *Zjawiska kryzysowe a decyzje finansowe przedsiębiorstw*, red. K. Znaniecka, M. Gorczyńska, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2011.
28. Górka K., *Postępowanie upadłościowe w procesach restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw*, w: *Nierówności społeczne, a wzrost gospodarczy*, red. R. Fedan, Wydawnictwo Uniwersytetu Rzeszowskiego, Rzeszów 2011.
29. Grzegorzewska E., Kasiewicz S., *Krośnieńskie huty szkła Krosno SA – niesprawności zarządzania kapitałem intelektualnym*, w: *Meandry upadłości przedsiębiorstw. Kłęska czy druga szansa?*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.
30. Grzegorzewska E., *Zjawisko upadłości przedsiębiorstw w Polsce na tle innych krajów europejskich*, Zeszyty Naukowe SGGW – Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej 2008, nr 68.

31. Hadasik D., *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce i metody jej prognozowania*, Zeszyty Naukowe 1998, seria II, Prace habilitacyjne, nr 153, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu.
32. Hamrol M., Chodakowski J., *Prognozowanie zagrożenia finansowego przedsiębiorstwa. Wartość predykcyjna polskich modeli analizy dyskryminacyjnej*, „Badania operacyjne i decyzje” 2008, nr 3.
33. Hołda A., *Zasada kontynuacji działalności i prognozowanie upadłości w Polskich realiach gospodarczych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków 2006.
34. <http://www.pb.pl/3973326,36085>, polska-3.-miejsce-w-ekspozycji-na-rosje
35. *II szansa dla przedsiębiorców*, Raport z badań PARP, Warszawa, 2011.
36. *Insolvenzen in Europa za lata 2004–2012*, Eine Untersuchung der Creditreform Wirtschaftsforschung.
37. Jakubowicz A., Wierzbička E., *Upadłość warszawskiej wytwórni wódek Koneser PP – błędy zarządu czy opieszałość organów rządowych*, w: *Meandry upadłości przedsiębiorstw. Klęska czy druga szansa?*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.
38. Kaczmarek T.T., *Zarządzanie ryzykiem handlowym i finansowym dla praktyków*, ODDK, Gdańsk 2002.
39. Klepka R., *Kryzys w przedsiębiorstwie, jego symptomy i przyczyny*, Studia i Materiały. Miscellanea Oeconomicae 2013, Rok 17, nr 2.
40. Korol T., *Systemy ostrzegania przedsiębiorstw przed ryzykiem upadłości*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2010.
41. Kowalczyk L., *Narzędzia diagnostyczne umożliwiające wczesne ostrzeganie przedsiębiorstwa przed upadłością*, w: *Ekonomiczne aspekty upadłości przedsiębiorstw w Polsce*, red. E. Mączyńska, Materiały i Prace IFGN SGH 2005, tom XCII.
42. Kowalczyk S., *Przyczyny upadłości firm agrobiznesu*, w: *Meandry upadłości przedsiębiorstw. Klęska czy druga szansa?*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.
43. Kuciński K., *Powody upadłości przedsiębiorstw*, w: *Zagrożenie upadłością*, red. K. Kuciński, E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2005.
44. Kupis P., Zaniewska K., *Czynniki bankructwa w przedsiębiorstwach rodzinnych*, w: *Bankructwa przedsiębiorstw. Wybrane aspekty ekonomiczne i prawne*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2014.
45. Lachiewicz M., Matejun S., *Zarządzanie rozwojem małych i średnich przedsiębiorstw*, Oficyna Wolters Kluwer, Warszawa 2011.

46. Mazurek S., *Ekonomiczne i prawne aspekty niewypłacalności*, Konferencja „Ekonomia i prawo upadłości przedsiębiorstw – polska praktyka względem międzynarodowych standardów”, Warszawa, 26–27 listopada 2009.
47. Mazurek S., *Niewypłacalność w literaturze ekonomicznej i prawniczej*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego Nr 520, Finanse, Rynki finansowe, Ubezpieczenia 2008, nr 14.
48. Mączyńska E., *Bankructwa przedsiębiorstw. Wymiar teoretyczny, statystyczny i rzeczowy*, Biuletyn PTE 2013, nr 1(60), *Bankructwa przedsiębiorstw. Efektywność postępowań upadłościowych*.
49. Mączyńska E., *Ekonomiczno-instytucjonalne uwarunkowania bankructw i upadłości*, w: *Ekonomia i prawo upadłości przedsiębiorstw. Zarządzanie przedsiębiorstwem w kryzysie*, red. S. Morawska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2011.
50. Mączyńska E., *Upadłość przedsiębiorstwa. Zaprzestanie działalności*, <http://www.sgh.waw.pl/katedry/kzfp/dydaktyka/materialy/nauka%20o%20przedsiębiorstwie.pdf>
51. Nahotko S., *Zarządzanie przedsiębiorstwem w warunkach zagrożenia upadłością. Podejście finansowe*, AJG, Bydgoszcz 2003.
52. Niebieszczańska W., *Postępowanie naprawcze oraz upadłościowe w ograniczaniu negatywnych skutków kryzysu finansowego przedsiębiorstwa*, w: *Upadłości, bankructwa i naprawa przedsiębiorstw. Wybrane zagadnienia*, red. A. Adamska, E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013.
53. Nowara W., Sarzec K., *Charakterystyka upadłości polskich przedsiębiorstw – wyniki badań*, w: *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce w latach 1990–2003. Teoria i praktyka*, red. D. Appenzeller, Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2004.
54. Nowowiejski T., *Producent makaronów Malma – przelewarowanie, upadłość i kontynuacja*, w: *Meandry upadłości przedsiębiorstw. Klęska czy druga szansa?*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.
55. Pieńkowska M., *Przyczyny upadłości w świetle teorii przedsiębiorstwa – weryfikacja empiryczna*, w: *Upadłości przedsiębiorstw w Polsce w latach 1990–2003. Teoria i praktyka*, red. D. Appenzeller, Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2004.
56. Pindelski M., *Najgorsze standardy i praktyki zarządzania*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008.
57. Poznańska K., *Cykle życia przedsiębiorstw a instytucjonalna infrastruktura ich funkcjonowania*, w: *Bankructwa przedsiębiorstw. Wybrane aspekty instytucjonalne*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008.
58. Prusak B., *Uwarunkowania upadłości przedsiębiorstw*, s. 5, <http://www.zie.pg.gda.pl/~pb/uup.pdf>

59. Prusak B., *Uwarunkowania upadłości przedsiębiorstw*, w: *Gospodarka Polski w okresie transformacji*, red. F. Bławat, Politechnika Gdańska, Wydział Zarządzania i Ekonomii, Gdańsk 2001.
60. Rogowski W., Bidelski M., *Katalizatory upadłości przedsiębiorstwa*, w: *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, red. B. Bernaś, A. Kopiński, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2011, nr 158.
61. Rogowski W., Boratyńska A., *Identyfikacja przyczyn upadłości przedsiębiorstw budowlanych na podstawie spółek PBG S.A., Hydrobudowa S.A., DSS S.A. oraz Przedsiębiorstwo Napraw Infrastruktury Sp. z o.o.*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów” 2015, Zeszyt Naukowy nr 141.
62. Rogowski W., Duleba K., *Możliwość wykorzystania modeli oceny zagrożenia bankructwem w praktyce audytorów*, w: *Upadłości, bankructwa i naprawa przedsiębiorstw. Wybrane zagadnienia*, red. A. Adamska, E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013.
63. Rogowski W., Jankowska K., *Przyczyny upadłości spółek akcyjnych w Polsce w latach 2008–2012 – analiza zjawiska*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów” 2015, Zeszyt Naukowy nr 140.
64. Rogowski W., Kowalski P., *Wpływ zaostrzenia polityki kredytowej banków w Polsce na wzrost poziomu zagrożenia spółek publicznych upadłościami*, w: *Cykle życia i bankructwa przedsiębiorstw*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2001.
65. Rogowski W., *Możliwości wczesnego rozpoznawania symptomów zagrożenia zdolności płatniczej podmiotu gospodarczego*, „Bank i Kredyt” 1999, nr 6.
66. Rogowski W., Mroczkowska A., *Światowe doświadczenia w zakresie tworzenia modeli prognozowania zagrożenia przedsiębiorstwa upadłościami*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów” 2010, nr 102.
67. Rogowski W., *Przyczyny upadłości polskich przedsiębiorstw – aspekt teoretyczny*, „Zeszyty Naukowe Kolegium Zarządzania i Finansów” 2015, nr 143.
68. Slatter S., Lovett D., *Restrukturyzacja firmy. Zarządzanie przedsiębiorstwem w warunkach kryzysowych*, Wydawnictwo WIG-Press, Warszawa 2001.
69. Sokół H., *Hellena SA – błędy w zarządzaniu*, w: *Meandry upadłości przedsiębiorstw. Klęska czy druga szansa?*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.
70. Sokół H., *Spektakularne przypadki upadłości i naprawy case study spółki Monnari Trade S.A.*, w: *Procesy upadłościowe i naprawcze w Polsce na tle doświadczeń Unii Europejskiej*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013.
71. *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the Euro Area, April 2014 – September 2014*, European Central Bank, November 2014, www.ecb.europa.eu

72. Szczerbak M., *Przyczyny upadłości przedsiębiorstw w świetle opinii syndyków i nadzorców sądowych*, w: *Zagrożenie upadłością*, red. K. Kuciński, E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2005.
73. Szczerbak M., *Upadłość Aluglass Group SA – następstwo światowego kryzysu finansowego czy decyzji zarządu?* w: *Meandry upadłości przedsiębiorstw. Klęska czy druga szansa?*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.
74. Świerk J., Banach A., *Upadłość polskich przedsiębiorstw w latach 2009–2012. Przyczyny upadłości przedsiębiorstw*, Zarządzanie i Finanse Wydział Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego 2013, 2/2, http://zif.wzr.pl/pim/2013_2_2_34.pdf
75. Tokarski A., *Charakterystyka podstawowych rodzajów upadłości firm w edukacji przedsiębiorczości*, w: *Rola przedsiębiorczości w edukacji*, red. Z. Ziolo, T. Rachwał, „Przedsiębiorczość – Edukacja”, nr 8, Wydawnictwo Nowa Era, Warszawa–Kraków, s. 173–174. <http://yadda.icm.edu.pl/yadda/element/bwmeta1.element.desklight-70ac7883-e5f7-408a-a2bb-161c7b3c15c1/c/119-303-1-PB.pdf>
76. Tokarski A., *Upadłość jako naturalny regulator konkurencji i przedsiębiorczości w gospodarce rynkowej na przykładzie gospodarki polskiej*, <http://yadda.icm.edu.pl/yadda/element/bwmeta1.element.desklight-f1783e1b-995f-4ca0-837c-9e226e3e7804/c/280-862-1-PB.pdf>
77. *Upadłości przedsiębiorstw w Polsce w latach 1990–2003: teoria i praktyka*, red. D. Appenzeller, Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań 2004.
78. *Usługi doradcze oraz instrumenty wsparcia dla małych i średnich przedsiębiorstw*, PARP, Warszawa 2011.
79. Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe i naprawcze. (Dz.U. nr 60, poz. 535).
80. Wiczerzyńska B., *Kryzys w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2009.
81. Wojtysiak-Kotlarski M., *Przedsiębiorstwo a ryzyko bankructwa w kontekście doświadczeń gospodarki globalnej. Propozycja konceptualizacji ujęcia teoretycznego na tle przykładów przedsiębiorstw*, w: *Procesy upadłościowe i naprawcze w Polsce na tle doświadczeń Unii Europejskiej*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013.
82. Zakrzewska-Bielawska A., *Zarządzanie w kryzysie*, w: *Zarządzanie ryzykiem operacyjnym*, red. I. Staniec, J. Zawila-Niedźwiecki, C.H. Beck, Warszawa 2008.
83. Zaleska M., *Identyfikacja ryzyka upadłości przedsiębiorstwa i banku. Systemy wczesnego ostrzegania*, Difin, Warszawa 2002.
84. Zelek A., *Potransformacyjny kryzys polskich przedsiębiorstw*, www.ae.krakow.pl/~ekte/konf/zelek.doc

85. Zelek A., *Wczesna identyfikacja kryzysu finansowego ucieczką od bankructwa*, „Prze-
gląd Organizacji” 2002, nr 2.
86. Zelek A., *Zarządzanie kryzysem w przedsiębiorstwie*, „Ekonomika i Organizacja
Przedsiębiorstwa” 2003, nr 3.

Reasons for Bankruptcies of Polish Companies. Empirical Perspective

Summary

The article is devoted to the analysis of reasons for the bankruptcies of Polish companies identified in empirical research conducted in the last 15 years. It includes 10 most frequent bankruptcy reasons in 5 analysed researches. It also presents bankruptcy reasons of over 20 Polish companies identified in case study analyses. The article summarises the discussion about the bankruptcies of Polish companies within the series of three articles.

Keywords: bankruptcy, insolvency, financial crisis, bankruptcy reasons, bankruptcy symptoms

Eryka Gizińska

Kolegium Zarządzania i Finansów

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Polski rynek menedżerów w nowej rzeczywistości gospodarczej na przykładzie sektorów: IT i farmaceutycznego

Streszczenie

Niniejsza publikacja stanowi próbę oceny zmian zachodzących na rynku top menedżerów (prezesów) w Polsce w kontekście kształtowania się popytu na nowe kompetencje menedżerskie i wpływu nowej rzeczywistości na przykładzie branży IT i farmaceutycznej. Praca zawiera syntetyczną prezentację wyników badania przeprowadzonego na grupie polskich top menedżerów z analizowanych sektorów.

Badania potwierdzają tezę, że rynek jest dziś bardziej konkurencyjny i sytuacja ta dotyczy wszystkich menedżerów, łącznie z autorytetami. Obszarem, który wymaga większej uwagi i rozwinięcia, jest efektywność polskich menedżerów. Wielu z nich nie dostrzega jeszcze roli aktualnego pracodawcy w procesie ustalania i weryfikowania ich wartości rynkowej.

Polski rynek menedżerski ma duży potencjał rozwojowy – następuje wzrost konkurencyjności i stopniowe otwieranie się na młodych menedżerów bez doświadczenia w roli CEO. Z przeprowadzonych badań wynika, że polscy prezesi są w większości dobrze przygotowani na zmiany, jakie przyniosła nowa rzeczywistość, wierzą w siebie i z optymizmem patrzą w przyszłość.

Słowa kluczowe: rynek menedżerów, rynek pracy dla prezesów

1. Wprowadzenie

Współczesna gospodarka światowa, po istotnym spowolnieniu w 2008 r., ulega permanentnym zmianom, czego naturalną implikacją jest fakt, że wszystkie podmioty są świadkami kształtowania się nowej rzeczywistości gospodarczej. Eksperti nie zmagają się dziś jedynie ze skutkami światowego kryzysu ekonomicznego, ale raczej z serią dynamicznych przemian, które kształtują kolejne sfery gospodarki.

Po recesji z 2008 r. został wprowadzony przez makroekonomistów termin *new normal* – nowa normalność, opisujący zastaną rzeczywistość gospodarczą. Określenie to spopularyzował M. El-Erian, szef jednego z największych na świecie funduszy inwestycyjnych i były dyrektor w Międzynarodowym Funduszu Walutowym, który już w 2009 r. ostrzegał, że nie można liczyć na powrót do sytuacji ekonomicznej sprzed kryzysu finansowego¹. Zgodnie z tą opinią, firmy znalazły się w zupełnie innej, trudnej do przewidzenia sytuacji, którą cechują: niestabilny wzrost gospodarczy, wysokie bezrobocie i ogromne problemy wynikające z zadłużenia publicznego.

Postępujący rozwój technologii informatycznych również wymusza większą dynamikę zmian przedsiębiorstw i ich otoczenia biznesowego. Wskaźniki ekonomiczne potwierdzają nasilanie się tendencji globalizacji i umiędzynarodowienia oraz wskazują, że ponad 20%, tj. 6 trylionów USD spośród 28 trylionów USD światowego produktu narodowego brutto jest produkowane i konsumowane na rynkach światowych. Prognozy przewidują, że w ciągu 30 lat nastąpi wzrost tego udziału do 80%².

Powyższe okoliczności powodują, że współczesne organizacje działają w warunkach nieprzewidywalnych i do tego wysoce niepewnych, co – jak określił P. Płoszajski – „zaczyna przypominać interaktywną grę komputerową z nieznanym przeciwnikiem”³. W odniesieniu do praktyków zarządzania oznacza to, że dziś należy „wymyślać”, antycypować przyszłość, gdyż otoczenie staje się coraz bardziej wymagające, a mechanizmy, które efektywnie funkcjonowały w niedawnej przeszłości, mogą się już nie sprawdzić. Komentując nową rzeczywistość gospodarczą, G. Kołodko stwierdził, że „mamy do czynienia z czymś daleko bardziej poważnym, niż tylko z przejściowym załamaniem poziomu aktywności gospodarczej i spadkiem

¹ Ł. Świerżewski, *Nowa normalność w świecie biznesu*, Harvard Business Review Polska, www.hbrp.pl/biblioteka/art.php?id=5603&t=8222nowa-normalnosc8221-w-swiecie-biznesu, dostęp 29.04.2014.

² A. Sitko-Lutek, *Organizacja przyszłości oparta o globalnych liderów i globalną kulturę*, w: *Przedsiębiorstwo przyszłości – wizja strategiczna*, red. W.M. Grudzewski, I. Hejduk, Difin 2002, s. 88.

³ P. Płoszajski, *Organizacja przyszłości – przerażony kameleon*, http://allinternet.most.org.pl/SOD/Heterarchia%20prof._Ploszajski_-_Organizacja_przyszlosci.pdf, dostęp 12.11.2014.

bezwzględniego poziomu produkcji⁷⁴. Podobnie twierdził w 2009 r. I. Davis, dyrektor zarządzający w McKinsey: „jedno jest pewne: gdy w końcu wkroczymy w epokę po kryzysie, otoczenie biznesowe i gospodarcze nie będzie już takie samo, jak przed nim⁷⁵. Zarówno okresy dekonjunktury gospodarczej, jak i zmiany jakościowe zachodzące w funkcjonowaniu przedsiębiorstw najmocniej odbijają się na rynku pracy, który – obok rynku towarowego, kapitałowego i pieniężnego – kształtuje rozwój gospodarki rynkowej. Zachodzące na świecie przeobrażenia powodują, że firmy w Polsce również działają w warunkach dynamicznie zmieniającego się otoczenia. Dzięki większej integracji z UE oraz otwarciu zagranicznych rynków pracy, lokalne przedsiębiorstwa i ich menedżerowie dołączyli do niezwykle konkurencyjnego rynku globalnego.

Niniejsza publikacja stanowi próbę oceny zmian zachodzących na rynku top menedżerów⁶ w Polsce w kontekście kształtowania się popytu na nowe kompetencje menedżerskie i wpływu nowej rzeczywistości. Celem nadrzędnym publikacji jest zaprezentowanie wyników badań polskich prezesów czołowych firm farmaceutycznych i IT oraz zasygnalizowanie koncepcji „nowej normalności” na tle rynku pracy top menedżerów. Praca jest próbą sprecyzowania, czy nowa rzeczywistość gospodarcza obciążona dziś pokryzysowymi implikacjami stanowi szansę, czy też zagrożenie dla polskich praktyków zarządzania oraz w jaki sposób weryfikuje ich efektywność.

Analizie poddano dwa sektory: farmaceutyczny oraz IT. Branża farmaceutyczna jest uważana za najbardziej innowacyjną gałąź światowej gospodarki, głównie dzięki ogromnym inwestycjom w obszar R&D⁷, z kolei branża technologiczna rejestruje najwięcej patentów rocznie: IBM (6788 patentów), Samsung (4652 patenty), Microsoft (2659 patentów), GE (1650 patentów), Google (1851 patentów), Apple (1775 patentów)⁸. Można zakładać, że w tak stabilnych i nowoczesnych branżach, przy dużym zaangażowaniu kapitału zagranicznego, szybciej przenikają do Polski najlepsze wzorce i modele ze światowych organizacji, a ich liderzy mają dostęp do unikalnej wiedzy i systemu szkoleń na najwyższym poziomie.

⁴ *Globalizacja, kryzys i co dalej*, red. G. Kołodko, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2010, s. 88.

⁵ www.mckinsey.com/insights/strategy/the_new_normal, dostęp 15.04.2014.

⁶ W publikacji został użyty termin top menedżer, pod którym należy rozumieć wysoko wykwalifikowaną kadrę kierowniczą najwyższego szczebla.

⁷ K. Nowicka, *Innowacyjność sektora farmaceutycznego*, http://gospodarkanarodowa.sgh.waw.pl/p/gospodarka_narodowa_2006_11-12_04.pdf, dostęp 02.12.2014.

⁸ Za: US Patent and Trademark Office, *Patenting by Organization*, 2013, http://www.uspto.gov/web/offices/ac/ido/oeip/taf/topo_13.htm, dostęp 15.12.2014.

2. Rynek top menedżerów

Istotną rolę w kreowaniu nowych perspektyw i szans dla organizacji odgrywa najwyższa kadra kierownicza, która umie skorzystać z sytuacji i przenieść przedsiębiorstwo na wyższy poziom lub potrafi w porę zminimalizować ryzyko. Kryzys może więc się okazać korzystny, jeśli organizacja pozyska mądrych, skutecznych i odważnych menedżerów, którzy będą w stanie wykreować nową przyszłość i szybko podejmować przemyślane decyzje strategiczne, a także – co jest istotne – będą potrafili na tyle skutecznie przekonać do nich otoczenie, by w konsekwencji wytworzyć zupełnie nowe trendy. Sztandarowym przykładem takiej postawy był S. Jobs z Apple, określany jako wspaniały wizjoner, który wyniósł podupadającą firmę na najwyższy poziom. Jak twierdzi U. Ornarowicz: „jeśli nie ma bezpośredniego przełożenia między pracą menedżera a powodzeniem organizacji jako całości, to po prostu ten tzw. menedżer nie jest menedżerem”⁹. Szansę na wyróżnienie się ma menedżer – lider, który przejawia inicjatywę, kreatywność, gotowość do rozpoznania i wykorzystania pojawiającej się okazji, człowiek, który dąży do osiągnięcia czegoś wartościowego, w szczególności rozpoczynania nowatorskich, niewypróbowanych jeszcze projektów i ich realizacji, co wiąże się z ryzykiem. Dla top menedżerów pragnących odnieść sukces w nowej rzeczywistości najtrudniejsze może być oszacowanie, co tak naprawdę się zmieniło, jakie szanse niosą zmiany i jak należy się przygotować, aby sprawnie w niej funkcjonować. Wszyscy uczestnicy rynku powinni także mieć świadomość, że nie można już oczekiwać powrotu dawnych, „normalnych” czasów, sprzed kryzysu 2008 r.

Badający amerykański rynek top menedżerów, D.F. Larcker stwierdził, że umiejętności CEO muszą być ściśle dopasowane do potrzeb organizacji, aby ten rynek funkcjonował efektywnie¹⁰. W praktyce okazuje się to jednak dość skomplikowane, a w rzeczywistości pokryzysowej – przy występowaniu wyraźnej asymetrii informacji – może być bardzo trudne. Wpływ na efektywność tego rynku, jak dowodzi dalej Larcker, mają: usprawnienie decyzji rekrutacyjnych, minimalizowanie ryzyka odejścia, odpowiednio atrakcyjne wynagrodzenie. Nieefektywność tego rynku może się okazać wysoce niebezpieczna, gdyż niewłaściwe wywiązywanie się ze

⁹ U. Ornarowicz, *Menedżer XXI wieku. Definicja. Identyfikacja. Edukacja*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008, s. 39.

¹⁰ D.F. Larcker, B. Tayan, *Labor Market for Executives and CEO Succession Planning*, Corporate Governance Research Program Stanford Graduate School of Business 2011, <http://www.gsb.stanford.edu/faculty-research/publications/labor-market-executives-ceo-succession-planning>, dostęp 15.12.2014.

swojej pracy przez nieefektywnego (w danej organizacji) CEO powoduje negatywne skutki finansowe dla całej firmy¹¹. Główne wyzwania, z jakimi mierzy się ten rynek w Stanach Zjednoczonych, zostały zdefiniowane następująco:

- asymetria informacji utrudnia ewaluację umiejętności top menedżera – nawet, jeśli w poprzedniej organizacji odgrywał analogiczną rolę prezesa, nie znaczy to, że będzie odnosić sukcesy w nowym środowisku;
- rynek top menedżerów jest limitowany – liczba dostępnych kandydatów jest ograniczona i trudno wejść na ten rynek osobie bez doświadczenia;
- występuje mała elastyczność kandydatów do zmian – trudno jest pozyskać top menedżera, który jest zadowolony ze swojej aktualnej pracy w innej organizacji.

Można zakładać, że polski rynek zmagają się z analogicznymi problemami. Ze względu jednak na wielkość i specyfikę polskiego rynku występują na nim również i inne problemy, które zostały zdiagnozowane w badaniu przeprowadzonym na reprezentatywnej grupie prezesów z największych w kraju firm z sektora IT i farmaceutycznego.

3. Polscy liderzy w „nowej normalności”

Na polskim rynku menedżerskim w analizowanych branżach konkurują ze sobą prezesi z ponad 20-letnim stażem pracy jako CEO obok osób ze stażem krótszym niż 5 lat. Silne związki łączące naszą gospodarkę z globalnym rynkiem powodują, że światowe zawirowania przekładają się bezpośrednio na sytuację przedsiębiorstw i wymuszają nowe oczekiwania wobec menedżerów w kraju. Dzisiejsza „nowa normalność” stawia przed wszystkimi top menedżerami poważne wyzwania. Bezsporny jest fakt, że główna odpowiedzialność za kierowanie i atmosferę w firmie spoczywa na prezesie firmy, niezależnie od branży i formy właścicielskiej, podnoszonej przez niektórych badanych, jako nadrzędnej determinanty ich decyzyjności. Wszyscy badani zgodnie stwierdzili, że każdy top menedżer, aby być efektywny, musi znaleźć własną drogę i unikalny sposób na rozwiązanie dylematów przedsiębiorstwa, którym kieruje, nawet jeśli jest to polski oddział zachodniego koncernu z wytyczoną ogólnie strategią i niewielkim polem do manewru.

Do udziału w badaniu zostali zaproszeni prezesi, którzy reprezentowali największe firmy sektora IT i sektora farmaceutycznego w Polsce. Dobór znanych i cenionych marek został poparty rankingami branżowymi, z których najważniejsze były: TOP

¹¹ Ibidem.

50 firm farmaceutycznych¹² oraz Computerworld Top 200¹³. Konstrukcja próby zakładała po 10 największych i najbardziej reprezentatywnych firm z danej branży, co pozwoliło na uzyskanie pełniejszej analizy badanego obszaru rynku. Firmy, do których skierowane zostało badanie prezesów, zaprezentowano w tabeli 1.

Tabela 1. Firmy wybrane do badania rynku top menedżerów

Sektor IT	Sektor farmaceutyczny
HP Polska	Polphrama
IBM Polska	Sanofi-Aventis
Apple	Teva
Asseco	GSK
Microsoft	Astra Zeneca
Cisco	GE Healthcare
Adobe	Novartis
Dell	Johnson & Johnson
Samsung Electronics	Novo Nordisk
Google	Pfizer
Intel	Bayer
Oracle	USP Zdrowie

Źródło: opracowanie własne na podstawie rankingów branżowych.

W momencie oddawania niniejszej publikacji, autorka nie zidentyfikowała podobnych badań prowadzonych na polskich prezesach, brakuje również stosownych odniesień do tego zagadnienia w literaturze fachowej. Z dużą dozą prawdopodobieństwa można założyć, iż jest to pierwsze badanie rynku top menedżerów, w którym wzięli udział prezesi reprezentujący największe lub najbardziej znane w Polsce firmy analizowanych sektorów. Pośrednio świadczyć może o tym zjawisku również fakt, że badanie cieszyło się stosunkowo dużym zainteresowaniem ze strony uczestników. Udział procentowy badanych branż wyniósł: 43% firmy IT i 52% firmy farmaceutyczne, a jeden z prezesów (5% populacji) w chwili przeprowadzania z nim wywiadu reprezentował już inną branżę. Spośród badanych 71% stanowili mężczyźni, 29% kobiety, z czego większość kobiet – prezesów reprezentowała branżę farmaceutyczną, co może być naturalną specyfiką sektora. Zdecydowana większość

¹² Tabela największych firm farmaceutycznych opublikowana jest na stronie: <http://www.gol-denline.pl/ramka/aHR0cDovL3d3dy5yYWRvc2xhd21hcnRlci5jb20vMjAxNC8wMy9yeW5lay1tZWRS5Y3pueS9uYWp3aWVrc3plLWZpcm15LWZhcm1hY2V1dHljem5lLXctcG9sc2NlLXJhbmtpbmctdG9wLTUwLXphLTlwMTMtc9rLyNtb3JlLTlxMjQ>, za: Pharmaceutical Representative luty-marzec 2014/Nr 1(31)

¹³ Omawiany raport opublikowany jest na stronie: <http://www.computerworld.pl/top/najwieksze-firmy-it>

– 67% badanych osób – jest związana nieprzerwanie z jednym sektorem, choć 48% badanych jest przekonanych, że może odnieść sukces także w branżach pokrewnych. Jedynie 19% wskazało, że sprawdzi się jako CEO praktycznie w każdej branży, co można potraktować jako wyraz ich elastyczności w odniesieniu do zmian i pewności swoich umiejętności menedżerskich. Pod względem stażu pracy na stanowiskach kierowniczych najmniejszą, choć niemalą, grupę stanowią prezesi ze stosunkowo krótkim stażem – poniżej 5 lat (25%), pozostałe 40% stanowią prezesi ze stażem 5–10 lat, a 35% badanej populacji pracuje dłużej niż 10 lat na stanowisku prezesa. Można na tej podstawie wnioskować, że na polskim rynku top menedżerów dominują raczej doświadczeni prezesi z wieloletnią praktyką, choć rynek powoli otwiera się na nowych uczestników, bez wcześniejszego doświadczenia w roli prezesa. W badaniach amerykańskich, przeprowadzonych w przededniu kryzysu w 2007 r., odsetek osób ze stażem CEO krótszym niż 5 lat wynosił aż 57%, natomiast osoby ze stażem ponad 10 lat stanowiły jedynie 10% badanych¹⁴. Można zakładać, że polski rynek w perspektywie najbliższych lat nie osiągnie zbliżonej struktury. Niemniej jednak zwiększanie udziału prezesów „młodych” stażem staje się widocznym sygnałem otwierania się lokalnego rynku. Wzrost konkurencyjności – w wyniku niwelowana barier wejścia na rynek – stanowi bardzo optymistyczny prognostyk, bowiem w obydwu branżach podkreślano, że nadchodzi ogromna szansa dla młodych, świetnie wyszkolonych menedżerów. Dobitnie ujął to jeden z badanych z branży farmaceutycznej, twierdząc: „Dziś świat biznesu przestał już być kastowy i nie poszukuje się cudotwórców, których zatrudnienie doda firmie splendoru. Na rynku funkcjonują doskonali prezesi z wieloletnim stażem, są też przemijające sławy, obserwuje się też rosnącą liczbę osób bez doświadczenia jako CEO, ale z potencjałem. To właśnie ten potencjał odgrywa kluczową rolę”. Potwierdzeniem tego trendu mogą być szefowie firm Apple i Google oraz komentarz jednego z prezesów IT: „Polscy młodzi menedżerowie nie mają się czego wstydzić – są świetnie wyszkoleni i mogą stać się wizytówką Europy Środkowo-Wschodniej”.

Nieco inaczej patrzyli jednak na te kwestie prezesi z najdłuższym stażem, podnosząc, że „młodzi” mają szanse, bo są odważni, zdolni, ale w obliczu rzeczywistości pokryzysowej firmy globalne nie chcą podejmować zbędnego ryzyka. „Sygnały, które po 2008 roku napływały ze strony central międzynarodowych jednoznacznie zachęcały do zmniejszania ryzyka i utrzymania przewag konkurencyjnych na najważniejszych rynkach. Ograniczanie ryzyka może być przyczyną, dla której pracodawcy wciąż decydują się na zatrudnianie ludzi sprawdzonych, a nie tylko dobrze rokujących” – dodał charyzmatyczny prezes, uznawany przez wielu praktyków w branży za

¹⁴ D.F. Larcker, B. Tayan, *Labor Market...*, op.cit.

autorytet. W niniejszej publikacji zastosowano określenie „ikona”, określające autorytet prezesa w danej branży. Badani nie byli jednak zgodni, czy bycie „ikoną” pomaga, czy przeszkadza dziś w budowaniu wartości menedżera na rynku pracy. Wskazano, że „tylko "ikony" mogą jeszcze przebierać w ofertach pracy i stawiać swoje żądania”, choć – z drugiej strony – „"ikony" są drogie, zmęczone i aroganckie”, „od "ikony" więcej się wymaga”¹⁵. Nasuwa się wniosek, że w rzeczywistości pokryzysowej bycie „ikoną” może się okazać pułapką, co trafnie skomentował jeden z badanych: „Gdy jest się zbyt dobrym, niektórzy pracodawcy sądzą, że nie mają nic do zaoferowania i w efekcie nawet nie podejmują rozmów o zatrudnieniu, sądząc, że znany prezes nie będzie zainteresowany pracą u nich”. Może to świadczyć o nieefektywnej alokacji zasobów na rynku menedżerskim i zawodności rynku dla „ikon”. Najtrafniejszy wydaje się komentarz, że: „dziś liczą się głównie wyniki za ostatni kwartał i jeśli "ikona" ma sukcesy, to jest na topie, ale jeśli popełni błąd, może jej być bardzo trudno, czasem trudniej niż innym znaleźć nową pracę”. Powyższe opinie mogą prowadzić do wniosku, że są to pierwsze rynkowe przesłanki weryfikacji efektywności menedżera przez pryzmat jego osiągnięć, a nie znajomości, czy budowanego przez lata perfekcyjnego wizerunku. Rynek jest jednak wciąż ograniczony liczbą kandydatów – 62% wskazuje na stałą, liczącą się grupę CEO, co jest zbieżne z wyzwaniem rynku amerykańskiego prezentowanymi we wcześniejszej części publikacji.

Komentując nową rzeczywistość pokryzysową, prezesi z branży IT podkreślali, że spowolnienie wciąż mocno się odbija na wynikach ze sprzedaży i praktycznie cała branża boryka się z trudnościami, które skutkują zwalnianiem bądź zamrażaniem zatrudnienia. Branża farmaceutyczna deklarowała odporność na kryzys i jego skutki, choć tu zwracają uwagę nasilone akwizycje i przejęcia, czego wynikiem są podwyższone rotacje i zwolnienia personelu, wzmożone po roku 2008. Rotacje, niezależnie od analizowanej branży, nie ominęły rynku prezesów, ponieważ po roku 2008 ponad 60% badanych zmieniało pracę 2–3-krotnie. Podwyższoną rotację na najwyższych stanowiskach w branży dostrzega dziś aż 76% badanych i wiąże ją ze skutkami kryzysu gospodarczego. Jako najczęstszą przyczynę rotacji badani wskazali brak kompetencji w nowej rzeczywistości gospodarczej. Odpowiadając w ten sposób, polscy menedżerowie „nowej normalności” zdają się potwierdzać wyniki światowych badań w zakresie zmieniających się ról top menedżerów oraz wymuszanych przez implikacje gospodarcze nowych kompetencji. Porównanie wyników przedstawiono w tabeli 2.

Z wypowiedzi polskich prezesów można wnioskować, że są przygotowani do zmieniających się oczekiwań pracodawców, jak również mają świadomość koniecz-

¹⁵ W publikacji przytoczono autentyczne komentarze osób, które wzięły udział w badaniu.

ności rozwijania nowych kompetencji wymuszanych przez rynek. Ciekawym wskazaniem jest wysoka w rankingu pozycja „innowacyjności w myśleniu”, podczas gdy menedżerowie z Wielkiej Brytanii bardziej cenili różnorodność doświadczeń. Może to świadczyć o większej otwartości na zmiany polskich top menedżerów, wynikające prawdopodobnie z rosnącej konkurencji (rynek polski nie jest tak duży jak rynek brytyjski). Szeroki zakres doświadczeń nie został jednak zmarginalizowany. Zdecydowana większość, bo aż 86% badanych, podkreśliła, że doświadczenie menedżerskie zdobyte w pracy za granicą przekłada się w rzeczywistości pokryzysowej na wzrost ofert pracy w kraju.

Tabela 2. Porównanie cenionych kompetencji wśród skutecznych prezesów

Wielka Brytania	Polska
Umiejętność pracy z ludźmi	Umiejętność pracy z ludźmi
Nastawienie na wynik	Innowacyjność w myśleniu
Odpowiedzialność za zmiany	Nastawienie na wynik
Doświadczenie przywódcze	Decyzyjność
Szeroki zakres doświadczeń	Odpowiedzialność za zmiany

Źródło: J. Penc, *Encyklopedia zarządzania*, Wyższa Szkoła Studiów Międzynarodowych, Łódź 2008, s. 437.

Interesująco rozłożyły się odpowiedzi odnośnie do podnoszenia wartości polskiego menedżera na rynku pracy poprzez studia MBA. Ponad połowa badanych wyraziła się pozytywnie, natomiast 43% zdecydowanie stwierdziło, że dziś nie przekłada się to na wzrost wartości menedżera na rynku pracy. Po przeprowadzeniu pogłębionej analizy tego obszaru z badanymi można wnioskować, że studia MBA miały znaczenie w przypadku menedżerów bez przygotowania biznesowego (np. inżynierowie, lekarze) w momencie obejmowania przez nich stanowisk kierowniczych, co w niektórych przypadkach miało miejsce w latach 90. „Dyplom MBA był w czasach transformacji niejako przepustką do lepszych firm, wyższych stanowisk, istotnie zwiększał wartość pracownika dla biznesu, ale dziś, w przypadku CEO, nie odgrywa aż tak istotnej roli. Może być przydatny dla menedżerów średniego szczebla, którzy nie mają wykształcenia ekonomicznego” – powiedział jeden z prezesów branży farmaceutycznej. Dziś, co potwierdzają sami badani oraz firmy rekruterskie, większe znaczenie odgrywa renoma ukończonej uczelni, a największą wartość dodaną przypisuje się studiom MBA prowadzonym na uczelniach zagranicznych. Może to stanowić uzupełnienie budowania kompetencji menedżerskich poprzez otwarcie się na świat i zdobywanie doświadczeń zagranicznych. Badając kontekst spowolnienia gospodarczego z roku 2008, można wnioskować, że był on weryfikatorem efektywności i rynek pracy dla

top menedżerów zaczyna się od tego momentu wyrównywać. W opinii 60% badanych nie można jednoznacznie wskazać prezesów, którzy zdecydowanie pozytywnie wyróżniają się na tle branży, choć większość przyznaje, że konkurenci są świetnie wyszkoleni, a odsetek „ikon” jest wysoki i wynosi 40%. Podsumowując rozważania na temat kompetencji polskich top menedżerów, można wnioskować, że:

- rynek pracy top menedżerów wciąż jest ograniczony liczbą kandydatów o wysokich kompetencjach,
- prezesi z długoletnim stażem znają swoją wartość, choć dziś nieco ostrożniej oceniają swoje możliwości,
- na rynku bardziej liczy się efektywność działania w krótkim okresie niż profesjonalny wizerunek PR budowany latami,
- prezesi patrzą perspektywicznie i nie ograniczają się już do rynku polskiego.

4. Polscy liderzy w „nowej normalności” – efektywność zarządzania

Same kompetencje i świadomość zmian mogą się okazać niewystarczające do tego, by skutecznie konkurować na rynku top menedżerów, zwłaszcza w obliczu wyrównywania się tego rynku. Ważnym parametrem dla pracodawcy może się okazać skuteczność menedżera, przekładająca się na konkretne wyniki i efektywność w zarządzaniu. Badani prezesi mieli mocno podzielone zdania dotyczące podejmowania ryzyka w odniesieniu do zarządzania firmą w rzeczywistości pokryzysowej. Zapytani w 70% wskazali, że dobrym CEO na okres spowolnienia gospodarczego jest osoba, która podejmuje ryzyko po to, aby wygrać. W dalszej części badania większość osób wskazała jednak, że po doświadczeniach z 2008 r. nie należy dziś bardziej ryzykować firmą, co można uznać za pewną sprzeczność z wcześniejszą deklaracją. Zdaniem tej grupy łatwiej jest podejmować ryzyko w okresie koniunktury, gdyż w kryzysie koszt nietrafionej, złej decyzji jest dużo wyższy i bardziej niebezpieczny dla organizacji. Skłonność do nadmiernego ograniczania ryzyka może być niepokojącą przesłanką dążenia do jak najdłuższego utrzymania się na stanowisku.

Wielu prezesów podkreślało, że decyzyjność w ich organizacjach jest przenoszona na szczeble międzynarodowe, więc w efekcie zmniejsza się pole do podejmowania strategicznych i bardziej ryzykownych decyzji. Top menedżerowie z tej grupy podkreślali, że dzisiejszy rynek jest bardziej zmienny i dużo mniej przewidywalny i dlatego należy się skupiać na utrzymaniu najsilniejszych pozycji rynkowych dla firmy (strategia *strong-hold*), selektywnym inwestowaniu i uważnym planowaniu. Wielu prezesów, szczególnie w branży IT, podkreślało, że centrale zagraniczne

oczekują od nich dwucyfrowych wzrostów wyników sprzedaży, nie uwzględniając możliwości polskiego rynku zewnętrznego.

Z kolei branża farmaceutyczna ogranicza ryzyko w zarządzaniu w naturalny sposób, gdyż rynek ten podlega ściśle określonym regulacjom prawnym. Prezesi obserwują większe zagrożenie działaniami na granicy etyki i związane z tym zaostrzenie norm w firmach międzynarodowych, jak również zwiększony poziom kontroli ze strony organów państwowych. Powyższe działania globalnych koncernów mogą się przyczyniać do ograniczania roli polskich top menedżerów, co może pośrednio tłumaczyć rosnące zainteresowanie ofertami pracy na rynkach zagranicznych lub zjawisko odchodzenia ze struktur korporacyjnych. Korporacji nie należy postrzegać jedynie w kategoriach ograniczeń. Trafnie podsumował to jeden z prezesów IT z wieloletnim stażem pracy, także w regionalnych strukturach korporacyjnych: „Dobry menedżer jest dziś otwarty. On ma świadomość ograniczeń, jakie stawia mu firma globalna, ale trafnie dostrzega, co jest potrzebne lokalnie. Nowa rzeczywistość to weryfikacja jakości menedżera, który widzi, co jest potrzebne w jego organizacji, zna ograniczenia i zongluje tym dobrze”.

Równie liczna grupa, 38% badanych, wskazało, że to właśnie w rzeczywistości pokryzysowej należy podejmować ryzykowne decyzje, gdyż książkowe działania nie przyniosą przewagi konkurencyjnej. Można przypuszczać, że jest to myślenie charakterystyczne dla liderów przyszłości, a stosunkowo wysoki już odsetek wskazuje na dobre dostosowywanie się polskich menedżerów do zmian. Kilka komentarzy zaprezentowano w tabeli 3.

Tabela 3. Polscy top menedżerowie i ich podejście do ryzyka w kryzysie

Branża	Forma właścicielska	Działanie CEO w kryzysie
Farmaceutyczna	Firma prywatna	Najlepsi oscylują wokół ryzyka, to jest duża szansa na przewagę
Farmaceutyczna	Korporacja	Zgłaszają kreatywne pomysły, przekonują do wdrażania nowych rozwiązań
IT	Korporacja	Trzeba postawić na nowe trendy, żeby wygrać, technologia jest szansą, bo szybko zmienia zachowania konsumentów
Inna*	Korporacja/firma prywatna	Kryzys obnaża niedoskonałości i zamraza decyzje, ale to właśnie wtedy należy działać, by wygrać; być bardziej skłonny do zmian, wykazać się odwagą i osiągnąć cel
IT	Korporacja	Wzrasta konkurencyjność i trzeba być odważnym w decyzjach; menedżer, który nie podejmuje ryzykownych decyzji, nie idzie naprzód; nowość zawsze się łączy z ryzykiem

* Respondent aktualnie jest inwestorem.

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

Powyższe opinie mogą stanowić optymistyczny prognostyk, że polscy menedżerowie – nawet mimo licznych ograniczeń korporacyjnych – mają wysokie ambicje i są dość dobrze przygotowani do zarządzania organizacją w trudnych czasach. W pytaniach o strategię badani wykazywali jednak większą tendencję do bycia „zwykłymi” praktykami i nieco tradycyjne podejście do prowadzenia biznesu. Jedynie 24% dostrzegło potencjał w antycypowaniu przyszłości. Pewne znaczenie może tu mieć korporacyjne ograniczanie ryzyka, gdyż zdecydowana większość badanych reprezentowała duże globalne korporacje.

Badanie wskazało również, że w nowej rzeczywistości nie wszyscy podejmują skuteczne działania. W ocenie efektywności, sami top menedżerowie przyznali, że nie realizują w pełni swojego potencjału, mimo że są mocno zaangażowani w pracę. Warto podkreślić, że w branży IT pojawiało się więcej korzystnych ocen, niektórzy badani uznali, że „menedżerowie dają z siebie wszystko, 100% możliwości”. W branży farmaceutycznej oceny efektywności były nieco bardziej sceptyczne. Pojawiały się nawet opinie, że niektórzy menedżerowie „stwarzają pozory”. Może to wynikać z wielkości firmy i rozmywania decyzyjności, choć zasadniczo wniosek dla obu branż jest wspólny: potencjał top menedżerów nie jest w pełni wykorzystany.

Problem z trafną oceną efektywności został wskazany także w badaniach rynku amerykańskiego i ten trend wydaje się potwierdzać w polskich realiach. Trzy czwarte badanych wskazało, że proces szukania skutecznego top menedżera jest czasochłonny. Oczywiście można tu zakładać poszukiwania kandydatów poza branżą lub krajem, co znacznie wydłuża proces rekrutacyjny. Wydaje się jednak, że te czynniki wchodzi w grę w momencie, gdy kandydaci z branży okażą się niewystarczająco dobrzy dla poszukującego pracodawcy. Sami menedżerowie przyznali, że potwierdzeniem ich efektywności są zdobyte osiągnięcia, marginalizując w tym procesie rolę aktualnego pracodawcy, na co wskazało jedynie 19% badanych. Tak niski wynik może wskazywać na poważną ułomność analizowanego rynku, gdyż menedżerowie niejako zapominają, że sprzedają swoją pracę pracodawcom za określoną cenę. Zarówno osiągnięcia, koniunktura rynkowa, jak i rekomendacje odgrywają istotną rolę w ocenie skuteczności pracy prezesa. Należy jednak przypuszczać, że na sprawnie funkcjonującym rynku ocenę efektywności podejmuje w pierwszej kolejności aktualny pracodawca. Zastrzeżenia dotyczące sprawnego funkcjonowania rynku może budzić również stwierdzenie, że ponad 60% badanych oceniło ten rynek jako trudniejszy, czyli znacznie bardziej konkurencyjny dla wszystkich top menedżerów w rzeczywistości pokryzysowej. Większość badanych przyznała, że po roku 2008 zmalała liczba odpowiednich dla nich ofert pracy. Nowa rzeczywistość okazuje się trudniejsza dla wszystkich, nie omija nawet „ikon”. Trzy czwarte badanych jednoznacznie stwierdziło, że prezes, który osiąga spektakularne sukcesy i nie jest zainte-

resowany zmianą pracy, powinien stale weryfikować swoją wartość w odniesieniu do konkurentów, gdyż może szybko wypaść z rynku. Może to świadczyć o dojrzewaniu rynku i rosnącej konkurencyjności. W tej sytuacji jeszcze trudniej na rynku pracy będzie menedżerom uznanym za przeciętnych (bardziej zachowawczym, ostrożnym, o tradycyjnym myśleniu), na co wskazało 30% badanych. Menedżerowie przyznali, że dziś nawet dobremu praktykowi trudniej jest znaleźć dobrą pracę, na miarę oczekiwań i reprezentowanych kompetencji. Niewątpliwie wiąże się to również z ceną i brakiem puli stanowisk do obsadzenia – firmy oszczędzają, redukują stanowiska i przenoszą decyzyjność na szczebel centralny. Wielu dobrych prezesów wciąż jest odbieranych przez potencjalnych pracodawców jako niedostępnych ze względu na cenę i wysokie oczekiwania. Jest to pewna pułapka „bycia za dobrym”, sygnalizowana zwłaszcza przez „ikony”. Najbardziej optymistycznie patrzą na te zjawiska prezesi młodej generacji, którzy podchodzą do zmian wyjątkowo elastycznie i wskazują relatywnie krótki czas poszukiwania nowej pracy.

Podsumowując powyższe rozważania, należy stwierdzić, że w warunkach „nowej normalności” w Polsce:

- na rynku pracy prezesów coraz większą rolę odgrywa jakość pracy i wyniki menedżera weryfikowane jego ceną;
- kluczem do sukcesu na rynku prezesów powinno być zwiększanie własnej efektywności, weryfikowanej przez aktualnego pracodawcę;
- na rynku istnieje duża asymetria informacji, która utrudnia ewaluację umiejętności top menedżera;
- rola menedżerów – „ikon” spadła;
- rynek jest znacznie bardziej konkurencyjny dla wszystkich prezesów, ze wskazaniem, że przeciętni mają najtrudniej.

5. Podsumowanie

Materiał stanowi próbę naszkicowania koncepcji „nowej normalności” na tle rynku pracy prezesów. Wyniki przeprowadzonych badań na próbie menedżerów zarządzających największymi firmami w sektorach IT i farmaceutycznym pokazują, że polscy top menedżerowie w większości są dobrze przygotowani na zmiany, jakie przyniosła im nowa rzeczywistość gospodarcza, są ambitni i z optymizmem patrzą w przyszłość. Rynek menedżerski w analizowanych branżach okazał się w warunkach „nowej normalności” bardziej zawodny dla wszystkich uczestników, choć zdecydowanie dziś najtrudniej jest poruszać się na nim autorytetom – „ikonom”, które nie odnoszą spektakularnych sukcesów w krótkim okresie kwartalnym. Wzrost

konkurencyjności, zwłaszcza ze strony młodszego pokolenia, wpłynął na wyrównanie różnic kompetencyjnych między prezesami z lat 90. a menedżerami z krótkim stażem w roli CEO. „Nowa normalność” jako implikacja kryzysu ekonomicznego spowodowała wytworzenie się silniejszych mechanizmów regulujących, takich jak np. efektywność wyznaczająca wartość rynkową i popyt na pracę top menedżera, niezależnie od tego, czy jest on „ikoną” branży, czy początkującym top menedżerem. Warto odnotować, że jest to wciąż rynek niewielki, wręcz hermetyczny, ze względu na mocne ograniczenie liczby kandydatów. Na polskim rynku menedżerskim panuje duża asymetria informacji, która utrudnia rynkową weryfikację skuteczności, przy czym niektórzy prezesi nie postrzegają aktualnego pracodawcy jako głównego weryfikatora ich skuteczności i wyznacznika ceny rynkowej. Można jednak oceniać, że przy wszystkich zaobserwowanych ułomnościach, polski rynek ma szanse funkcjonować bardziej efektywnie z korzyścią dla pracodawców i samych top menedżerów. Optylizmem napawają wyniki przeprowadzonych badań, które w wielu obszarach są zbliżone do analiz prowadzonych na rynkach zachodnich.

Bibliografia

1. *Globalizacja, kryzys i co dalej*, red. G. Kołodko, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2010.
2. Kubik K., *Menedżer w przedsiębiorstwie przyszłości*, TNOiK, Toruń 2005.
3. Ornarowicz U., *Menedżer XXI wieku. Definicja. Identyfikacja. Edukacja*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008.
4. Penc J., *Encyklopedia zarządzania*, Wyższa Szkoła Studiów Międzynarodowych, Łódź 2008.
5. *Przerażony kameleon: Eseje o przyszłości zarządzania*, red. P. Płoszajski, Fundacja Rozwoju Edukacji Menedżerskiej SGH, Warszawa 2005.
6. Sitko-Lutek A., *Organizacja przyszłości oparta o globalnych liderów i globalną kulturę*, w: *Przedsiębiorstwo przyszłości – wizja strategiczna*, red. W.M. Grudzewski, I. Hejduk, Difin 2002.

Materiały internetowe

1. http://allinternet.most.org.pl/SOD/Heterarchia%20prof._Ploszajski_-_Organizacja_przyszlosci.pdf
2. http://gospodarkanarodowa.sgh.waw.pl/p/gospodarka_narodowa_2006_11-12_04.pdf
3. <http://www.computerworld.pl/top/najwieksze-firmy-it>

4. <http://www.goldenline.pl/ramka/aHR0cDovL3d3dy5yYWRvc2xhd21hcnRlci5j-b20vMjAxNC8wMy9yeW5lay1tZWR5Y3pueS9uYWp3aWVrc3plLWZpcm15LW-Zhcm1hY2V1dHljem5lXctcG9sc2NlXJhbmtpbmctdG9wLTUwLXphLTIwMTMtcm9rLyNtb3JlLTlxMjQ>
5. <http://www.gsb.stanford.edu/faculty-research/publications/labor-market-executives-ceo-succession-planning>
6. <http://www.staff.amu.edu.pl/~chur/pliki/TEORETYCZNE%20PODSTAWY%20RYNKU%20PRACY.pdf>
7. http://www.uspto.gov/web/offices/ac/ido/oeip/taf/topo_13.htm
8. www.hbrp.pl/biblioteka/art.php?id=5603&t=8222nowa-normalnosc8221-w-swiecie-biznesu
9. www.mckinsey.com/insights/strategy/the_new_normal

Polish Management Market in the New Economic Reality Exemplified by IT and Pharmaceutical Sectors

Summary

The present publication attempts to assess the changes on the top (CEO) management market in Poland in the context of developing new demand for managerial competencies and impact of the new reality as exemplified by IT and pharmaceutical sectors. The study includes a synthetic presentation of results of research conducted on a group of Polish top managers from the analysed markets.

The research confirms that the market today is more competitive and the situation concerns all managers, including those who are authorities. The area which requires more focus and development is the effectiveness of Polish managers. Many of them have not noticed yet the role of the present employer in the process of setting and verifying their market value.

The Polish management market has a big development potential – there is a growing competitiveness and gradual opening to young inexperienced managers in the role of CEOs. The research suggests that Polish CEOs are mostly well prepared for changes brought by the new reality, they believe in themselves optimistically look ahead.

Keywords: management market, CEO labour market, market for managers
