

STUDIA I PRACE

Kolegium
Zarządzania
i Finansów

ZESZYT NAUKOWY 145

STUDIA I PRACE

Kolegium
Zarządzania
i Finansów

ZESZYT NAUKOWY 145



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 6/I/16

Spis treści

Od Rady Naukowej	7
<i>Grzegorz Sobiecki</i> Koncepcja zarządzania przez wartości	9
<i>Sylwia Bomba</i> Polskie obligacje skarbowe na międzynarodowym rynku finansowym	33
<i>Marek Kempny</i> Analiza ryzyka inwestycji w obligacje przedsiębiorstw notowanych na Catalyst. Wyniki badań empirycznych	53
<i>Michał Lewandowicz, Krzysztof Borowski</i> Analiza zjawiska nadreakcji rynku na GPW w Warszawie w okresie 1992–2014	75
<i>Marcin Olbrycht</i> Analiza wpływu polityki pieniężnej na decyzje inwestycyjne sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce	97
<i>Artur Mika</i> Procedura restrukturyzacji oraz uporządkowanej likwidacji instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych (<i>resolution</i>) jako jeden z filarów unii bankowej w ramach UE ..	115
<i>Ewa Mińska-Struzik</i> Eksport jako źródło innowacji	139
<i>Małgorzata Zięba</i> Innowacyjność firm z sektora wiodących usług biznesowych	163
<i>Marta Joanna Ziółkowska</i> Wykorzystywanie innowacji w organizacjach sieciowych na przykładzie franczyzy ..	177

Od Rady Naukowej

Przekazujemy w Państwa ręce kolejny zeszyt „Studiów i Prac Kolegium Zarządzania i Finansów”. Artykuły w nim zamieszczone są poświęcone aktualnym zagadnieniom ekonomii, finansów i nauk o zarządzaniu. Stanowią wynik studiów teoretycznych, a także badań empirycznych. Artykuły zostały napisane przez pracowników i doktorantów Kolegium Zarządzania i Finansów oraz przedstawicieli innych wiodących ośrodków akademickich w Polsce.

Grzegorz Sobiecki w swoim artykule przedstawił koncepcję zarządzania przez wartości (*Managing by Values*). Stanowi ona istotne usprawnienie procesu zarządzania i, co bardzo istotne, uwzględnia realia współczesności.

Polskimi obligacjami skarbowymi na międzynarodowym rynku finansowym zajęła się w swoim artykule Sylwia Bomba. Podjęła w nim próbę odpowiedzi na pytanie, czy Skarb Państwa powinien zwiększać emisję obligacji poza rynkiem krajowym.

Analiza ryzyka inwestycji w obligacje przedsiębiorstw notowanych na Catalyst to tematyka artykułu Marka Kempnego. Zostały w nim przedstawione wyniki autorskich badań w tym zakresie.

W artykule Michała Lewandowicza i Krzysztofa Borowskiego, w wyniku analizy cen walorów notowanych na GPW w latach 1992–2014, została zweryfikowana hipoteza o występowaniu zjawiska nadreakcji na rynkach kapitałowych i wynikającej z niej późniejszej korekty cen.

Zaprezentowane w kolejnym artykule analizy przeprowadzone przez Marcina Olbrychta pokazują, że polityka pieniężna ma silniejszy wpływ na sektor MŚP poprzez stopę inflacji niż przez stopy referencyjne.

Celem artykułu Artura Miki była analiza rozwiązań prawno-instytucjonalnych zastosowanych w Unii Europejskiej w obszarze uporządkowanej likwidacji instytucji kredytowych oraz firm inwestycyjnych.

Ewa Mińska-Struzik w swoim artykule scharakteryzowała zjawisko uczenia się przez eksport i wskazała uwarunkowania jego występowania. Rozważania oparte na literaturze przedmiotu zostały uzupełnione prezentacją wyników autorskich badań w odniesieniu do tytułowego problemu badawczego.

Innowacyjność firm z sektora wiodących usług biznesowych to temat artykułu Małgorzaty Zięby. Autorka podjęła próbę odpowiedzi na pytania, skąd

firmy z sektora KIBS pozyskują wiedzę konieczną do wprowadzania innowacji oraz jakiego rodzaju są to innowacje.

Celem artykułu Marty Ziółkowskiej była analiza stopnia rozwoju sieci franczyzowych i ich innowacyjnego charakteru w Polsce, określenie cech innowacyjności sieci franczyzowych oraz wskazanie przykładów innowacji w przedsiębiorstwach franczyzowych.

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

Grzegorz Sobiecki

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

Koncepcja zarządzania przez wartości

Streszczenie

Model zarządzania przez wartości (*Managing by Values*, MBV) tworzy ramy działania dla współczesnych liderów i menedżerów. Podejście to rozwija się od kilku dekad głównie pod względem teoretycznym za sprawą kilku autorów, w tym S.L. Dolana i jego współautorów oraz K. Blancharda i M. O'Connora. Teoria MBV stanowi istotne usprawnienie procesu zarządzania w tym powszechnie wykorzystywanego podejścia VBM i uwzględnia realia współczesności. Ciągłe, nieliniowe zmiany, niepewność skłaniają decydentów do odwoływania się do kategorii bardziej fundamentalnych, a taką są wartości. MBV stanowi istotny wkład w teorię zarządzania, gdyż proponuje konkretne rozwiązania inkorporowania wartości w działalność przedsiębiorstwa. Teoria stanowi ważny krok naprzód w teorii zarządzania, konkretyzując wcześniejsze ogólne rozważania na temat wartości i roli kultury organizacyjnej.

Słowa kluczowe: zarządzanie przez wartości, MBV, nowoczesne koncepcje zarządzania, VBM, analiza

1. Wprowadzenie

Wartości są uważane za fundament działania, na którym zbudowane są organizacje. Stanowią ważny komponent kultury organizacyjnej, gdyż bazują na zbiorowych przekonaniach o tym, czym jest przedsiębiorstwo, jaka jest jego rola, jakie zachowania w jego ramach są dopuszczalne. Wartości organizacyjne są określane jako wartości współdzielone przez członków organizacji, a współpraca pojawia się w organizacji,

gdy działania grupy osób są koordynowane dla osiągnięcia określonego celu, w którym wszyscy mają interes. Wynikiem prowadzenia biznesu wokół wspólnych wartości jest lepsza współpraca, a wspólne wartości i cele generują zaufanie. Częste dyskusje o wartościach umożliwiają urzeczywistnienie efektywnej współpracy¹. Nie zawsze jednak były doceniane jako istotny czynnik w procesie zarządzania przedsiębiorstwem. Przez wiele lat dominowały podejścia oparte na instrukcjach i zarządzaniu przez cele.

Dopiero S.L. Dolan i S.C. Garcia dowiedli nieadekwatności **zarządzania przez instrukcje** (*Management by Instructions*, MBI) oraz **zarządzania przez cele** (*Management by Objectives*, MBO) do dzisiejszych realiów. Na początku XX w. koncepcja MBI uznawana była za stosowną metodę zarządzania organizacją. Zmiany następowały znacznie wolniej, dlatego też metody postępowania w zależności od sytuacji były na tyle skuteczne, że przekazywano je z pokolenia na pokolenie. Do lat 60. XX w. przemiany przyspieszały aż do momentu, gdy konieczna stała się większa elastyczność w działaniu menedżerów. Dlatego też wprowadzenie koncepcji MBO umożliwiło menedżerom ustalenie kierunku działań i dobór własnej strategii. W miarę jak makrozmiiany następujące w otoczeniu (takie jak globalna konkurencja, wpływ technologii i komunikacji) stawały się coraz bardziej intensywne, koncepcja zarządzania przez cele okazała się skuteczną strategią zarządzania w powiązanim wewnętrznym i szybko rozwijającym się świecie.

Z czasem okazało się, że organizacje, które bazowały na koncepcji zarządzania przez cele (MBO), często odkrywały, iż ich menedżerowie nie spełniają wyznaczonych im celów. Rosła także frustracja, gdy pomimo wysiłków nie byli w stanie ustalić przyczyny. Bardzo często zdarzało się, że to nie wyznaczone cele okazują się zbyt wygórowane lub nierealne, a po prostu przemiany, do jakich doszło, nie mogły być zawczasu przewidziane. W efekcie rosnącej złożoności świata teoretycy poczęli czerpać z teorii chaosu i ładu, aby lepiej zrozumieć zachowania organizacji. Jednocześnie zarządzanie – jak zauważa Ł. Sułkowski – stało się pluralistyczne, eklektyczne i polimorficzne metodologicznie, co skutkowało występowaniem różnych, zarówno uzupełniających się, jak i sprzecznych teorii, koncepcji i metod. W tym czasie organizacje postrzegane były jako złożone i dynamiczne systemy funkcjonujące w stanie płynnym i powiązane z ich otoczeniem. Dzięki wieloletnim badaniom potwierdzono tezę, że kluczem do zrozumienia zachowań tego typu żyjących systemów jest zrozumienie odpowiednich **wartości** – zarówno tych **ekonomicznych**,

¹ R.L. Fitzpatrick, *A Literature Review Exploring Values Alignment as a Proactive Approach to Conflict Management*, 2007, http://www.minessence.net/intranet1/data/articles/ALiteratureReviewExploringValuesAlignment_000.pdf

na których teoria zarządzania głównego nurtu się koncentruje, jak i **społecznych, etycznych, organizacyjnych** (korporacyjnych) – grupowych i **indywidualnych** (osobistych). Zarówno S.L. Dolan, jak i K. Blanchard podkreślają, że współczesna organizacja musi wiedzieć dokładnie, jakimi wartościami się kieruje, a zarządzanie oparte na wartościach nie jest już „interesującym wyborem filozoficznym”, ale jest niezbędne dla przetrwania organizacji. Zagadnienie wartości dawniej uznawane za „zbyt miękkie”, by mogło być włączone w poważne podejście do zarządzania, obecnie zmieniło się w centralną część w dyskusjach o kulturze organizacyjnej, organizacyjnych zmianach. Wobec wagi, jakiej nabiera współcześnie **zarządzanie przez wartości**, powstała potrzeba przeglądu istniejących podejść do MBV.

2. Koncepcje MBV

MBV jest ukazywane jako nowatorskie strategiczne narzędzie zarządzania², filozofia i praktyka zarządzania³, a także organizacyjny system kontroli⁴. Mimo popularności nie jest terminem powszechnie akceptowanym i jednoznacznym. Określenie „zarządzanie przez wartości” zostało po raz pierwszy użyte w końcu lat 80. XX w., choć oficjalnie uznaje się za jego twórcę K. Blancharda i M. O’Connor, którzy w 1997 r. opublikowali książkę „Zarządzanie przez wartości”⁵. Warto zauważyć, że określenie „zarządzanie przez wartości” w języku angielskim kojarzone jest najczęściej z książką S.L. Dolana oraz S. Garcii, którzy w 1997 r. opublikowali książkę o tym samym tytule, jednak w języku hiszpańskim, a w angielskim kilka lat później. Jednak to książka Dolana i Garcii stała się bestsellerem⁶. O ile w obydwu pracach poruszane są kwestie istoty wartości podstawowych, ich przesłania i treści nieco się różnią.

² S.L. Dolan, S. Garcia, *Managing by values*, „Journal of Management Development” 2002, 21, 2, s. 101.

³ „Zarządzanie przez wartości to zarówno filozofia zarządzania, jak i praktyka działania, którego celem jest koncentracja na praktykowaniu zasadniczych wartości w przedsiębiorstwie oraz ich dopasowanie do misji i wizji przyszłości firmy” (S. Lachowski, *Droga ważniejsza niż cel. Wartości w życiu i biznesie*, Wydawnictwo Studio Emka, Warszawa 2012).

⁴ C.A. O’Reilly, J.A. Chatman, *Culture as social control: Corporations, cults, and commitment*, „Research in Organizational Behaviour” 1996, vol. 18, s. 157–200, http://faculty.haas.berkeley.edu/chatman/papers/30_CultureAsSocialControl.pdf

⁵ K. Blanchard, M. O’Connor, *Managing By Values*, Berrett-Koehler Publishers, San Francisco 1997, s. 49.

⁶ Na bazie sukcesu książki autorzy zbudowali przedsięwzięcie konsultingowe oraz stronę WWW z aplikacją *online* do benchmarkowania (www.mbvsuite.com).

Dolan i Garcia definiują MBV jako „ogólne ramy dla ustawicznego przeprojektowywania kultury organizacyjnej, przez którą generowane jest wspólne zaangażowanie dla inspirowania nowych projektów”. Definicja ta sugeruje, że jest to bardziej teoria zarządzania kulturą organizacyjną niż organizacją. Jednakże **Blanchard i O’Connor** stanowią, że MBV jest holistyczną koncepcją zarządzania, nie strategią adaptowaną w niektórych obszarach, a w niektórych nie. Ważnym aspektem definicji Dolana i Garcii jest położenie nacisku na charakterystykę zarządzania zmianami w MBV. W istocie koncepcja MBV jest zwykle wdrażana, gdy organizacja znajduje się w trudnościach czy wręcz w kryzysie – niezależnie, czy przejawia się to niższym poziomem wewnętrznego lub zewnętrznego zaufania, wydajności organizacyjnej poniżej oczekiwań lub niewystarczającego przepływu informacji. **Blanchard i O’Connor**⁷ definiują MBV jako „systematyczną metodę identyfikacji i zaangażowania dla wspólnego celu i wspólnych wartości, a następnie dostosowania działań biznesowych do tych wartości, aby pozwolić wygrać wszystkim interesariuszom – udziałowcom, pracownikom, klientom i innym ważnym, takim jak dostawcom, pożyczkodawcom, społecznościom”.

Jednak nie wszyscy autorzy postrzegają MBV jako narzędzie zmian. **Driscoll i Hoffmann**⁸ uważają MBV zarówno za instrument, jak i za etyczną formę zarządzania. **O’Reilly i Chatman**⁹ definiują MBV jako „połączenie i identyfikację strategicznie ważnych wartości i norm, w przeciwieństwie do nieistotnych wartości i norm oraz promowanie zgody w przeciwieństwie do chronicznego konfliktu pomiędzy członkami organizacji”. Te definicje, ograniczone do członków organizacji, mogą się wydawać zbyt restrykcyjne.

K. Jaakson z kolei określa MBV jako „serię współzależnych i połączonych działań zarządczych do zapewnienia akceptacji określonych wartości organizacyjnych wewnątrz i na zewnątrz organizacji”¹⁰. Definicja ta, w przeciwieństwie do pozostałych, uwzględnia nieliniowość procesu internalizacji wartości korporacyjnych.

Ogólna koncepcja MBV wywodzi się z literatury omawiającej kulturę organizacyjną jako determinantę finansowego sukcesu organizacji, a także z zarządzania strategicznego opartego na zasobach, które traktuje kulturę organizacyjną jako określoną zdolność, dostarczającą trwałej przewagi konkurencyjnej na rynku.

⁷ K. Blanchard, M. O’Connor, *Managing...*, op.cit.

⁸ D. Driscoll, W.M. Hoffmann, *Ethics matters. How to implement values-driven management*, Center for Business Ethics, Bentley College, Waltham 2000.

⁹ C.A. O’Reilly, J.A. Chatman, *Culture...*, op.cit., s. 168.

¹⁰ K. Jaakson, *Management by values: the analysis of influencing aspects and its theoretical and practical implications*, University of Tartu, Estonia, doctoral dissertation, September 2009, s. 25, http://dspace.utlib.ee/dspace/bitstream/handle/10062/14186/jaakson_krista.pdf

Jest to zatem teoria, w której kultura organizacyjna ma odgrywać kluczową rolę w wydajności organizacyjnej. Model(e) zarządzania przez wartości należy zaliczyć do rodziny teorii zarządzania tworzących się wokół wartości, które wyodrębniły się z teorii zarządzania systemowego.

Wśród autorów piszących o MBV znajduje się wielu praktyków i konsultantów (J. Welch, J. Collins, K. Blanchard, T. Peters, R.H. Waterman Jr.). Nie jest to zaskakujące, gdyż MBV wyrosła z praktyki zarządzania, a akademicy dodają do niej wartość poprzez systematyczne obserwacje i rozwój ogólnych i wszechstronnych modeli.

Koncepcja MBV koncentruje się na integrowaniu wspólnych wartości członków organizacji z jego wizją i misją. Podejście to jest pewnym **integratorem** podejść koncentrujących się na akcentowaniu wartości etycznych, społecznych czy ekonomicznych jako głównych lub wyłącznych paradygmatów sukcesu.

Zasadnicza różnica pomiędzy koncepcją zarządzania przez wartości a **etyką w zarządzaniu** wynika z faktu, że wartości kluczowe organizacji mogą mieć charakter nie tylko etyczny, lecz także ekonomiczny, czy też prakseologiczny, podczas gdy problematyka etyki dotyczy kwestii wartości i norm wyłącznie etycznych i traktowania ich jako wzorca oceny działań wewnątrz przedsiębiorstwa.

Główną kwestią różnicującą **koncepcję społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa** (*Corporate Social Responsibility*, CSR), która podobnie jak MBV uwzględnia relacje z jego wszystkimi interesariuszami oraz interesy społeczne i ochronę środowiska, jest fakt, iż podstawową wartością w CSR jest odpowiedzialność, która zobowiązuje przedsiębiorstwo do rozliczania się przed interesariuszami z konsekwencji swych zachowań, podczas gdy w MBV odpowiedzialność może stanowić jedną z wartości kluczowych podlegających procesowi instytucjonalizacji.

Kreowanie wartości dla interesariuszy będące przejawem znaczenia wartości ekonomicznych, również w obszarze społecznej odpowiedzialności, stanowi podstawę **koncepcji zarządzania wartością**¹¹ (*Value Base Management*, VBM). VBM opiera się na takim powiązaniu systemów zarządzania strategicznego i zarządzania finansami przedsiębiorstwa, które pozwala stworzyć warunki dla efektywnego zintegrowania celów właścicieli z celami menedżerów zarządzających przedsiębiorstwem, a tym samym stworzyć warunki dla efektywnego pomnażania jego wartości¹². Pomnażanie wartości ekonomicznej stanowi tutaj cel główny przedsiębiorstwa, a cele i procesy zarządzania oraz narzędzia i procedury podejmowania decyzji strategicznych

¹¹ VBM często jest określane także „zarządzaniem przez wartości”.

¹² *Pomiar i ocena procesów kreowania wartości w badaniu efektywności przedsiębiorstwa*, red. R. Borowiecki, Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2009, s. 97.

i operacyjnych, jak również mierniki służące do pomiaru efektów funkcjonowania przedsiębiorstwa, są temu podporządkowane.

Mierzwińska¹³ zwraca uwagę, że zarządzanie przez wartości jest koncepcją łączącą paradygmat etyczny, społeczny i ekonomiczny we współczesnej organizacji, gdyż kwestie etyki i odpowiedzialności społecznej są przez współczesne organizacje postrzegane jako źródła przewagi konkurencyjnej, przy jednoczesnym uznawaniu paradygmatu działań w kierunku wzrostu wartości rynkowej firmy jako najważniejszego kanonu wyznaczającego strategię działania przedsiębiorstwa. Przytacza także autorów: Petersa i Watermana, którzy umieszczają wspólne wartości w centralnym miejscu względem pozostałych elementów modelu organizacyjnego w Modelu Diagnozy Efektywności Organizacji, co wskazuje na współzależność pomiędzy wartościami etycznymi a ekonomicznymi, które przenikają się wzajemnie w każdym podsystemie funkcjonowania organizacji¹⁴. Centralna rola wartości wynika z ich kluczowego wpływu na zachowania w organizacji oraz wyznaczanie kierunków działań, dzięki czemu pełnią one funkcję głównego spoiwa dla wszystkich elementów organizacji.

3. Kultura organizacji i wartości organizacji

Zasadniczo kultura organizacji stanowi o osobowości danej organizacji. Kultura złożona jest z założeń, wartości, norm i materialnych znaków (wytworów ręki ludzkiej) członków organizacji, a także ich zachowań. Osoby współtworzące organizację po pewnym czasie zaczynają zdawać sobie sprawę z tego, że tworzą także osobną kulturę.

J.A.F. Stoner i C. Wankel określili kulturę jako „odnoszącą się do przeważających wzorów postępowania, interakcji, norm, wartości, postaw i uczuć”. Kultura wg nich obejmuje zarówno formalne aspekty życia organizacji, jak i nieformalne, „ukryte” postawy, stanowiące zanurzoną część „organizacyjnej góry lodowej”. Kultura korporacji jest integralną częścią życia organizacji i płyną z niej ważne wnioski dla działania kierowników. Podobnie określa ją E.H. Schein¹⁵ jako „wzorzec wspólnych

¹³ L. Mierzwińska, *Zarządzanie przez wartości jako koncepcja łącząca paradygmat ekonomiczny i etyczny we współczesnej organizacji*, w: *Nierówności społeczne a wzrost gospodarczy. Kryzys finansów publicznych – przyczyny, implikacje, perspektywy spójności społeczno-ekonomicznej*, Uniwersytet Rzeszowski, Katedra Teorii Ekonomii i Stosunków Międzynarodowych, Zeszyt 34, Rzeszów 2013.

¹⁴ T.J. Peters, R.H. Waterman, *Poszukiwanie doskonałości w biznesie*, Wydawnictwo Medium, Warszawa 2000, s. 41.

¹⁵ E.H. Schein, *The role of the founder in creating organizational culture*, *Organizational Dynamics* 1983, Summer, s. 13–28, <http://www3.uma.pt/filipejmsousa/emp/Schein,%201983.pdf>

podstawowych założeń, które dana grupa wynalazła, odkryła lub rozwinęła podczas nauki radzenia sobie z problemami zewnętrznej adaptacji i wewnętrznej integracji – wzorzec założeń, które sprawdzały się wystarczająco dobrze, aby określić je obowiązującymi¹⁶, a zatem by były przedmiotem nauczania dla nowych członków jako poprawny sposób postrzegania, myślenia i odczuwania w relacji do tych problemów”. Shein akcentuje jednak silnie ujęcie procesowe – od zaistnienia wartości przez jej weryfikację do jej przekazania nowym członkom. Jest zatem określoną zmienną organizacji, którą można operować, a składają się na nią negocjowane znaczenia, struktury, reguły, polityka, procesy i strategie. Według Scheina wartości są elementem kultury organizacyjnej. Forsowane wartości w tym ujęciu stanowią odrębny poziom kultury organizacyjnej, co pomaga przewidywać zachowanie członków organizacji.

Koncepcja kultury jest szczególnie istotna w kontekście próby zarządzania przemianami w obrębie całej organizacji. Ludzie zajmujący się nią w praktyce coraz częściej dochodzą do wniosku, że mimo istnienia planów przemiany organizacyjne muszą obejmować nie tylko struktury i procesy, lecz także prowadzić do zmiany kultury korporacyjnej. Silna kultura istnieje tam, gdzie personel reaguje na bodźce zewnętrzne w sposób spójny z wyznaczonymi wartościami organizacyjnymi, a także gdzie istnieje zgoda co do ograniczonego zestawu wartości ważnych dla organizacji. I odwrotnie: tam gdzie panuje słaba kultura, pracownicy nie biorą do siebie wyznaczonych wartości organizacyjnych, w efekcie czego konieczny jest szeroki zakres procedur i rozbudowana biurokracja.

Jeżeli kultura organizacji jest silna, ludzie działają, ponieważ wierzą, że to, co robią, jest słuszne. Tak może się dziać, na przykład, tam, gdzie w znacznym stopniu polega się na centralnej, charyzmatycznej postaci stojącej na czele organizacji, gdy ludzie wierzą w wartości wyznawane przez organizację lub gdzie przyjacielski klimat stanowi podstawę funkcjonowania firmy. Niektórzy teoretycy określają to zjawisko mianem etnocentryzmu lub kulturocentryzmu. Jakkolwiek należy pamiętać, że im mocniejsza jest kultura organizacji, tym większe jest ryzyko myślenia grupowego, które może prowadzić do zatracenia innowacji organizacyjnej. Organizacje wysoce zbiurokratyzowane również mogą „przegapić” pojawiające się szanse na innowacje przez podążanie *stricte* za wyznaczonymi procedurami. Dla kontrastu organizacje innowacyjne potrzebują jednostek przygotowanych do zmagania się z wyzwaniem panującego *status quo*, myślenia grupowego lub biurokracji, lecz potrzebują także procedur umożliwiających im skuteczne wdrażanie nowych koncepcji.

Zarządzanie przez wartości opiera się właśnie na idei silnej kultury organizacyjnej, gdyż organizacje z taką kulturą przewyższają organizacje ze słabą kulturą

¹⁶ Ang. *valid*.

organizacyjną pod względem wydajności. Dzieje się tak z trzech powodów. Po pierwsze, wyższa jest behawioralna zwartość pomiędzy członkami, ponieważ wartości funkcjonują jako mechanizm społecznej kontroli. Po drugie, istnieje silniejsze dostosowanie celów oraz bardziej efektywna koordynacja, gdyż wartości wyjaśniają, co jest ważniejsze, co powoduje, że jest mniej dyskusji o tym, co leży w najlepszym interesie organizacji. Po trzecie, w organizacjach z silną kulturą organizacyjną pracownicy są bardziej zmotywowani, ponieważ **postrzegają** swoje akcje **jako wolny wybór**, a ich wysiłek rośnie. MBV jest zatem koncepcją, która dąży do poprawy wydajności finansowej poprzez rozwój kultury organizacyjnej, a konkretniej poprzez koncentrację na wartościach (rysunek 1).

Rysunek 1. Zakładany rezultat MBV jako czynnik ułatwiający osiągnięcie silnej kultury organizacyjnej



Źródło: opracowanie własne na podstawie: K. Jaakson, *Management by values: the analysis of influencing aspects and its theoretical and practical implications*, University of Tartu, Estonia, doctoral disertation, September 2009, s. 25; http://dspace.utlib.ee/dspace/bitstream/handle/10062/14186/jaakson_krista.pdf

Pozytywną weryfikację tych zależności w praktyce pokazuje wiele badań, a takich, które poddają ją w wątpliwość, jest niewiele¹⁷. Badania potwierdzają także tezę, że sposób zarządzania ludźmi oraz ich rozwój zawodowy owocują w postaci wyższego zwrotu z inwestycji niż nowe technologie, badania i rozwój, strategia konkurencyj-

¹⁷ K. Jaakson zebrała 12 empirycznych studiów relacji między wartościami oraz indywidualnymi i organizacyjnymi rezultatami z lat 2000–2008. K. Jaakson, *Management...*, op.cit., s. 25. W niewielu przypadkach zależność nie została potwierdzona.

ności czy inicjatywy w zakresie jakości. Co więcej, kultura korporacyjna kładąca nacisk na skuteczność pracowników wiąże się bezpośrednio z wyższymi zwrotami dla beneficjentów.

Szersze implikacje tego stanu są oczywiste dla rywali korporacyjnych, usiłujących zwiększać wartość przez jakość i skupianie działalności na kliencie na coraz bardziej złożonym, wymagającym zawodowo i nieustannie zmieniającym się rynku globalnym. System przekonań i wartości, który ukształtował sposoby zarządzania w Ameryce Północnej, oraz model organizacyjny zarządzania na początku XX w. są bezsilne w konfrontacji z nowymi wzorcami myślenia i działania w biznesie. Tradycyjne praktyki menedżerskie oparte na zasadach wydawania poleceń i kontroli gaszą kreatywność, bardzo ważną z punktu widzenia innowacji i przystosowywania się do zmiennego otoczenia oraz zdolności prowadzenia skutecznej konkurencji.

Niezrozumienie istoty i wszystkich aspektów zjawiska zaszczepiania i krzewienia nowych przekonań i wartości wśród pracowników na wszystkich poziomach skazuje na porażkę skuteczne metody zarządzania horyzontalnego, takie jak: zarządzanie przez jakość (*Total Quality Management*, TQM), ciągłe udoskonalanie kaizen, planowanie doraźne, zarządzanie odchudzone (*Lean Management*), dostawy na czas (*Just in Time*, JIT), benchmarking czy reinżynieria procesów biznesowych (*Business Process Reengineering*, BPR). Badania przeciętnych wyników działalności w ponad połowie firm, które wdrożyły sformalizowane systemy zarządzania na bazie wartości (VBM), wskazują, że sukcesy pojawiły się dopiero wraz ze zmianami kultury korporacyjnej. Funkcjonując w systemie VBM, firmy wykorzystują miary korzyści ekonomicznych w celu dokonania pomiaru i powiązania kompensacji z ustalonymi celami w zakładanym układzie miar. Wyniki badań przeprowadzonych przez 117 dużych organizacji stosujących system VBM w Ameryce Północnej, Europie i Azji doprowadziły analityków z INSEAD do następujących wniosków: „Zarządzanie oparte na wartościach bazuje w większym stopniu na przemianach kulturowych niż finansowych. (...) Oto przyczyna większości porażek: zmiana przekonań członków dużej organizacji jest zapewne najtrudniejszym ze wszystkich wyzwań kadry kierowniczej (...), a zwiedzione teoretyczną prostotą zarządzania opartego na wartościach firmy mogą oczekiwać zbyt wiele i zbyt prędko, w efekcie czego poddają się na zbyt wstępnym etapie procesu”¹⁸. W istocie koncepcja VBM niekiedy była wskazywana jako jedna z przyczyn kryzysu 2007–2010¹⁹.

¹⁸ P. Haspeslagh, T. Noda, F. Boulos, *It's not just about the numbers*, Harvard Business Review 2001, July–August, s. 65–73.

¹⁹ S. Kasiewicz twierdzi, że VBM jest koncepcją mikroekonomiczną z nadmiernym priorytetem dla celów właścicieli, osłabionym hamulcem bankructwa, ograniczeniami wewnętrznymi, agresywnym systemem motywacyjnym dla zarządów oraz nieukształtowaną strukturą zintegrowanego zarządzania

Koncepcja wartości w kontekście organizacyjnym jest stosowana w bardzo szerokim zakresie we wszystkich naukach społecznych, lecz jednocześnie brak zgody w kwestii jej natury rodzi w równym stopniu problemy dla teoretyków i praktyków. Niektórzy teoretycy wartości, jak M. Rokeach²⁰, dzielą indywidualne wartości na wartości ostateczne, będące pożądanymi, finalnymi stanami rzeczy (jak np. szczęście, mądrość), oraz wartości instrumentalne, czyli pożądane wzorce zachowań (bycie uczciwym, zarabianie „dużych” pieniędzy). Pomiędzy tymi dwiema kategoriami istnieje relacja funkcjonalna, jako że wartości instrumentalne opisują zachowania umożliwiające osiągnięcie wartości ostatecznych. Pierwsze osiągnęły szersze uznanie twórców literatury fachowej niż drugie, a są też powszechniej stosowane przez badaczy i praktyków do opisywania kultury organizacyjnej. Inni teoretycy wspominają również o wartościach pracy, zależących od konkretnej sytuacji czy wartościach życiowych, powiązanych z bardziej stałą sferą osobistą.

Fakt, że wartości wspólne w otoczeniu organizacyjnym mają olbrzymie znaczenie nie jest wiadomością nową. Współdzielenie wartości zmniejsza niepewności, jakie mogą wiązać się z dążeniem do prawidłowego postrzegania, myślenia i odczuwania, a co za tym idzie, umożliwia członkom organizacji odbieranie i przetwarzanie zewnętrznych bodźców w podobny sposób, co przekłada się z kolei na zbliżone zachowania. Prowadzi to do zwiększania zaangażowania i wzrostu zadowolenia, ograniczenia tendencji do opuszczania firmy, a zatem i zredukowania fluktuacji personelu. Usprawnia także przemiany organizacyjne, wpływa korzystnie na władzę i znacząco ogranicza niebezpieczeństwo zjawiska zawodowego wypalenia.

Wspólne dostrajanie wartości występuje wtedy, gdy organizacja przyciąga i wybiera jednostki, których osobowości, filozofia i wartości indywidualne do siebie wzajemnie pasują. Dla kontrastu, brak dopasowania ma miejsce wówczas, gdy sposób postrzegania przez jednostkę wartości organizacji nie jest spójny z jej intencjami, co prowadzi do konfliktów w pracy i obojętności członków personelu. Jedną z przyczyn wspomnianego niedopasowania może być różnica pomiędzy wartościami preferowanymi a wartościami wewnętrznymi jednostek, jako że te drugie w znacznie większym stopniu kształtowane są przez rzeczywiste zachowania niż pierwsze.

Harmonizowanie przekonań i wartości właścicieli firmy i jej pracowników to istotne źródło przewagi konkurencyjnej. Wspólnie wyznawane i doświadczane wartości mogą lepiej motywować ludzi do skutecznego działania lub umocnić orga-

ryzykiem. S. Kasiewicz, *Koncepcja zarządzania wartością jako źródło kryzysu finansowego*, http://www.rf.edu.pl/uploads/media/S_Kasiewicz_02.pdf

²⁰ M. Rokeach, *The Nature of Human Values*, „Political Science Quarterly” 1974, vol. 89, no. 2, s. 399–401.

nizację, nawet w obrębie niewielkiego zespołu. Zarządzanie przez wartości (MBV) ma potencjał stać się ważną siłą napędową rozwoju zrównoważonej, konkurencyjnej i bardziej ludzkiej – bo opartej na wartościach – ale silnej kultury.

Wartości jako takie uznawane były kiedyś przez menedżerów za pojęcie „zbyt czułe”, by uwzględniać je w filozofii zarządzania, zaś obecnie są one centralnymi elementami strategii organizacyjnej. Gdy jednak dochodzi do ścierania się wartości wyznawanych przez jednostki lub gdy są one niespójne z podstawowymi wartościami organizacji, rodzi się niezadowolenie, stres i alienacja, co wpływa między innymi na wydajność i ogólny dobrobyt zarówno jednostek, jak i całej organizacji. Dlatego też Garcia i Dolan twierdzą, że MBV można stosować zarówno do celów indywidualnej refleksji oraz formułowania osobistej strategii, jak i jako podstawę filozofii i praktyki menedżerskiej. Wartości przyjęte i analizowane konkretnej formie mogą i powinny być stosowane jako narzędzie w zarządzaniu.

4. Ewolucja MBV

Analizując MBV, warto cofnąć się do 1939 r., kiedy **Ch. Barnard** sugerował, że wspólne wartości pomagają kreować i zarządzać złożonymi organizacjami – co pokrywa się z aktualną koncepcją MBV. Osiemnaście lat później, w 1957 r. **P. Selznick** zdefiniował zadanie zarządzania jako „kreowanie struktury społecznej, które uosabia wybrane wartości, a następnie dostosowuje je do zmian środowiska”²¹. Według niego formowanie instytucji ma miejsce, gdy zaangażowane zostały wartości.

Najbardziej wpływowe publikacje dotyczące kultury organizacyjnej zostały jednak wydane w latach 80. XX w., ale także w pierwszej dekadzie XXI w. wielu autorów odnosiło się do problemu wartości w zarządzaniu. Na początku wartości organizacyjne były traktowane jako coś, co należy brać pod uwagę i być świadomym, aby osiągnąć sukces finansowy albo przynajmniej uniknąć fiaska. W latach 90. naukowcy zaczęli sugerować, że wartości organizacyjne powinny być świadomie kreowane i lokowane poprzez całkowicie zaplanowany proces; oznaczało to, że wartości nie są już egzogenicznymi zmiennymi, które należy przyjąć takimi, jakie są, ale należy przyjąć podejście proaktywne. W tym podejściu znajdują się także koncepcje wymienionych wcześniej **Blancharda** i **O’Connora**, a także **Dolana** i **Garcii**. Koncepcja MBV była rozwijana przez ponad 20 lat badań nad kulturą i wartościami

²¹ K. Jaakson, *Management...*, op.cit., s. 27.

przez S.L. Dolana²² i przez ok. 30 lat M. O'Connora i K. Blancharda²³. Teoria została zaproponowana jako rozwinięcie wcześniejszych modeli (podejść) do zarządzania, zarządzania przez instrukcje oraz zarządzania przez cele²⁴.

Dolan i Garcia wskazują cztery globalne trendy w biznesie, które przyczyniły się do powstania MBV. Trendy te mogą wyjaśnić, dlaczego wartości na poziomie organizacyjnym stały się przedmiotem studiów zarządzania. Pierwszy trend jest związany z jakością produktów i koncentracją na kliencie. Produkcja masowa i przywództwo kosztowe nie gwarantują przetrwania na konkurencyjnym rynku, co powoduje, że organizacje potrzebują nieustannie dodawać wartość do ich procesów produkcyjnych i reagować na pojedynczych klientów i sytuacje. Drugi trend jest związany z technologią. Gdy postęp technologiczny zastąpił wielu pracowników niewykwalifikowanych, ci, którzy pracowali ze skomplikowaną technologią, musieli być prawdziwymi profesjonalistami. Pracownicy, do których dzisiaj możemy zaliczyć zarówno wysokich menedżerów, jak i analityków, a nawet przedstawicieli handlowych, nie mogą być kierowani za pomocą reguł, instrukcji i celów, aby zyskać ich zaangażowanie; dążą do zmian, nieustannego poznawania, wzrostu jakości życia, a wartości nadają sens ich wysiłkowi. Trzeci trend dotyczy liderów i jakości potrzebnej, aby inspirować i przekazywać wysiłki profesjonalnych zespołów. Czwarty trend jest generowany przez złożoność i nagłość zmian w środowisku. Aby radzić sobie z nimi, organizacja musi być płaska (o płaskiej strukturze) i elastyczna. Jako że zarządzanie taką organizacją może rodzić niepewność (np. niepewność pracy) oraz niejednoznaczność, to najlepszym sposobem ich redukcji, przy zachowaniu jednocześnie elastyczności, jest wprowadzenie wartości, do których każdy powinien się dostosować.

Podstawą MBV jest założenie, że organizacje działające w XXI w. spotykają się z bardziej niestabilnym, turbulentnym i dynamicznym środowiskiem niż organizacje w przeszłości. Jest to szczególnie widoczne w rosnącym sektorze usługowym, gdzie konkurencyjność organizacji zależy od jakości ludzi – ich zdolności, wiedzy, doświadczenia i osobowości. W rezultacie kapitał ludzki organizacji staje się rdzeniem zdolności firmy do osiągnięcia ponadprzeciętnej wydajności, reinżynieria kultury staje się bardziej humanistyczna, a kreowanie kultury zaufania jest koniecznością dla krótkoterminowej konkurencyjności firmy tak samo jak dla przetrwania w długim terminie.

Idea zarządzania zmianami w turbulentnym środowisku odnosi się w istocie do przeznaczania środków na budowę strategicznej architektury, która wypełni lukę

²² <http://www.mbvsuite.com/home.html>

²³ <http://www.centerformbv.com/>

²⁴ S.L. Dolan, S. Garcia, *Managing...*, op.cit.

pomiędzy wizją przyszłości a rzeczywistością. MBV jest zorientowane na przeprojektowanie kultury korporacyjnej, pomaga liderom prowadzić strategiczne zmiany w organizacji i absorbuje złożoność organizacji, która pochodzi z rosnącej konieczności adaptacji i dostarczania wizji przyszłości. Wizja przyszłości jest szczególnie ważnym elementem w czasach kryzysu gospodarczego. W kontekście reinżynierii kultury MBV wpisuje się w kontekst zmian – doskonalenia organizacji, czyli „popieranego przez naczelne kierownictwo, długofalowego działania zmierzającego do ulepszenia sposobów rozwiązywania problemów i odnowy organizacji, zwłaszcza przez skuteczniejszą i opartą na współpracy diagnozę oraz kierowanie kulturą organizacji”²⁵.

W organizacji, która jest uważana za system mechanistyczny, rozważane są siły i proste atraktory, takie jak grawitacja monetarna, aby przewidywać zachowania jednostek w szerokiej gamie środowisk z określoną pewnością. Jednakże obecnie organizacje nie są już uważane za systemy mechanistyczne, ale organiczne i skomplikowane, żyjące systemy²⁶. Takie systemy zawierają tzw. dziwne atraktory, które kreują dynamiczne systemy. Zrozumienie tych nieodłącznych w organizacji atraktorów pomaga liderom wzrastać w nieprzewidywalnym środowisku. MBI i MBO nie wystarczają w tym kontekście i dlatego **same wartości reprezentują kluczowy i krytyczny atraktor** jako szkielet organizacji, wykorzystując teorię MBV. Wykorzystywanie wartości jako narzędzia zarządzania na co dzień stworzyło podstawy nowej idei zarządzania.

Badania naukowe potwierdziły, że kluczem do zrozumienia zachowania złożonych systemów jest poznanie wartości, które każdy z nich w sobie zawiera. Systemy wartości to motywatory, które kształtują zachowania jednostek, organizacji i społeczeństwa. Zarządzanie przez wartości dla pracownika jest powiązaniem procesu pracy z procesem zaspokajania potrzeby własnej godności. W firmie powstaje samokontrola w zespołach i samokontrola osobista, podnosi się dzięki temu jakość pracy, zwiększa identyfikacja i lojalność pracowników.

Aby odróżnić się od MBI, MBO i innych podejść do zarządzania, takich jak VBM, MBV nie uważa wartości ekonomicznych za jedyny miernik efektywności organizacji, ale inkorporuje wartości emocjonalne i etyczne, aby osiągnąć równowagę i harmonię między jednostkami, organizacjami i społeczeństwem. MBV dostarcza metodyki definiowania i implementacji wartości, aby osiągać organizacyjne, grupowe, zespołowe i indywidualne cele.

²⁵ J.A.F. Stoner, C. Wankel, *Kierowanie*, PWE, Warszawa 1992, s. 315–316.

²⁶ R.M. Grant, *Contemporary Strategy Analysis: Concepts, Techniques, and Applications*, 6th ed., John Wiley & Sons, Chichester 2008.

Koncepcja MBV nie jest jeszcze rozpowszechniona tak bardzo, jak twierdzą to autorzy. Autor opracowania nie dotarł do badań empirycznych, które ukazywałyby skuteczność wdrożenia MBV. S. Lachowski zauważa ponadto, że dotychczas koncepcja MBV nie zaistniała w teorii zarządzania jako dojrzała koncepcja, nie występuje także w programach nauczania wydziałów zarządzania wyższych uczelni i szkół biznesu ani w ofercie firm konsultingowych – choć w obu przypadkach w ostatnich latach to się powoli zmienia, także w Polsce²⁷. Tłumaczy to tym, że zarządzanie przez wartości w znacznie większym stopniu niż klasyczne koncepcje zarządzania, w tym behawioralne, jest „sztuką” zarządzania w wymiarze humanistycznym. Kładzie szczególny nacisk na aspekty etyki biznesowej – ma zatem aspekty bardzo odległe od klasycznego naukowego zarządzania²⁸. W kontekście ewolucji MBV jest zatem koncepcją współczesną, wykorzystywaną, ale wciąż rozwojową.

5. Osie teorii zarządzania przez wartości

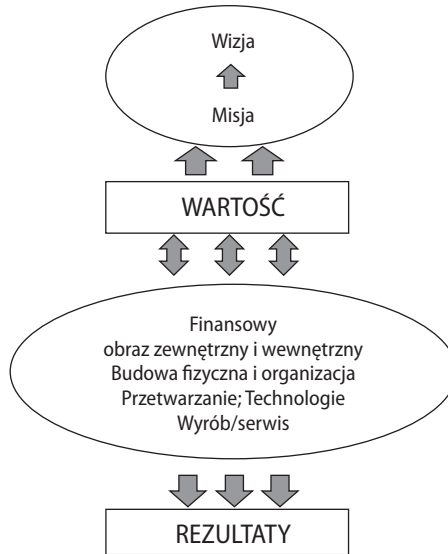
Współczesna firma, która nie dostosowuje swojej misji i celów do wartości pracowników, może mieć trudności w przetrwaniu w wymiarze długoterminowym. Zarządzanie przez wartości zakłada, że istota prawdziwego przywództwa od zawsze wpisana była w wartości ogólnoludzkie. Zadaniem przywódcy jest nakłanianie organizacji do wzajemnego dopasowywania własnych założeń strategicznych i podstawowych wartości.

Jak twierdzi S. Lachowski, przyjęty system wartości jest podstawowym kryterium selekcji, rozwoju, oceny i motywacji pracowników. Tworzy DNA organizacji, które staje się odporne na wstrząsy kryzysów i strzeże przed zgubnym samozadowoleniem okresu prosperity. Stwarza warunki do zwiększania efektywności działania przy jednoczesnym respektowaniu podstawowych wartości etycznych i społecznych. Pozwala osiągnąć zrównoważony wzrost biznesu, harmonijny rozwój pracowników, kształtować przyjazne relacje z otoczeniem oraz zyskać uznanie akcjonariuszy.

²⁷ W Polsce powstają szkolenia z zakresu MBV organizowane m.in. przez firmy Alnair (<http://alnair.pl/zarzadzanie-przez-wartosci-wg-kena-blancharda/>) Evenea (<http://evenea.pl/imprezy/biznes-i-przedsiębiorczość/warszawa/mbv-managing-by-values-zarzadzanie-przez-wartosci-56373/>), TopTraining (<http://toptraining.pl/zarzadzanie-przez-wartosci/>). Są także uczelnie, które proponują przedmiot koncentrujący się na MBV, np. Uniwersytet Łódzki, [https://usosweb.uni.lodz.pl/kontroler.php?_action=actionx:katalog2/przedmioty/pokazPrzedmiot\(prz_kod:0800-ZWOWOU\)](https://usosweb.uni.lodz.pl/kontroler.php?_action=actionx:katalog2/przedmioty/pokazPrzedmiot(prz_kod:0800-ZWOWOU))

²⁸ S. Lachowski, *Droga...*, op.cit., s. 258.

Rysunek 2. Wartości powiązane z misją i wizją organizacji



Źródło: opracowanie własne na podstawie: S.L. Dolan et al., *Managing by values*, Palgrave Macmillan, New York 2006, s. 213.

Z organizacyjnego punktu widzenia wykorzystywanie wartości odnosi się do **wsparcia realizacji wizji i misji działania** (rysunek 2), umacniania kultury organizacyjnej, motywowania i integrowania pracowników, a także zarządzania zmianą i radzenia sobie z sytuacjami kryzysowymi. Pracownikowi natomiast wartości pomocne są w samorealizacji, poszukiwaniu tożsamości, budowaniu przynależności, rozwijaniu kariery zgodnie z aspiracjami, znalezieniu kompasu moralnego, zwłaszcza w procesie podejmowania decyzji, a także w ciągłości w obliczu zmiany. Te dwa zbiory korzyści wzajemnie się zająbiają. Oznacza to, że zadaniem kierownictwa powinno być harmonijnie zaspokajanie nie tylko aspiracji organizacyjnych, lecz także pracowniczych, co pozwala pracować wspólnie dla czegoś, w co wierzą obie strony²⁹.

Podstawą teorii MBV jest założenie, że wartości można znaleźć we wszystkich organizacjach, bez względu na ich charakter, misję czy wizję. Gdy te wartości zostaną już odnalezione, można je sklasyfikować według trzech podstawowych sfer – osi, w których funkcjonują wszystkie wartości osobiste i organizacyjne. S.L. Dolan,

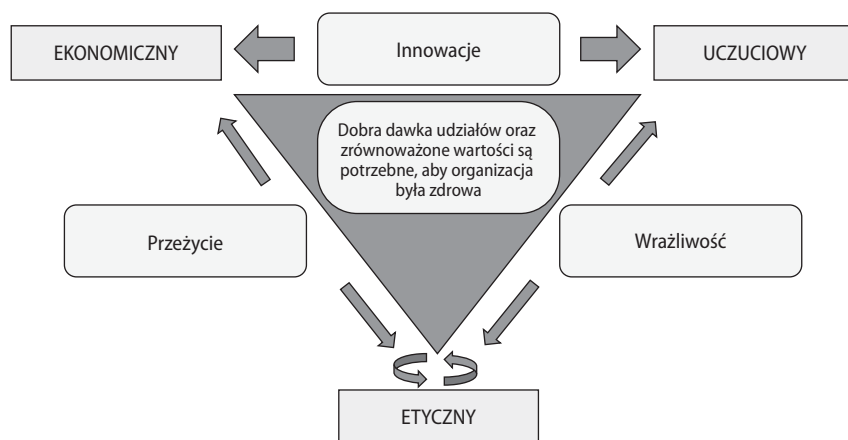
²⁹ Ibidem, s. 271.

B. Richley, S. Garcia i T. Lingham zaproponowali model zarządzania poprzez wartości oparty na trzech osiach³⁰:

- 1) wartościach ekonomiczno-pragmatycznych,
- 2) wartościach etyczno-społecznych,
- 3) wartościach emocjonalno-rozwojowych.

Wartości ekonomiczno-pragmatyczne są konieczne do utrzymania i łączenia różnych podsystemów organizacyjnych. Są niezbędne dla przetrwania firmy. Ostatecznym celem istnienia firmy jest kreowanie wartości, szczególnie finansowej. Jeśli firma nie będzie tego robiła – upadnie. Wartości te odnoszą się do: wydajności, standardów funkcjonowania i dyscypliny. Mają wpływ na działania, takie jak planowanie, gwarantowanie jakości i księgowość. Wspólne dla członków grupy **wartości etyczno-społeczne** określają sposób, w jaki ludzie zachowują się w grupach i są odzwierciedleniem społecznej odpowiedzialności biznesu. Ma to związek z zachowaniem ludzi, m.in. w pracy i związkach, oraz z wartościami społecznymi, takimi jak szczerść, szacunek, prawość i lojalność. **Wartości emocjonalno-rozwojowe** są podstawą stworzenia nowych okazji do działania. Związane są z: wolnością, szczęściem i zaufaniem. Przykłady takich wartości to kreatywność, tworzenie pojęć, życie, samoświadomość, pewność siebie, poczucie wpływu, zdolności adaptacyjne, elastyczność. Zależności pomiędzy osiami zaprezentowano na rysunku 3.

Rysunek 3. Trójosiowy model zarządzania przez wartości



Źródło: opracowanie własne na podstawie S.L. Dolan, B. Richley, S. Garcia, T. Lingham, *Managing by Values*, European Business Forum 2008, 32, s. 34–39.

³⁰ S.L. Dolan, B. Richley, S. Garcia, T. Lingham, *Managing by Values*, European Business Forum 2008, 32, s. 34–39.

Udział pracowników w organizacji jest związany przede wszystkim z uzyskaniem części ekonomicznych korzyści wypracowanych przez organizację, żeby zaspokajać inne społeczne i indywidualne potrzeby. W relacji do tych wartości ekonomicznych jednostki pracujące w organizacji nie są częścią mechanizmu. Oznacza to, że liczą się ich emocje. Dlatego zbieżność między wartościami indywidualnymi a organizacyjnymi lub pomiędzy wartościami zawodowymi a życiowymi jest istotny dla zrównoważonej i zdrowej organizacji. Mimo że etyczne, ekonomiczne i emocjonalne wartości odwołują się do różnych poziomów, takich jak poziom społeczny, firmowy (organizacyjny) i indywidualny, są ze sobą wzajemnie powiązane oraz przenikają przez przywództwo i uczenie się.

Trójosiowe podejście nie jest odrębną metateorią ani sposobem na przezwyciężenie złożoności, z którą mierzą się społeczeństwa i organizacje XXI w., ale ma pomóc w odnalezieniu kluczowych wartości organizacyjnych. Pomaga budować kulturę w zgodzie z tymi wartościami i jednocześnie z celami strategicznymi przedsiębiorstwa.

Ostatecznym i najważniejszym celem reinżynierii kultury organizacji jest ustalenie pewnej równowagi pomiędzy tymi trzema wymiarami, a przez proces dialogu i konsensusu dojście do punktu, w którym wartości te można uznać za wspólne i zharmonizowane. Oceniając kulturę organizacji przez identyfikację wartości podstawowych, można powiedzieć, że poziom, na którym są one wspólne, oraz zakres, w którym odpowiadają one wartościom osobistym członków tej organizacji, są niezwykle istotne. Metodyka zarządzania przez wartości umożliwia dokonanie swego pomiaru wartości we wspomnianych trzech wymiarach, a także przeprowadzenie analizy wskazującej zakres, w którym widoczne jest dopasowanie bądź jego brak pomiędzy członkami organizacji a jej dominującą kulturą. Im większa jest luka, tym większa jest **potrzeba zmodyfikowania tej kultury**.

Gdy ludzie rozumieją własne wartości (niezależnie od tego, jak i dlaczego powstały) i analizują ich relatywną wagę i konsekwencje, mogą dostrzegać wyraźnie, jak wartości te wpływają na ich codzienne życie. Reorientacja wartości zapewnia lepsze współgranie z celami i zadaniami, co powoduje głębszą wewnętrzną satysfakcję, a następnie pozytywnie wpływa na ogólne samopoczucie, stan umysłu, wydajność i szczęście. S.L. Dolan nazywa to „sukcesem w życiu biznesowym i biznesie życiowym”³¹.

³¹ „Success in the life of business and the business of life”, por. S.L. Dolan, *Coaching by Values: A guide to success in the life of business and the business of life*, Universe Publishing, Bloomington 2011.

6. Zarządzanie przez przekonania

Kilka lat po wydaniu *Zarządzania przez wartości* (*Managing by Values: A Corporate Guide to Living, Being Alive, and Making a Living in the 21st Century*) S.L. Dolan wydał książkę, pogłębiającą omawianą tematykę i nastawioną na praktyczne wdrażanie koncepcji. Razem z M.R. Raichem oraz J. Klimkiem wydali także polską i uaktualnioną wersję innego bestsellera z 2008 r. *Beyond: Business and Society in Transformation* – książkę *Globalna transformacja biznesu i społeczeństwa* (Difin, Warszawa 2011). Analizując w niej procesy transformacji biznesu i społeczeństwa³², próbowali określić, jak wobec obecnie trwających przeobrażeń w dużej skali, które prowadzą w kierunku nowej rzeczywistości, będzie wyglądało zarządzanie. Odwołując się w niej do S. Garcii, który akcentował, że kluczowe dla bieżącego, dominującego i rzeczywistego świata biznesu jest określić wyraźnie swoją rolę w promowaniu pozytywnych zmian społecznych, które odpowiadałyby mu w kontekście historycznym, angażując się w sposób możliwie szybki i jednoznaczny oraz dbając jednocześnie o autentyczność, hojność i odwagę postępowania. Autorzy sugerują, że w efekcie tego określenia roli pojawi się „coś całkiem nowego, pochodzącego bezpośrednio ze świata biznesu, co znacząco wykracza poza zarządzanie przez wartości (MBV) lub odpowiedzialność społeczną (CSR), dając przedsiębiorstwom możliwość zaistnienia w pełnym zakresie i wpływania na historię”³³. Podejście takie autorzy określili roboczo **zarządzaniem przez przekonania** (*Management by Conscience*, MBC).

Na ten model zarządzania składa się zarządzanie strategiczne firmą w sposób **pragmatyczny z ekonomicznego punktu widzenia**, z zachowaniem jednocześnie wrażliwości czysto ludzkiej na podstawie wyczulonej i rozwiniętej **świadomości jednostki**. Oznacza również zarządzanie w środowisku fizycznym i rynkowym, zakładające stosowanie „odpowiedniej dozy etyki i pewnego zmysłu emocjonalnego lub **poczucia sensu życia** przez spełnianie tej uprzywilejowanej roli zawodowej”. Opierając się na poszerzaniu tej świadomości wśród przedstawicieli najwyższej warstwy kierowniczej i właścicieli firm, należy postępować zgodnie z konkretnymi strategiami kulturowymi w odniesieniu do innych pracowników. Ci ostatni muszą wiedzieć wszystko o jej założeniach, być chętni i zdolni do pracy w sposób celowy

³² M. Raich, S.L. Dolan, J. Klimek, *Globalna transformacja biznesu i społeczeństwa*, Difin, Warszawa 2011.

³³ Angielski termin *conscience* jest wieloznaczny. Słowa *conscience* (przekonania, sumienie), *consciousness* (świadomość) pochodzą od tego samego słowa łacińskiego *conscientia*, które oznacza naukę lub wiedzę (wiedzę wspólną).

i sumienny, stosując przy tym swoją indywidualną inteligencję emocjonalną. Autorzy określili następujące **cele modelu zarządzania przez przekonania**:

- pogłębianie i poszerzanie związków pomiędzy aktualnym zarządzaniem przez wartości (MBV) i elementami odpowiedzialności społecznej (CSR);
- wkład w urzeczywistnianie innego świata, urzeczywistnianie wizji innej firmy;
- podsycanie synergii pomiędzy rezultatami ekonomicznymi a rezultatami działań firmy w sferze etycznej i emocjonalnej;
- ułatwianie poszukiwania znaczenia i szczęśliwości dla nas jako istot ludzkich.

Potrzeba nowego modelu zarządzania MBC, wykraczająca poza ramy zarządzania przez wartości (MBV), zarządzania przez cele (MBO) lub zarządzania przez instrukcje (MBI), jest reakcją na powstanie czterech megatrendów stanowiących gwarancję naszego przetrwania i ewolucji:

- 1) przekształcania się roli przywództwa w kierunku mniejszego uzależnienia od dominujących wartości;
- 2) postrzegania ludzi nie jako zasobów i narzędzi – przedmiotowo, ale celów samych w sobie – podmiotowo;
- 3) redefiniowania systemu kapitalistycznego oraz modelu zrównoważonego rozwoju w model ewoluujący w kontekście historycznym;
- 4) przekształcania się zarządzania z opartego na instrukcjach, poprzez zarządzanie oparte na celach a także na wartościach, które są nieadekwatne i wymagają „wypracowania nowej mądrości i niezależności na podstawie bardziej wykwintej świadomości”.

W rezultacie potrzebne są niekonwencjonalne przekonania odnośnie do natury ludzkiej i świata biznesu spełniających funkcje generatorów owych wartości, nowych struktur, nowych procesów interakcji, nowych praktyk i nowych rezultatów biznesowych. Zysk ekonomiczny firmy nie jest celem samym w sobie; jest sposobem przetrwania i rozwijania się, a także konsekwencją podejmowania prawidłowych działań. Autorzy wysnuwają także wniosek, że MBC musi także obejmować mierzenie się z problemami życia zawodowego i prywatnego pracowników oraz koniecznością służenia innym.

Zarządzanie przez świadomość uwzględnia podejmowanie działań bazujących na wartościach, takich jak: istnienie, wolność, nienaruszalność, aktywny szacunek i szczęście. W przeciwieństwie do MBV, której autorzy nie narzucają jednoznacznie wartości, na jakich należy się opierać, MBC wymienia konkretne wartości. MBC zakłada, że przekonania to stopień świadomości, „subiektywne sumienie jednostki (samoświadomość) w odniesieniu do otoczenia”.

Świadomość rozumieją jako zdolność człowieka do wyznawania wartości i podejmowania etycznych wyborów. Według autorów człowiek, kierując się sumieniem,

musi postępować sumiennie. W tym kontekście przeciwieństwem byłoby działanie przypadkowe, bez świadomości potencjalnych skutków. Jeżeli postępujemy w sposób świadomy, niefortunny, nierozsądny, bez odpowiedzialności za własne czyny, to możemy przyzwyczaić się do tworzenia napięć. Świadomy czyn jest wolny, przejrzysty, dobrowolny, odpowiedzialny, refleksyjny lub pozbawiony refleksji. Świadomość definiuje nas jako istoty ludzkie, zdolne nie tylko do myślenia, odczuwania i działania, ale także postrzegania, oceniania i zmieniania tego, co myślimy, czujemy i jak się zachowujemy. Tworzymy w ten sposób specyficzną koncepcję świata i naszych własnych istnień.

7. Podsumowanie

Koncepcja uwzględnienia wartości w zarządzaniu jest stosunkowo młoda. Autorzy rozwijający ją znaczną uwagę poświęcają aplikacyjnej części teorii – czyli faktycznemu postępowaniu zgodnemu z wyznawanymi wartościami. Jest to o tyle istotne, że wiele osób ma trudności w prywatnym życiu zarówno z określaniem wyznawanych wartości, jak i z postępowaniem według nich. MBV w wersji proponowanej przez Blancharda³⁴ stosowane w organizacji może zainspirować, zmotywować takie osoby do stosowania wartości we własnym życiu, a przy okazji także integrować ich wartości z korporacyjnymi. Wszystkie podejścia, szczególnie Dolana (i współautorów) oraz Blancharda i O'Connora, stanowią istotny wkład w teorię zarządzania, gdyż proponują konkretne rozwiązania inkorporowania wartości w działalność przedsiębiorstwa.

Proponowane teorie wymagają głębszej analizy pod kątem brakujących elementów i oceny przydatności tych koncepcji na poziomie uniwersalnym. Żeby dopracować koncepcję, należy spojrzeć na nią także pod kątem wad, szczególnie niejednoznaczności pojęć „wartości”, zróżnicowania ludzi pod ich względem, potencjalnych systemowych problemów związanych z polaryzacją firm pod względem wartości oraz możliwej ingerencji życia zawodowego w życie i wartości prywatne pracowników. Mimo wszystko wydaje się, że integracja oraz internalizacja zagadnień wartości korporacyjnych i osobistych w firmie jest kierunkiem zmian teorii zarządzania, który sprawi, że zarządzanie firmą będzie bardziej dojrzałe.

³⁴ Głównie ze względu na jego zaplecze filozoficzne – razem z M. O'Connorem są doktorami filozofii.

Bibliografia

1. Blanchard K., O' Connor M., *Managing by Values*, Berrett-Koehler Publishers, San Francisco 1997.
2. Dolan S.L., Garcia S., *Managing by Values*, „Journal of Management Development” 2002, 21, 2.
3. Dolan S.L., Garcia S., *Managing by Values: A corporate guide to living, being alive and making a living in the 21st century*, Palgrave Macmillan, New York 2006.
4. Dolan S.L., Richley B., Garcia S., Lingham T., *Managing by Values*, European Business Forum 2008, 32.
5. Dolan S.L., *Coaching by Values: A guide to success in the life of business and the business of life*, Universe Publishing, Bloomington 2011.
6. Driscoll D., Hoffmann W.M., *Ethics matters. How to implement values-driven management*, Center for Business Ethics, Bentley College, Waltham 2000.
7. Fitzpatrick R.L., *A Literature Review Exploring Values Alignment as a Proactive Approach to Conflict Management*, 2007 http://www.minessence.net/intranet1/data/articles/ALiteratureReviewExploringValuesAlignment_000.pdf
8. Gonciarski W., *Zarządzanie drugiej generacji*, http://www.wse.waw.pl/aa%20materialy%20dydaktyczne/E_Nowoczesne_koncepcje_i_metody_zarzadzania_w_logistyce.pdf
9. Grant R.M., *Contemporary Strategy Analysis: Concepts, Techniques, and Applications*, 6th ed., John Wiley & Sons, Chichester 2008.
10. Hamel G., *Kosmiczne wyzwania w dziedzinie zarządzania*, „Harvard Business Review Polska” 2009, maj, s. 83–83.
11. Haspeslagh P., Noda T., Boulos F., *It's not just about the numbers*, „Harvard Business Review” 2001, July–August, s. 65–73.
12. <http://www.centerformbv.com/>
13. <http://www.mbvsuite.com/home.html>
14. Jaakson K., *Management by values: the analysis of influencing aspects and its theoretical and practical implications*, University of Tartu, Estonia, doctoral dissertation, September 2009, http://dspace.utlib.ee/dspace/bitstream/handle/10062/14186/jaakson_krista.pdf
15. Kasiewicz S., *Koncepcja zarządzania wartością jako źródło kryzysu finansowego*, http://www.rf.edu.pl/uploads/media/S_Kasiewicz_02.pdf
16. Lachowski S., *Droga ważniejsza niż cel. Wartości w życiu i biznesie*, Wydawnictwo Studio Emka, Warszawa 2012.

17. Meyer P.J., *Attitude Is Everything: If You Want to Succeed Above and Beyond*, The Meyer Resource Group, Incorporated, 2003.
18. Mierzwińska L., *Zarządzanie przez wartości jako koncepcja łącząca paradygmat ekonomiczny i etyczny we współczesnej organizacji*, w: *Nierówności społeczne a wzrost gospodarczy. Kryzys finansów publicznych – przyczyny, implikacje, perspektywy spójności społeczno-ekonomicznej*, Wyd. Uniwersytet Rzeszowski, Katedra Teorii Ekonomii i Stosunków Międzynarodowych, Zeszyt 34, Rzeszów 2013
19. O'Reilly C.A., Chatman J.A., *Culture as social control: Corporations, cults, and commitment*, „Research in Organizational Behaviour” 1996, vol. 18, s. 157–200, http://faculty.haas.berkeley.edu/chatman/papers/30_CultureAsSocialControl.pdf
20. Peters T.J., Waterman R.H., *Poszukiwanie doskonałości w biznesie*, Wydawnictwo Medium, Warszawa 2000.
21. *Pomiar i ocena procesów kreowania wartości w badaniu efektywności przedsiębiorstwa*, red. R. Borowiecki, Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2009.
22. Raich M., Dolan S.L., Klimek J., *Globalna transformacja biznesu i społeczeństwa*, Difin, Warszawa 2011.
23. Rokeach M., *The Nature of Human Values*, „Political Science Quarterly” 1974, vol. 89, no. 2, s. 399–401.
24. Schein E.H., *The role of the founder in creating organizational culture*, *Organizational Dynamics* 1983, Summer, s. 13–28, <http://www3.uma.pt/filipejmso-usa/emp/Schein,%201983.pdf>
25. Stoner J.A.F., Wankel C., *Kierowanie*, PWE, Warszawa 1992.

Managing By Values Concept

Summary

The model of Managing by Values – MBV creates an operational framework for the contemporary leaders and managers. This approach has been theoretically developing for a few decades thanks to several authors, including S.L. Dolan and his co-authors as well as K. Blanchard and M. O'Connor. The MBV theory is an important improvement of the process of management, including the commonly applied VBM approach and accounts for the contemporary reality. Continuous, non-linear changes and uncertainty make decision makers inclined to refer to more fundamental categories, i.e. the values. MBV constitutes a crucial contribution to the theory of

management as it proposes explicit solutions to the problem of value incorporation in the corporate operation. The theory is a step forward in the theory of management, concretizing the earlier general considerations on the value and role of organisational culture.

Keywords: management by value, MBV, modern management concepts, VBM, analysis

Sylwia Bomba

Kolegium Zarządzania i Finansów

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Polskie obligacje skarbowe na międzynarodowym rynku finansowym

Streszczenie

W artykule zaprezentowano analizę obligacji skarbowych emitowanych przez Ministerstwo Finansów na międzynarodowym rynku finansowym. Autorka przedstawiła klasyfikację oraz strukturę obligacji na międzynarodowym rynku finansowym. Następnie została zaprezentowana rola polskich obligacji emitowanych na rynkach zagranicznych. Opracowanie podejmuje próbę odpowiedzi na pytanie, czy Skarb Państwa powinien zwiększać udział emisji obligacji poza rynkiem krajowym.

Słowa kluczowe: obligacje skarbowe, emisja

1. Wprowadzenie

Celem artykułu jest analiza struktury obligacji skarbowych emitowanych przez Ministerstwo Finansów na rynkach zagranicznych. Emisje budżetu państwa na międzynarodowych rynkach finansowych są dokonywane z zamiarem dywersyfikacji źródeł finansowania oraz pozyskania dostępu do zagranicznych inwestorów.

W początkowej części artykułu omówiono klasyfikację obligacji oraz istotę międzynarodowego rynku obligacji. Następnie zaprezentowano rozwój polskich obligacji skarbowych emitowanych na rynkach międzynarodowych, a w końcowej części niniejszego opracowania przedstawiono strukturę, wielkość emisji oraz wskaźniki ryzyka polskich obligacji skarbowych na rynkach zagranicznych.

2. Klasyfikacja obligacji na rynkach międzynarodowych

Międzynarodowy rynek obligacji obejmuje emisję, subskrypcję i plasowanie obligacji denominowanych w walutach krajów, na obszarze których są one lokowane. Cechą wyróżniającą międzynarodowy rynek obligacji jest to, że instrumenty te są zbywane poza granicami kraju emitenta, czyli są one nabywane przez podmioty zagraniczne¹.

Obligacje emitowane na świecie są klasyfikowane według²:

- miejsca transakcji,
- waluty emisji,
- statusu rezydentalnego emitenta.

Uwzględniając ww. kryteria, wyróżniamy³ obligacje krajowe i międzynarodowe. Obligacje krajowe to papiery dłużne emitowane w danym kraju i jego walucie przez rezydentów. Wśród obligacji międzynarodowych wyróżniamy obligacje zagraniczne, euroobligacje i obligacje globalne.

Obligacje zagraniczne to papiery dłużne sprzedawane przez emitentów spoza danego kraju w walucie kraju emisji. Emisje podlegają prawu kraju, w którym są emitowane. Do głównych rynków obligacji zagranicznych należą Zurych i Nowy Jork. Na rynkach obligacji zagranicznych popularność zyskały Yankee bonds (obligacje zagraniczne sprzedawane w USA w USD), Samurai bonds (obligacje zagraniczne sprzedawane w Japonii w JPY), Bulldogsbonds (obligacje zagraniczne sprzedawane w Wielkiej Brytanii w GBP), Rembrandt bonds (obligacje zagraniczne sprzedawane w Holandii w EUR), Maple bonds (obligacje zagraniczne sprzedawane w Kanadzie w CAD).

Euroobligacje to papiery dłużne emitowane przez rezydentów i nierezydentów we wszystkich zagranicznych walutach, plasowane na rynku innego kraju niż waluta emisji, np. emisja dolarowa plasowana w Hiszpanii przez polskiego emitenta. Emitentem mogą być przedsiębiorstwa, rządy państw oraz międzynarodowe instytucje finansowe.

Obligacje globalne, światowe to papiery dłużne emitowane na kilku rynkach zagranicznych jednocześnie, w walutach krajów emisji (np. są sprzedawane przez

¹ E. Najlepszy, *Finanse międzynarodowe przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2013, s. 349.

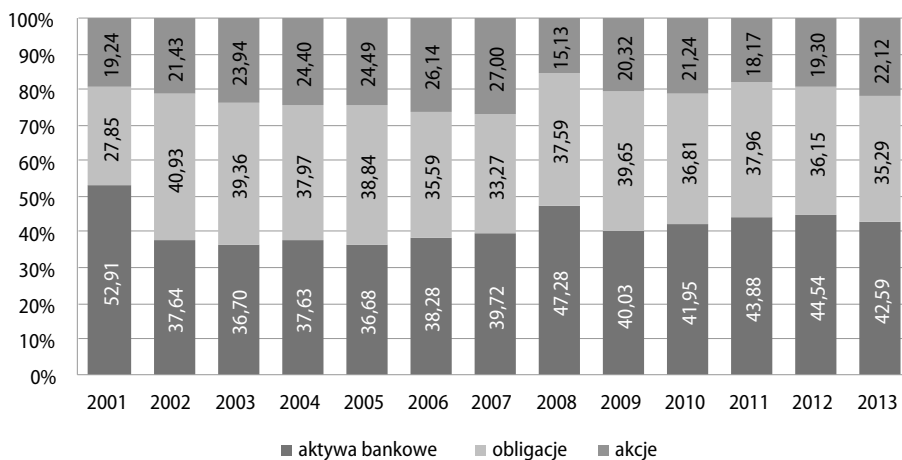
² E. Chrabonszczewska, L. Oręziak, *Międzynarodowe rynki finansowe*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2000, s. 78.

³ Ibidem, s. 79.

emitenta w USA i na eurorynkach)⁴. Definiujemy je jako „wielkie emisje lokowane jednocześnie na najważniejszych rynkach kapitałowych świata (Europa, Azja, USA). Zakup i sprzedaż tych papierów odbywa się jednocześnie w tych regionach i między nimi”⁵. Zostały wyemitowane po raz pierwszy w 1989 r. przez Bank Światowy jako dziesięcioletnie papiery dłużne o wartości 1,5 mld USD. Walutą emisji były dolary amerykańskie, a emisja miała miejsce jednocześnie w Nowym Jorku, Londynie i Tokio.

Międzynarodowy rynek obligacji jest częścią globalnego rynku finansowego, który składa się z aktywów bankowych, rynku akcji oraz obligacji⁶. Wartość rynku finansowego w 2001 r. wynosiła 150 069,10 bln USD, natomiast w 2013 r. – 282 762,40 bln USD⁷.

Rysunek 1. Wartość aktywów na globalnym rynku finansowym w latach 2001–2013



Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Global Financial Stability Report, Statistical Appendix*, International Monetary Fund.

W 2001 roku rynek obligacji stanowił 27,85% udziału na globalnym rynku finansowym, natomiast rynek akcji 19,24% (rysunek 1). Najwyższy udział miał rynek aktywów bankowych – 52,91%. W 2002 r. rynek obligacji stanowił 40,93%,

⁴ M. Kachniewski, A. Waszkiewicz, *Finanse międzynarodowe*, Wydawnictwo OpenLinks, Warszawa 2012, s. 231, za: Ch.S. Eun, B.G. Resnick, *International Financial Management*, fifth edition, McGraw-Hill/Irwin Companies/Inc., Boston 2009, rozdz. 12, s. 12.

⁵ J. Klein, B. Marios, *Gestion financiere multinationale*, Economica, Paris 1996, s. 226, za: E. Chrabonszczewska, L. Oręziak, *Międzynarodowe rynki...*, op.cit., s. 79.

⁶ E. Chrabonszczewska, L. Oręziak, *Międzynarodowe rynki...*, op.cit., s. 17.

⁷ *Global Financial Stability Report, Statistical Appendix*, International Monetary Fund, www.imf.org

a w 2005 r. odnotował udział 38,84%, przewyższając udział aktywów bankowych. Głównym powodem był wzrost udziału rynku akcji do poziomu 24,49% przy spadku udziału aktywów bankowych. W 2008 r. nastąpił spadek rynku akcji do poziomu 15,13% przy wzroście do 47,28% aktywów bankowych i wzroście obligacji o 4,32%.

Rozwój międzynarodowego rynku kapitałowego został zahamowany na skutek kryzysu finansowego zapoczątkowanego w USA w roku 2007. Największe skutki zostały odnotowane na rynku giełdowym. Rynek obligacji natomiast nie uległ istotnym zmianom, osiągając w 2009 r. wzrost wyższy niż w 2003 r., zbliżony do poziomu aktywów bankowych. Było to spowodowane wzrostem awersji inwestorów do ryzyka, zmianą polityki pieniężnej oraz zwiększonym wolumenem emisji skarbowych przez państwa, które w obliczu kryzysu miały większe potrzeby pożyczkowe.

3. Rozwój polskich obligacji skarbowych na rynkach międzynarodowych

Ministerstwo Finansów przeprowadza emisje obligacji skarbowych na rynkach zagranicznych w celu wzmocnienia pozycji Polski na międzynarodowym rynku finansowym. Rola tych emisji jest również istotna z punktu widzenia pozyskania środków na zaspokojenie potrzeb finansowych budżetu państwa.

Emisja dłużnych papierów wartościowych na rynku międzynarodowym umożliwia dywersyfikację źródeł finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa oraz pozwala na uzyskanie dostępu do zagranicznych inwestorów instytucjonalnych. Emisje polskich papierów skarbowych na rynkach międzynarodowych stanowią punkt odniesienia (*benchmark*) dla polskich banków i przedsiębiorstw emitujących własne instrumenty dłużne na rynkach zagranicznych.

W 1995 r. Ministerstwo Finansów wyemitowało na rynkach międzynarodowych pierwsze euroobligacje⁸. Pozyskiwanie finansowania na rynkach globalnych wzrosło po akcesji do Unii Europejskiej aż do pojawienia się kryzysu finansowego. Upadek Banku Lehman Brothers we wrześniu 2008 r. spowodował wyprzedaż na rynkach akcji i surowców, a wzrost atrakcyjności rynków obligacji, cechujących się wysokim poziomem bezpieczeństwa. Dłużne papiery wartościowe rynków wschodzących zostały uznane przez inwestorów za ryzykowne, co spowodowało wzrost spreadów kredytowych oraz masową wyprzedaż aktywów. Wobec braku płynności na rynku, gwałtownych spadków cen i wzrostu rentowności obligacji, rynek instrumentów

⁸ W latach 1976–1979 Bank Handlowy emitował ośmiokrotnie euroobligacje, z których pozyskane środki pokrywały część potrzeb płatniczych Polski.

dłużnych został zdominowany przez emitentów skarbowych, głównie z USA. Pomimo dobrej kondycji polskiej gospodarki na tle sąsiednich krajów jej przynależność do regionu Europy Wschodniej miała negatywny wpływ na polską walutę oraz polskie papiery wartościowe.

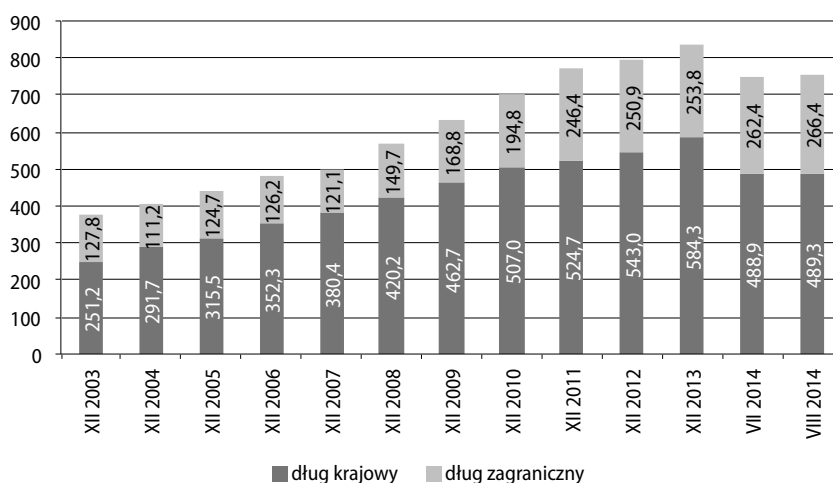
Większość emisji obligacji skarbowych na rynkach zagranicznych realizowana jest w ramach programów:

- Euro Medium Term Note Programme (EMTN) – emisje w EUR, we CHF oraz w JPY (*private placement*);
- Shelf na rynku amerykańskim – emisje w USD;
- Shelf na rynku japońskim – emisje w JPY.

Wzrost zobowiązań Skarbu Państwa powoduje wzrost jego zadłużenia krajowego oraz zagranicznego (wg kryterium miejsca emisji).

Zadłużenie Skarbu Państwa w sierpniu 2014 r. wyniosło 755 709,4 mln PLN (rysunek 2). Udział długu zagranicznego w długi ogółem wynosił wtedy 35,3%. Najwyższy poziom zadłużenia krajowego – 584,3 mln PLN – miał miejsce w grudniu 2013 r. Reforma systemu emerytalnego doprowadziła do jego zmniejszenia – osiągnął wartość 262,5 mld PLN w lipcu 2014 r., co jednocześnie miało wpływ na zwiększenie udziału zadłużenia zagranicznego w strukturze zadłużenia Skarbu Państwa ogółem. Od końca 2013 r. udział ten zwiększył się o 5 pkt. proc., co jest efektem umorzenia części obligacji krajowych w lutym roku 2014.

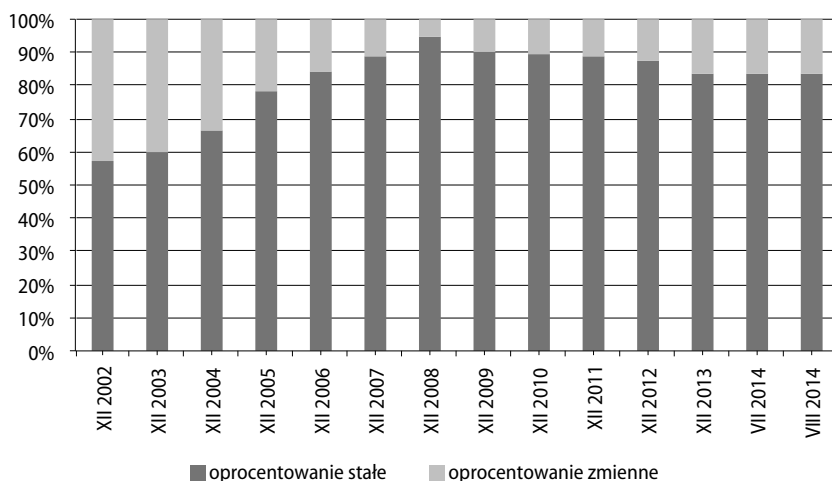
Rysunek 2. Zadłużenie Skarbu Państwa w latach 2003–2014 wg kryterium miejsca emisji obligacji (w mld PLN)



Źródło: opracowanie własne na podstawie: <http://www.finance.mf.gov.pl/zadluzenie-skarbu-panstwa>

Istotnym czynnikiem, który ma wpływ na zarządzanie strukturą zadłużenia jest oprocentowanie wyemitowanych papierów dłużnych. Najwyższy udział skarbowych papierów wartościowych oraz kredytów zagranicznych o zmiennym oprocentowaniu został odnotowany w 2002 r. – 43% (rysunek 3), natomiast najniższy udział – 5,4% pod koniec roku 2008. Kolejne lata to tendencja wzrostowa – lipiec 2014 r. udział papierów o zmiennym oprocentowaniu osiągnął udział z początku 2006 r. – 16,54%. Zdecydowany wolumen instrumentów o zmiennym oprocentowaniu stanowią kredyty zagraniczne zaciągane w międzynarodowych instytucjach finansowych.

Rysunek 3. Struktura długu zagranicznego wg rodzaju oprocentowania (w %)



Źródło: jak pod rys. 2.

Dane przedstawione na rysunku 3 potwierdzają, że duży udział papierów o stałym oprocentowaniu w strukturze długu Skarbu Państwa miał wpływ na ograniczenie ryzyka stopy procentowej, nawet podczas dużych zmian na rynkach finansowych. Stałe oprocentowanie, ustalone przed rozpoczęciem plasowania wyemitowanych instrumentów dłużnych, nie podlegało zmianom w czasie całego okresu do wykupu. W związku z powyższym oprocentowanie zadłużenia Skarbu Państwa było stabilne w czasie.

Zadłużenie zagraniczne Skarbu Państwa w walutach obcych w grudniu 2004 r. wynosiło równowartość 111,21 mld PLN. Było początkiem tendencji wzrostowej, a w sierpniu 2014 r. osiągnęło równowartość 266,4 mld PLN. Niewielki spadek został odnotowany w grudniu 2007 r. w porównaniu do roku poprzedniego, wówczas zadłużenie w walutach obcych spadło o 5,08 mld PLN. Natomiast już kolejny rok

charakteryzował się silnym wzrostem zadłużenia w walutach obcych aż o równowartość 28,63 mld PLN, w tym równowartość ponad 20 mld PLN wzrostu zadłużenia w EUR. Kolejny duży wzrost zadłużenia miał miejsce w roku 2011 – od grudnia 2010 r. do grudnia 2011 r. nastąpiła zmiana o równowartość 51,6 mld PLN, w tym wzrost zadłużenia w EUR o równowartości 25,54 mld PLN (tabela 1).

Tabela 1. Zadłużenie Skarbu Państwa wg rodzaju waluty (w mld PLN)

Data	PLN	EUR	USD	Pozostałe waluty ⁹
XII 2002	212,73	50,7	41,9	22,58
XII 2003	250,35	72,2	32,79	23,6
XII 2004	291,66	69,5	22,91	18,8
XII 2005	315,48	81,8	22,71	20,17
XII 2006	352,33	89,44	17,31	19,45
XII 2007	380,41	87,27	13,31	20,54
XII 2008	420,2	107,53	14,41	27,81
XII 2009	462,73	119,13	22,8	26,84
XII 2010	507,01	139,27	26,85	28,72
XII 2011	524,69	164,81	44,37	37,26
XII 2012	542,97	174,05	44,28	32,56
XII 2013	584,27	179,95	42,62	31,18
VII 2014	488,94	184,97	47,52	29,91
VIII 2014	489,31	187,08	48,85	30,47

Źródło: <http://www.finance.mf.gov.pl/zadluzenie-skarbu-panstwa>

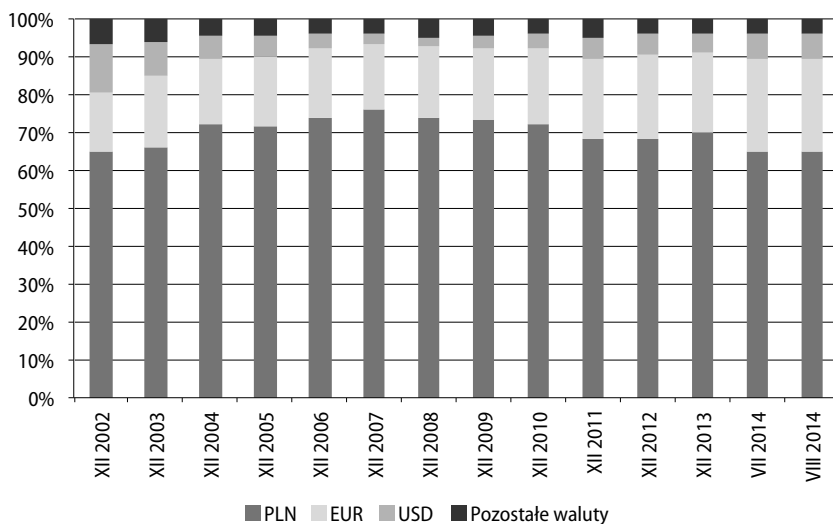
Zadłużenie w PLN stanowi 64,75–75,85% całości zadłużenia Skarbu Państwa (rysunek 4). Najwyższa wartość zobowiązań w PLN wystąpiła w grudniu 2007 r., natomiast najniższa – w sierpniu roku 2014. W grudniu 2002 r. udział emisji w EUR stanowił 15,46% wyemitowanych papierów dłużnych, a w USD – 12,78%. W kolejnych latach różnica ta wzrastała na korzyść EUR, osiągając w sierpniu 2014 r. 24,76% zadłużenia w tej walucie, natomiast w USD zadłużenie wynosiło 6,46%.

Podczas kryzysu na rynkach finansowych kluczowym elementem jest monitorowanie ryzyka kursu walutowego. Jest to bardzo ważne w obliczu sytuacji, w której duża część zadłużenia Skarbu Państwa jest denominowana w walutach obcych,

⁹ Pozostałe waluty to CHF, JPY; do grudnia 2004 r. Pool Banku Światowego, do maja 2005 r. SEK, do lutego 2009 r. CAD i NOK oraz do października 2010 r. GBP.

ponieważ taka sytuacja utrudnia ocenę wartości wydatków związanych z obsługą kosztów długu. Udział instrumentów skarbowych emitowanych w walutach obcych, stanowiący ponad 70% ogółu zobowiązań Skarbu Państwa, wpływa na poziom ryzyka związanego z wahaniami kursów walutowych oraz uniemożliwia prognozy dotyczące kosztów związanych z obsługą długu Skarbu Państwa.

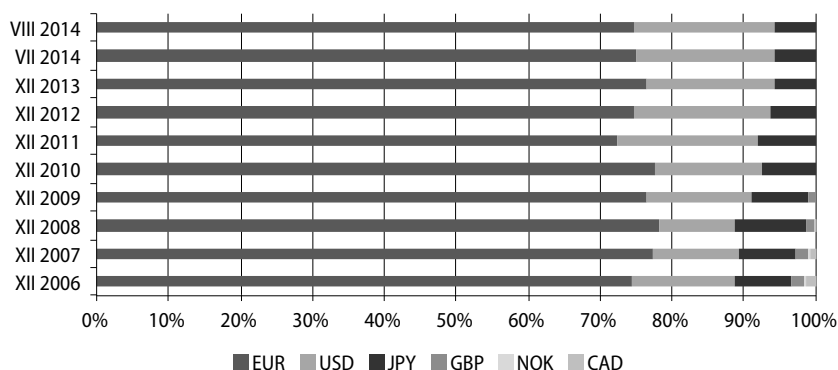
Rysunek 4. Struktura walutowa zadłużenia Skarbu Państwa



Źródło: jak pod rys. 2.

Ryzyko zmiany kursu walutowego ma duży wpływ na koszty obsługi długu Skarbu Państwa. Jego rozmiar zależy od udziału długu emitowanego w walutach obcych. Zadłużenie nominowane w EUR stanowiło 66,88–72,05% zadłużenia zagranicznego Skarbu Państwa w okresie grudzień 2006 r. – lipiec 2014 r. (rysunek 5). Wartość zadłużenia w EUR w grudniu 2006 r. wynosiła 89 439 mln PLN. Utrzymując zbliżony poziom udziału w zadłużeniu zagranicznym Skarbu Państwa, w sierpniu 2014 r. wartość nominalna zadłużenia już była na poziomie 187 080 mln PLN (tabela 2). Jednocześnie wzrastał wolumen zadłużenia walutach USD, CHF oraz JPY, przy malejącym udziale procentowym w strukturze zadłużenia USD i CHF. Jedynie udział JPY w strukturze zadłużenia miał trend wzrostowy z 5,31% w grudniu 2006 r. do 7,51% w lipcu 2014 r., osiągając maksymalny udział w strukturze zadłużenia zagranicznego Skarbu Państwa na poziomie 9,10% w grudniu roku 2008. Świadczy to o tendencji wzrostowej do zaciągania długu w walutach obcych na przestrzeni lat.

Rysunek 5. Struktura zadłużenia zagranicznego Skarbu Państwa w walutach emisji (w %)



Źródło: jak pod rys. 2.

Tabela 2. Struktura zadłużenia zagranicznego Skarbu Państwa w walutach emisji (w mln PLN) w okresie grudzień 2006 – lipiec 2014

Data	EUR	USD	CHF	JPY	GBP	NOK	CAD
XII 2006	89 439	17 314	5 825	9 472	2 283	336	1 530
XII 2007	87 269	13 314	8 409	9 016	1 948	206	960
XII 2008	107 529	14 409	12 065	13 627	1 717	68	329
XII 2009	119 129	22 800	12 793	12 211	1 839	–	–
XII 2010	139 267	26 853	15 345	13 374	–	–	–
XII 2011	164 811	44 369	18 893	18 365	–	–	–
XII 2012	174 047	44 276	17 950	14 610	–	–	–
XII 2013	179 954	42 619	17 923	13 258	–	–	–
VII 2014	184 967	47 517	16 000	13 906	–	–	–
VIII 2014	187 080	48 848	16 330	14 144	–	–	–

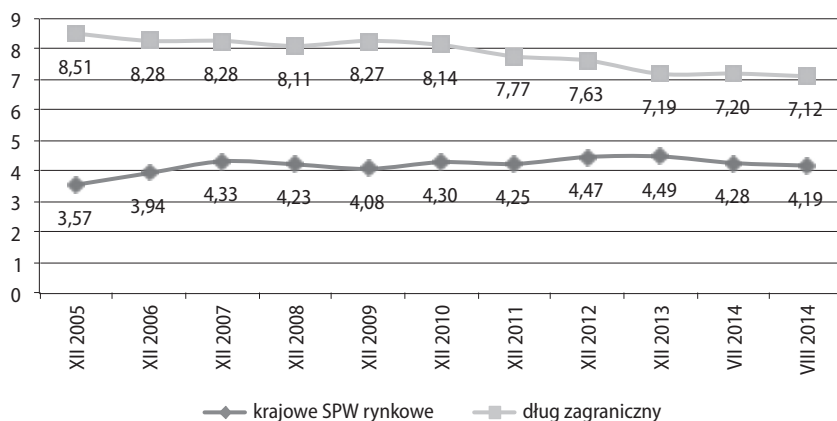
Źródło: jak pod tab. 1.

W procesie zarządzania długiem kluczowym tematem jest ocena ryzyka refinansowania oraz ryzyka stopy procentowej zadłużenia Skarbu Państwa. W pierwszym przypadku bardzo ważne jest zagwarantowanie terminowej możliwości spłaty zobowiązań. Minimalizowanie ryzyka refinansowania polega na zbieraniu środków finansowych niezbędnych do wykupu dłużnych papierów wartościowych, które pochodzą z poprzedniej emisji, poprzez wykorzystanie środków z nowej emisji. W ten sposób nowy dług zastępuje stary poprzez jego rolowanie. Miarą ryzyka

refinansowania długu Skarbu Państwa jest średnia zapadalność, czyli średnia długość okresu, po którym dług jest wykupowany.

Średnia zapadalność długu zagranicznego spada od grudnia 2005 r., gdy wartość wynosiła 8,51 roku, do sierpnia 2014 r. gdy średnia zapadalność długu zagranicznego wynosiła 7,12 roku, co świadczy o tzw. starzeniu się długu (rysunek 6). Jest ona wyższa od średniej zapadalności długu krajowego, która waha się w przedziale 3,57–4,49% na przestrzeni lat. Dłuższy tenor długu zagranicznego ma wpływ na obniżanie poziomu ryzyka refinansowania długu. Z drugiej strony ciągłe wydłużanie terminów, na które są emitowane skarbowe papiery wartościowe (SPW), powoduje wydłużenie okresu, w którym ponoszone są koszty związane z obsługą długu¹⁰.

Rysunek 6. Średnia zapadalność długu Skarbu Państwa (w latach)



Źródło: jak pod rys. 2.

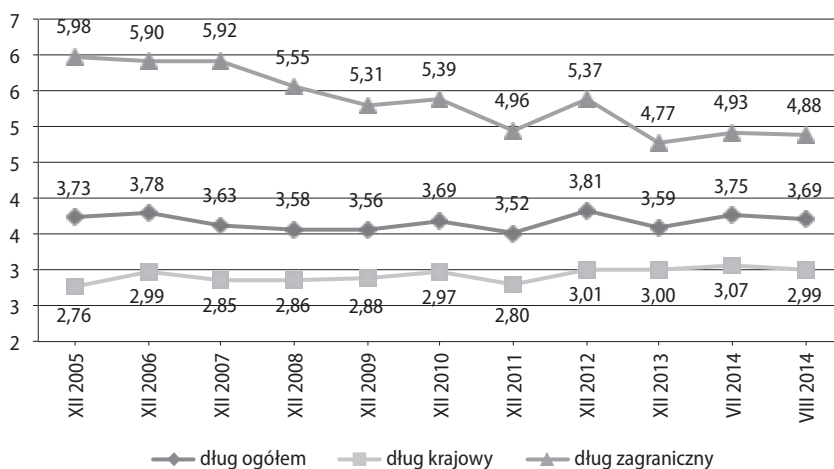
Ryzyko stopy procentowej utożsamiane jest z prawdopodobieństwem zmiany oprocentowania wyemitowanych papierów dłużnych. Dotyczy to w szczególności skarbowych papierów wartościowych o zmiennym oprocentowaniu, gdyż zmiana rynkowych stóp procentowych wymusza konieczność zmiany ich oprocentowania. Miarą służącą do oceny tego ryzyka jest duration. Wskaźnik ten mierzy wrażliwość kosztów obsługi długu na zmiany rynkowych stóp procentowych. Duration może być interpretowany jako średnia długość okresu, po jakim koszty obsługi długu dostosowują się do nowej wartości rynkowych stóp procentowych¹¹. Niska (lub

¹⁰ J.H. Tempelman, *James M. Buchanan on Public-Debt Finance*, „Independent Review” 2007, vol. 11, no. 3, s. 435–449.

¹¹ Ministerstwo Finansów RP, <http://www.mf.gov.pl>

malejąca) wartość tego wskaźnika świadczy o dużym (lub rosnącym) ryzyku stóp procentowych. Duration dla długu krajowego kształtuje się na poziomie 2,76–3,07 roku (rysunek 7) i, pomimo ryzyka stóp procentowych, z uwagi na niską wartość przy refinansowaniu długu, jest ono stabilne. Natomiast wartość duration dla długu zagranicznego spada z 5,98 roku w grudniu 2005 r. do 4,88 roku w sierpniu 2014. Dalszy spadek tego wskaźnika powinien być obserwowany, ponieważ ma on wpływ na ryzyko rolowania długu zagranicznego.

Rysunek 7. Duration zadłużenia Skarbu Państwa (w latach) w okresie grudzień 2005 r. – sierpień 2014 r.



Źródło: jak pod rys. 2.

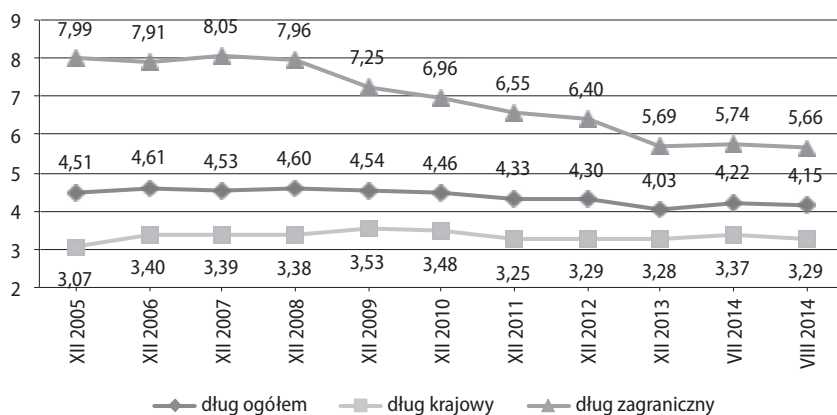
Kolejną miarą ryzyka stóp procentowych jest *average time to refixing* – ATR¹². Wskaźnik ten jest interpretowany jako średnia długość okresu, w którym są ponoszone koszty obsługi długu. Interpretacja wskaźnika wskazuje, że im większy jest udział zadłużenia krótkoterminowego lub o zmiennym oprocentowaniu, tym wyższe jest ryzyko stopy procentowej i tym niższa jest wartość ATR. Wskaźnik ATR zadłużenia zagranicznego Skarbu Państwa spada od grudnia 2005 r. od wartości 7,99 roku do 5,66 roku w sierpniu roku 2014. Jest to efekt starzenia się długu oraz zmian stóp procentowych. Miara ATR dla długu krajowego jest stabilna i kształtuje się w okresie grudzień 2005 r. – sierpień 2014 r. na poziomie 3,07–3,53 roku (rysunek 8).

Efektom znacznej liczby emisji o oprocentowaniu stałym jest stabilny poziom ryzyka stopy procentowej zadłużenia Skarbu Państwa. Z tego powodu wpływ

¹² Ibidem.

kryzysu finansowego na poziom ryzyka stopy procentowej nie uległ pogorszeniu. Jest to związane z dobrą sytuacją gospodarczą Polski w porównaniu z innymi krajami UE. Dzięki temu rynek polskich skarbowych instrumentów dłużnych był atrakcyjnym miejscem lokowania środków przez polskich i zagranicznych inwestorów.

Rysunek 8. ATR zadłużenia Skarbu Państwa (w latach) w okresie grudzień 2005 r. – sierpień 2014 r.



Źródło: jak pod rys. 2.

Ryzyko refinansowania rośnie w sytuacji dużego udziału papierów krótkoterminowych w strukturze długu Skarbu Państwa oraz kumulacji spłat (wykupów) skarbowych instrumentów dłużnych¹³. Wydłużenie okresu zapadalności długu zmniejsza ryzyko refinansowania, ale jednocześnie obciąża budżet państwa na wiele lat. Z powodu rosnącej wartości długu Skarbu Państwa w Polsce zagadnienie zapadalności zadłużenia skarbowych papierów wartościowych odgrywa ważną rolę. Kryzys finansowy oraz spowolnienie gospodarcze w Polsce miały wpływ na wzrost potrzeb pożyczkowych Skarbu Państwa. Spowodowało to obniżenie średniej zapadalności skarbowych papierów wartościowych w efekcie wzrostu emisji skarbowych papierów wartościowych o krótkich terminach zapadalności. Po ustabilizowaniu sytuacji gospodarczej, potwierdzonej wzrostem PKB, instrumenty krótkoterminowe zostały zastąpione obligacjami o dłuższych terminach zapadalności. Emisja instrumentów krótkoterminowych podczas kryzysu nie naruszyła struktury zapadalności zadłużenia (tabela 3, rysunek 9).

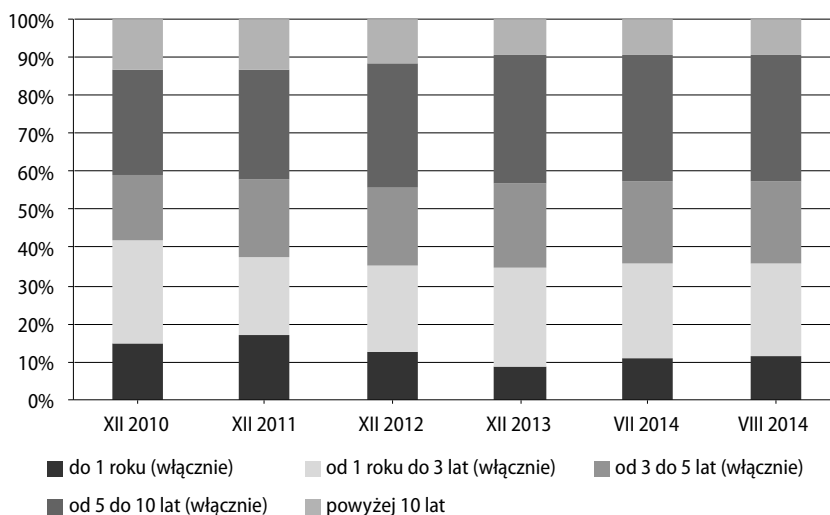
¹³ K. Marchewka-Bartkowiak, *Zarządzanie długiem publicznym w krajach Unii Europejskiej i w Polsce*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 2003, s. 41.

Tabela 3. Zapadalność zadłużenia Skarbu Państwa (mln PLN)

Data	do 1 roku (włącznie)	od 1 roku do 3 lat (włącznie)	od 3 do 5 lat (włącznie)	od 5 do 10 lat (włącznie)	powyżej 10 lat
XII 2010	104 058	191 680	118 218	193 519	94 375
XII 2011	129 600	159 303	158 016	223 510	100 698
XII 2012	99 703	178 098	163 590	261 639	90 824
XII 2013	72 682	219 952	184 855	282 504	78 033
VII 2014	82 826	185 866	162 723	249 586	70 334
VIII 2014	84 862	185 061	165 793	248 980	71 014

Źródło: jak pod tab. 1.

Rysunek 9. Zapadalność zadłużenia Skarbu Państwa (w %)



Źródło: jak pod rys. 2

Polska na tle rozwiniętych krajów UE w 2007 r. miała niższą od przeciętnego wartość wyemitowanego długu (tabela 4). Wśród krajów, które przystąpiły do UE w 2004 r., oraz w latach kolejnych wartość wyemitowanego długu przez Polskę była najwyższa (tabela 5).

Spośród krajów członkowskich, które przystąpiły do UE przed 2004 r., najwyższą wartość długu wyemitowała Wielka Brytania, osiągając maksymalny poziom tj. 3715,29 bln USD na koniec 2009 r., podczas gdy najniższą wartość długu wyemitowały Finlandia oraz Portugalia.

Tabela 4. Wartość wyemitowanych papierów dłużnych krajów rozwiniętych UE, które przystąpiły do UE przed 2004 r. (w bln USD)

Kraj	XII 2007	XII 2008	XII 2009	XII 2010	XII 2011	XII 2012	XII 2013	XII 2014
Austria	344,58	362,25	381,76	355,90	342,89	332,17	344,66	328,97
Belgia	87,82	132,70	174,84	179,32	167,83	168,94	192,27	186,75
Dania	107,09	119,52	156,07	139,10	142,21	147,95	142,24	135,57
Finlandia	73,01	67,06	83,80	94,72	113,90	139,14	162,94	176,06
Francja	1 208,03	1 261,21	1 520,98	1 597,83	1 639,32	1 656,71	1 695,88	1 720,49
Niemcy	1 447,33	1 390,77	1 358,12	1 285,18	1 347,45	1 365,50	1 356,86	1 341,51
Grecja	84,99	84,67	127,32	201,26	217,06	171,14	155,55	154,49
Irlandia	1 116,59	1 187,96	1 310,89	1 197,13	1 053,65	1 058,81	1 053,77	1 013,61
Włochy	782,30	863,24	1 000,13	977,07	980,88	937,88	993,16	981,12
Luksemburg	459,41	450,23	493,04	465,41	460,00	508,01	573,37	595,02
Holandia	1 576,10	1 616,40	1 870,23	1 905,22	1 958,76	2 085,03	2 173,11	2 170,62
Portugalia	80,58	99,21	144,21	136,19	124,19	110,80	104,29	91,02
Hiszpania	680,70	732,67	861,47	823,24	801,58	804,22	794,51	763,74
Szwecja	246,22	261,60	360,83	379,87	396,60	461,73	496,74	502,52
Wielka Brytania	3 154,77	3 427,76	3 715,29	3 545,36	3 475,50	3 468,82	3 461,83	3 484,76

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych publikowanych w „Quarterly BIS Review”, Bank Rozliczeń Międzynarodowych, The International Banking Market, Statistical Annex, czerwiec 2014, <http://www.bis.org/statistics/secstats.htm>

Polskę na tle krajów, które przystąpiły do UE w 2004 r. oraz później, cechuje najwyższa emisja długu na rynku międzynarodowym, co świadczy o jej dobrej pozycji na rynkach globalnych. Wartość ta rosła od 2007 r., osiągając w 2014 r. kwotę wyemitowanych papierów w walutach obcych na poziomie 73,09 bln USD. Sytuacja ekonomiczna Polski w porównaniu z innymi krajami Unii Europejskiej jest pozytywna.

Rosnący deficyt budżetowy w Polsce z powodu wzrostu wydatków, głównie na działania antykryzysowe, wymagał pozyskania środków finansowych, co wymusiło konieczność zaciągania większych zobowiązań, głównie o charakterze krótkoterminowym. Powodowało to negatywną ocenę ryzyka w zarządzaniu długiem. Przed kryzysem finansowym instrumenty krótkoterminowe były rzadko stosowane, natomiast wybuch kryzysu wymusił wykorzystywanie instrumentów o charakterze krótkoterminowym do utrzymania płynności na szerszą skalę.

Stabilny wzrost polskiej gospodarki spowodował, że poziom PKB w Polsce w 2013 r. był o 14,2% wyższy niż w 2008 r., czyli w okresie przed pojawieniem się

w większości krajów UE oznak kryzysu. Efektem szybszego tempa wzrostu gospodarczego w Polsce niż w Unii Europejskiej jest wzrost relacji PKB *per capita* Polski do PKB *per capita* Unii Europejskiej. Stabilną kondycję polskiej gospodarki zapewniły zgromadzone rezerwy, których poziom w relacji do zadłużenia krótkoterminowego nie przekraczał granicznego poziomu 100%. W celu zapewnienia ochrony przed ryzykiem niestabilności finansowej Polska może wykorzystać również środki pochodzące z elastycznej linii kredytowej o wartości 22 mld SDR, która została przyznana Polsce przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy.

W lutym 2013 r. agencja ratingowa Fitch przyznała Polsce rating na poziomie A minus z pozytywną perspektywą. Rating, będący oceną ryzyka związanego z inwestycją w polskie papiery dłużne, ma wpływ na obniżenie ich rentowności, co powoduje niższe koszty obsługi długu w przyszłości. W grudniu 2014 r. Polska wystąpiła po raz kolejny o przyznanie elastycznej linii kredytowej, gdyż nadal istnieją ryzyka zewnętrzne dla polskiej gospodarki.

Wartość wyemitowanych papierów dłużnych nowych (od 2004 r.) państw członkowskich UE pokazano w tabeli 5.

Tabela 5. Wartość wyemitowanych papierów dłużnych nowych (od 2004 r.) państw członkowskich UE (w bln USD)

Kraj	XII 2007	XII 2008	XII 2009	XII 2010	XII 2011	XII 2012	XII 2013	XII 2014
Bułgaria	2,27	2,42	2,36	1,96	1,79	3,22	3,45	3,43
Cypr	12,58	10,23	13,04	13,57	18,09	11,08	8,53	12,15
Chorwacja	7,16	5,93	7,34	7,43	8,58	11,66	15,35	16,32
Czechy	7,92	11,56	17,50	23,12	23,92	33,20	36,90	34,64
Estonia	1,72	1,62	0,52	0,48	0,76	1,17	1,37	1,45
Węgry	34,43	37,26	38,29	35,15	36,30	35,54	41,71	41,64
Łotwa	1,32	1,39	1,44	1,34	1,54	3,81	3,85	7,39
Litwa	5,90	5,41	8,02	10,07	11,34	12,35	11,74	11,70
Malta	0,28	0,26	0,73	0,92	1,28	0,38	0,66	0,56
Polska	40,65	42,35	52,43	57,38	61,64	74,44	74,82	73,09
Słowacja	5,44	5,18	8,24	8,98	11,61	15,38	20,83	20,93
Słowenia	3,90	5,08	8,18	8,28	7,90	7,66	11,54	18,21

Źródło: jak pod tab. 4

Łączna zapadalność obligacji zagranicznych Skarbu Państwa w grudniu 2010 r. wynosiła 155 468 mln PLN, natomiast w sierpniu 2014 r. wzrosła do 205 363 mln PLN. Wzrost nastąpił w instrumentach dłużnych o zapadalności od 1 roku do 3 lat włącznie

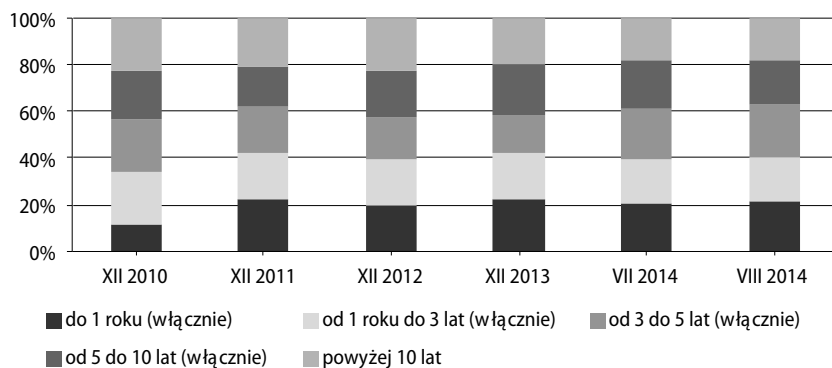
i wyniósł 5,89% oraz w obligacjach o terminie zapadalności od 5 do 10 lat włącznie – o 14,04% (tabela 6). Natomiast najwyższy wzrost udziału w strukturze zapadalności obligacji zagranicznych Skarbu Państwa wyniósł 4,95% i został odnotowany w grupie obligacji o zapadalności do 1 roku, a największy spadek do –9,69% w grupie obligacji o terminie zapadalności powyżej 10 lat. Potwierdza to informację o wzroście korzystania z instrumentów krótkoterminowych (rysunek 10).

Tabela 6. Zapadalność zadłużenia zagranicznego Skarbu Państwa (mln PLN)

Data	do 1 roku (włącznie)	od 1 roku do 3 lat (włącznie)	od 3 do 5 lat (włącznie)	od 5 do 10 lat (włącznie)	powyżej 10 lat
XII 2010	6 230	29 553	31 811	79 726	47 521
XII 2011	16 816	36 790	37 114	95 025	60 693
XII 2012	14 460	35 596	32 645	102 107	66 076
XII 2013	16 509	36 061	31 056	113 094	57 034
VII 2014	16 119	36 496	43 028	110 519	56 229
VIII 2014	17 770	35 707	46 056	109 961	56 909

Źródło: jak pod tab. 1.

Rysunek 10. Zapadalność zadłużenia zagranicznego Skarbu Państwa (w %)



Źródło: jak pod rys. 2.

Zgodnie ze strategią zarządzania długiem głównym rynkiem finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa jest rynek krajowy, natomiast pozyskiwanie środków finansowych na rynkach międzynarodowych jest uzupełnieniem finansowania krajowego. Decyzja dotycząca doboru struktury finansowania jest wynikiem oceny sytuacji rynkowej, głównie poziomu popytu, stóp procentowych, kształtu

krzywych dochodowości na rynku krajowym oraz zagranicznych, przewidywanych poziomów kursów walutowych oraz zestawienia kosztów pozyskiwania finansowania w długim okresie, przy przyjętych ograniczeniach dotyczących poziomów ryzyka.

Koszt pozyskania środków na rynkach zagranicznych jest niższy w porównaniu z emisją na rynku krajowym, co jest spowodowane różnicą poziomów stóp procentowych na rynkach bazowych oraz prowadzonej przez banki centralne polityki pieniężnej. Polityka taniego pieniądza promowana przez banki centralne w Europie, USA czy Japonii doprowadziła do historycznie niskich poziomów stóp procentowych. Na krajowym rynku stopy procentowej, pomimo znacznego spadku rentowności papierów skarbowych, restrykcyjna polityka pieniężna NBP w dalszym ciągu ma wpływ na utrzymywanie się na wysokim poziomie dochodowości krajowych papierów.

Decydując o wyborze rynku i waluty emisji, Ministerstwo Finansów kieruje się dążeniem do minimalizacji kosztów, przy ograniczeniu związanym z ryzykiem, głównie kursowym. Nie jest lekceważony fakt, że w przypadku napływu inwestorów zagranicznych na polski rynek skarbowych papierów wartościowych z ryzykiem kursowym są związane emisje obligacji w walutach obcych¹⁴.

4. Podsumowanie

Na podstawie przeprowadzonych rozważań można stwierdzić, że celem Skarbu Państwa jest dywersyfikacja źródeł finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa poprzez emisję dłużnych papierów wartościowych na rynkach międzynarodowych oraz uzyskanie dostępu do zagranicznych inwestorów instytucjonalnych. Emisje polskich papierów skarbowych na rynkach zagranicznych stanowią również punkt odniesienia (*benchmark*) dla polskich banków i przedsiębiorstw emitujących własne instrumenty dłużne na rynku międzynarodowym.

Analiza wykazała, że mimo dobrej kondycji polskiej gospodarki na tle sąsiednich krajów, to jej przynależność do regionu Europy Wschodniej miała podczas kryzysu finansowego negatywny wpływ na polską walutę oraz polskie papiery wartościowe. Proces ten był szczególnie widoczny we wrześniu 2008 r., gdy po upadku banku Lehman Brothers nastąpiła wyprzedaż dłużnych papierów wartościowych rynków wschodzących.

¹⁴ Interpelacja nr 12978 w sprawie zadłużenia publicznego w walutach obcych oraz zadłużenia wobec nierezydentów, Sejm Rzeczypospolitej Polskiej, <http://www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/interpelacja.xsp?typ=INT&nr=12978>, dostęp 30.12.2014.

Przyjęty przez Ministerstwo Finansów w strategii zarządzania długiem udział długu w walutach obcych wynosi poniżej 30%. W latach 2002–2014 w PLN zostało przeprowadzonych przez Skarb Państwa 64,75–75,85% emisji. W sierpniu 2014 r. emisje w PLN stanowiły 64,75% udziału emitowanych dłużnych papierów skarbowych. Zachowany został zatem przyjęty poziom emisji w strukturze walut. Tak określony cel jest związany monitorowaniem ryzyka kursu walutowego. Jest to bardzo ważne w obliczu sytuacji wystąpienia kryzysu, w której duża część zadłużenia Skarbu Państwa jest denominowana w walutach obcych, gdyż taka sytuacja utrudnia zarządzanie wydatkami na obsługę kosztów długu. Ryzyko zmiany kursu walutowego ma duży wpływ również na koszty obsługi długu Skarbu Państwa, a jego skala zależy od udziału długu emitowanego w walutach obcych.

Analiza udziału oprocentowania stałego i zmiennego zadłużenia zagranicznego wykazała znaczną liczbę emisji o oprocentowaniu stałym, co ma wpływ na stabilny poziom ryzyka stopy procentowej zadłużenia Skarbu Państwa. Z tego powodu wpływ kryzysu finansowego na poziom ryzyka stopy procentowej nie uległ pogorszeniu. Jest to związane z dobrą sytuacją gospodarczą Polski w porównaniu z innymi krajami UE. Dzięki temu rynek polskich skarbowych instrumentów dłużnych był atrakcyjnym miejscem lokowania środków przez polskich i zagranicznych inwestorów.

Ryzyko refinansowania wzrasta w sytuacji dużego udziału papierów krótkoterminowych w strukturze długu Skarbu Państwa oraz kumulacji wykupów skarbowych instrumentów dłużnych. Wydłużenie okresu zapadalności długu zmniejsza ryzyko refinansowania, ale jednocześnie obciąża budżet państwa na wiele lat. Kryzys finansowy oraz spowolnienie gospodarcze w Polsce miały wpływ na wzrost potrzeb pożyczkowych Skarbu Państwa. Spowodowało to obniżenie średniej zapadalności skarbowych papierów wartościowych w efekcie wzrostu emisji skarbowych papierów wartościowych o krótkich terminach zapadalności. Po ustabilizowaniu sytuacji gospodarczej, potwierdzonej wzrostem PKB, instrumenty krótkoterminowe zostały zastąpione obligacjami o dłuższych terminach zapadalności.

Powyższe stwierdzenie potwierdza prawidłowość, że na rynkach zagranicznych papierów dłużnych długoterminowych Skarb Państwa powinien zwiększać emisje o zmiennym oprocentowaniu w celu obniżenia kosztów finansowania długu, przestrzegając bezpiecznej relacji emisji zagranicznych do krajowych. Ponad 70-procentowy udział instrumentów skarbowych w całości zobowiązań Skarbu Państwa wpływa na poziom ryzyka związanego z wahaniami kursów walutowych oraz uniemożliwia prognozy dotyczące kosztów związanych z obsługą długu Skarbu Państwa.

W procesie zarządzania długiem ważnym tematem jest ocena ryzyka refinansowania oraz ryzyka stopy procentowej zadłużenia Skarbu Państwa. Miarą ryzyka refinansowania, analizowaną w przypadku długu Skarbu Państwa, jest średnia

zapadalność. Średnia zapadalność długu zagranicznego spada, co jest wynikiem starzenia się długu, i jest ona wyższa od średniej zapadalności długu krajowego. Dłuższy tenor długu zagranicznego powoduje obniżanie poziomu ryzyka refinansowania. Z drugiej strony ciągle wydłużanie terminów, na które są emitowane skarbowe papiery wartościowe, powoduje wydłużenie okresu, w którym ponoszone są koszty związane z obsługą długu. Natomiast ryzyko stopy procentowej wiąże się z prawdopodobieństwem zmiany oprocentowania wyemitowanych papierów dłużnych. W celu analizy tego ryzyka posłużono się duration, czyli średnią długością okresu, po jakim koszty obsługi długu dostosowują się do nowej wartości rynkowych stóp procentowych. Wyższa wartość duration dla długu zagranicznego wskazuje na mniejsze ryzyko stóp procentowych. Należy obserwować ten wskaźnik, gdyż oprócz ryzyka walutowego ma wpływ na ryzyko rolowania długu zagranicznego. Obniżająca się wartość średniej długości okresu, będąca efektem starzenia się długu oraz zmian stóp procentowych, wpływa na niższe ryzyko stopy procentowej.

Bibliografia

1. Chrabonszczewska E., Oręziak L., *Międzynarodowe rynki finansowe*, Wydawnictwo SGH, Warszawa 2002.
2. Eun Ch.S., Resnick B.G., *International Financial Management*, fifth edition, McGraw-Hill/Irwin Companies/ Inc., Boston 2009.
3. Kachniewski M., Waszkiewicz A., *Finanse międzynarodowe*, Wydawnictwo Open-Links, Warszawa 2012.
4. Klein J., Marios B., *Gestion financiere multinationale*, Economica, Paris 1996.
5. Marchewka-Bartkowiak K., *Zarządzanie długiem publicznym w krajach Unii Europejskiej i w Polsce*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 2003.
6. Najlepszy E., *Finanse międzynarodowe przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2013.
7. Tempelman J.H., *James M. Buchanan on Public-Debt Finance*, „Independent Review” 2007, vol. 11, no. 3.

Strony internetowe

1. www.imf.org
2. www.finanse.mf.gov.pl
3. www.sejm.gov.pl

Polish Treasury Bonds on the International Financial Market

Summary

The article is aimed at the analysis of treasury bonds issued by the Ministry of Finance on the international financial markets. The author presents the classification and structure of bonds on the international market. The study attempts to answer the question whether the State Treasury should increase the share of bond issue outside the domestic market.

Keywords: bonds, treasury, issue

Marek Kempny

Kolegium Zarządzania i Finansów

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Analiza ryzyka inwestycji w obligacje przedsiębiorstw notowanych na Catalyst. Wyniki badań empirycznych

Streszczenie

W tym roku mija dwadzieścia lat funkcjonowania znowelizowanej ustawy o obligacjach, która w znaczący sposób przyczyniła się do rozwoju rynku instrumentów dłużnych i zwiększyła paletę możliwości w zakresie dostępu do źródeł finansowania. Równie ważną rocznicą było obchodzone w roku ubiegłym pięciolecie rynków Catalyst, których powstanie umożliwiło dalszą popularyzację obligacji i rozwój obrotu tymi instrumentami. W artykule zostały omówione wyniki badań przeprowadzonych przez autora w zakresie ryzyka związanego z inwestowaniem w obligacje przedsiębiorstw notowanych na Catalyst, a w szczególności badania nad skalą ryzyka kredytowego tego typu inwestycji. Autor starał się również odpowiedzieć na pytania, czy marże kredytowe (kuponowe) oferowane przez emitentów obligacji są adekwatne do ponoszonego przez inwestorów ryzyka i jaka jest wielkość marży netto, tj. po uwzględnieniu kosztów ryzyka.

Słowa kluczowe: obligacja, Catalyst, rynek regulowany, alternatywny system obrotu, ryzyko rynkowe, ryzyko kredytowe, płynność, niewykonanie zobowiązania (*default*), wskaźnik niewykonania (DR), wskaźnik oczekiwanej straty (EL), wskaźnik straty na skutek niewykonania (LGD)

1. Wprowadzenie

Powstaniu Catalyst towarzyszył zamysł stymulowania rozwoju rynku papierów dłużnych w Polsce poprzez zwiększenie dostępności obligacji zarówno dla potencjalnych inwestorów, jak i podmiotów poszukujących finansowania. Szansy na to upatrywano w stworzeniu szeroko dostępnego rynku, mniej uregulowanego i ze złagodzonymi wymogami formalnymi. W niniejszym artykule autor podejmuje próbę oceny stopnia realizacji tych zamierzeń wraz z analizą ryzyka związanego z inwestowaniem w wybrany segment obligacji notowanych na Catalyst. Celem badania i artykułu jest próba oszacowania wskaźnika oczekiwanej straty (*EL*), poprzez badanie przypadków niewykonania zobowiązań, które wystąpiły od chwili powstania Catalyst, i oszacowanie wskaźnika niewykonania (*DR*) oraz wskaźnika strat na skutek niewykonania (*LGD*). W dalszej części pracy autor analizuje dochodowość inwestycji w obligacje poprzez pryzmat ponoszonego przez inwestorów ryzyka kredytowego i stara się oszacować marżę netto, tj. po uwzględnieniu ryzyka kredytowego. Przedstawione jest również zestawienie wskaźników niewykonania ze wskaźnikami niewykonania dla określonych poziomów ratingów nadawanych obligacjom korporacyjnym przez czołowe agencje ratingowe. Takie zestawienie da czytelnikowi lepszy pogląd na jakość kredytową analizowanych obligacji. Autor skupia się na analizie notowanych na Catalyst obligacji przedsiębiorstw niefinansowych, pomija natomiast obligacje innych emitentów, w tym obligacje skarbowe, samorządowe, bankowe oraz listy zastawne.

2. Zasady funkcjonowania platformy obrotu Catalyst

Catalyst jest nazwą handlową systemu obrotu papierami dłużnymi obejmującego w sumie cztery rynki, zwane rynkami Catalyst, dostępne dla handlu obligacjami różnych emitentów: skarbowymi, samorządowymi, listami zastawnymi, bankowymi i wreszcie obligacjami przedsiębiorstw. Obrót organizowany jest przez dwa podmioty – Giełdę Papierów Wartościowych (GPW), zajmującą się obrotem detalicznym, oraz spółkę BondSpot¹, która koncentruje się na obrocie hurtowym. Każdy z tych podmiotów prowadzi obrót papierami dłużnymi w formule rynku regulowanego (RR) oraz

¹ BondSpot (wcześniej MTS CeTo) jest spółką zależną GPW S.A., która posiada 94% akcji.

alternatywnego systemu obrotu (ASO)². Różnice pomiędzy rynkami organizowanymi przez oba podmioty odnoszą się do minimalnej wartości pojedynczej serii obligacji oraz minimalnej wartości transakcji. Koncentrujące się na segmencie hurtowym rynki BondSpot, zarówno platforma RR, jak i ASO, wymagają minimalnej kwoty serii na poziomie 5 mln PLN. Z kolei organizująca obrót detaliczny GPW wyznaczyła limit 4 mln PLN dla obrotu na RR, zaś dla platformy ASO próg minimalnej wielkości emisji wynosi 1 mln PLN³. Jednak zasadnicze różnice pomiędzy rynkami organizowanymi przez BondSpot i GPW wyznacza wielkość minimalnej jednostki obrotu oraz wymogi w stosunku do emitentów ubiegających się o wprowadzenie obligacji do notowań. Minimalną jednostką obrotu na rynkach organizowanych przez GPW jest jedna obligacja, zaś na rynkach BondSpot minimalna nominalna wartość transakcji wynosi 100 tys. PLN⁴. W zakresie wymogów formalnych pomiędzy Rynkiem Regulowanym a Alternatywnym Systemem Obrotu występują zasadnicze różnice. W zamierzeniach platforma ASO (a w szczególności ASO organizowany przez GPW) była przeznaczona dla mniejszych emitentów. W związku z tym na tych platformach funkcjonuje uproszczona procedura dopuszczania obligacji do notowań oraz ograniczone wymogi formalne i informacyjne. Ma to zachęcić potencjalnych emitentów do pozyskiwania finansowania za pomocą obligacji i pomóc w poszerzeniu bazy nabywców poprzez dotarcie do mniejszych inwestorów.

Wejście emitenta na rynek regulowany jest znacznie trudniejsze. Istniejący limit minimalnej nominalnej wielkości emisji nie jest może kwotą zaporową, ale na koniec 1 kwartału 2014 r. na 247 serii obligacji przedsiębiorstw niebankowych notowanych na Catalyst blisko 60 serii (czyli około 25%) i niemal tyłu emitentów nie przekraczało progu 4 mln PLN wartości emisji. Oznacza to, że prawdopodobnie o tyle spółek byłby uboższy rynek, liczący wtedy nieco ponad 130 emitentów korporacyjnych. Trudniej oszacować wpływ złagodzonych wymogów formalnych i możliwości wprowadzania obligacji do notowań na ASO na wzrost liczby emitentów. Biorąc jednak pod uwagę zakres wymogów obowiązujących spółki ubiegające się o dopuszczenie ich obligacji do obrotu na RR, można założyć, że próg opłacalności emisji kształtowałby się powyżej 4 mln PLN, co prawdopodobnie wpłynęłoby na decyzje sporej liczby małych emitentów z uwagi na koszty wprowadzenia obligacji na RR. Zgodnie z art. 7 Ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania

² Art. 3, pkt 2 oraz art. 14 *Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi* z dnia 29 lipca 2005 r., Dz.U. nr 183, poz. 1538, z późn. zm.

³ Obowiązuje od 1 stycznia 2015 r.

⁴ Regulamin alternatywnego systemu obrotu organizowanego przez BondSpot S.A., Załącznik nr 2, R. II, Oddz. 1, par. 4, pkt 1.

instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych⁵ w przypadku zamiaru wprowadzenia obligacji na rynek regulowany lub sprzedaży obligacji w ofercie publicznej emitenci są zobowiązani do sporządzenia, zatwierdzenia w KNF oraz opublikowania publicznego dokumentu informacyjnego – prospektu emisyjnego. Ten sam artykuł tej ustawy w ust. 2 i nast. wymienia okoliczności, dla jakich nie jest konieczne spełnienie warunku przygotowania i udostępnienia prospektu emisyjnego. Jednak poza jednostkowymi przypadkami, gdy można całkowicie odstąpić od wymogu sporządzenia prospektu emisyjnego, wspomniana Ustawa przewiduje tylko zastąpienie prospektu przez memorandum informacyjne⁶. Znacząco łagodniejsze wymogi stawiane są w przypadku wprowadzania obligacji do obrotu na platformie ASO i ograniczają się do przygotowania i opublikowania dokumentu informacyjnego, określonego w Załączniku nr 1 do Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu⁷, uproszczonego i niepodlegającego zatwierdzeniu przez organy nadzorcze. Stopnie szczegółowości dokumentu publicznego i dokumentu informacyjnego ASO są zasadniczo różne. W prospekcie emisyjnym, oprócz danych o emisji i emitencie, musi zostać zamieszczony m.in. opis działalności emitenta, opis czynników ryzyka, ocena i perspektywy jego rozwoju. Zawartość prospektu jest uregulowana w Ustawie o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych i w odpowiednich rozporządzeniach. Przeprowadzenie oferty publicznej wymaga ponadto zawarcia umowy z domem maklerskim, który będzie pełnił funkcję oferującego. Wszystko to powoduje generowanie dodatkowych, w dużej części stałych, kosztów, a to oznacza rosnące koszty jednostkowe wraz z malejącą wartością nominalną emisji obligacji⁸.

Inaczej wygląda sytuacja w przypadku emisji niepublicznych, zwanych popularnie emisjami prywatnymi, które mogą być następnie wprowadzone do obrotu na ASO. Z punktu widzenia prostoty procesu emitowania i wymogów formalnych oferta prywatna i dopuszczenie do obrotu na ASO wygrywa z rynkiem regulowanym. Emitent sporządza tylko propozycję nabycia, o której mówi Ustawa o obligacjach⁹,

⁵ Art. 7 ust. 1 Ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych z dnia 29 lipca 2005 r., Dz.U. nr 184, poz. 1539, z późn. zm.

⁶ Ibidem, art. 7 ust. 2 do 17.

⁷ http://www.newconnect.pl/pub/regulacje_prawne/Regulamin_ASO_UTP_zal_1.pdf, dostęp 16.12.2014.

⁸ Ustawa o ofercie publicznej... przewiduje co prawda możliwość pewnego złagodzenia wymagań w niektórych przypadkach, np. z art. 7 ust. 9 w odniesieniu do oferty nieprzekraczającej równowartości 2,5 mln EUR.

⁹ Art. 10 ust. 1 Ustawy o obligacjach z dnia 29 czerwca 1995 r., Dz.U. nr 83, poz. 420.

a jeśli ubiega się również o wprowadzenie do notowań na ASO, sporządza jeszcze wspomniany wyżej dokument informacyjny. Oferta prywatna ma jednak ważne ograniczenie. Z definicji oferty publicznej zawartej w art. 3 Ustawy o ofercie publicznej... wnioskujemy *a contrario*, że oferta prywatna nie może być kierowana do więcej niż 149 oznaczonych odbiorców lub do nieoznaczonego adresata¹⁰. To znacząco zawęża grupę potencjalnych odbiorców z uwagi na konieczność indywidualnego dotarcia do każdego z nich, a także z uwagi na relatywnie wysoką wielkość minimalnego zapisu na obligacje, która jest pochodną niewielkiej maksymalnej liczby nabywców. Jednak po przeprowadzeniu oferty prywatnej (pierwotnej), przydzieleniu obligacji i uzyskaniu zgody na dopuszczenie danej serii do obrotu wtórnego powyższe ograniczenia przestają mieć znaczenie.

Obligacje na rynku wtórnym mogą być sprzedawane/nabywane w pakietach, których wielkość określają tylko regulaminy obrotu. Z perspektywy inwestora jest to szansa na nabycie nawet pojedynczej obligacji, niezależnie od tego, z jak wysoką kwotą minimalnego zapisu były one oferowane na rynku pierwotnym. Z pozorów nie ma to większego znaczenia dla emitenta (dla niego znaczenie ma głównie oferta pierwotna), jednak możliwość zbycia obligacji zaraz po rozpoczęciu notowań może zachęcać nabywców obligacji w ofercie pierwotnej do nabywania większych pakietów z zamiarem ich późniejszego zbycia, np. zaraz po dopuszczeniu do notowań. Daje to inwestorowi nie tylko możliwość zmniejszenia ekspozycji w dowolnym momencie, ale także zarobku na sprzedaży obligacji, gdyż w przeważającej części przypadków (ok. 90% liczby notowanych serii) cena czysta obligacji po rozpoczęciu notowań była równa lub wyższa od ich nominału. W pojedynczych przypadkach wzrost kursu po rozpoczęciu notowań sięgał nawet 3–4%, jak np. dla obligacji spółki Ekopaliwa Chełm¹¹. Dopuszczenie obligacji do notowań ma też znaczenie marketingowe i może służyć budowie wizerunku spółki i jej wiarygodności. Może też poprzedzać wprowadzenie akcji spółki na rynek giełdowy. Tak postąpiła m.in. spółka PCC Rokita i taki ma plan spółka Wratislavia-Bio¹², której obligacje zadebiutowały w kwietniu 2014 na Catalystr.

¹⁰ Art. 7 ust. 4 Ustawy o ofercie publicznej... przewiduje pewne wyłączenia, ale odnoszą się one do emisji skierowanych do dużych inwestorów (np. wartość pojedynczego zapisu czy wartość nominalna jednej obligacji przekraczająca 100 tys. EUR powoduje wyłączenie istotnych wymogów związanych z ofertą publiczną).

¹¹ Obligacje spółki Ekopaliwa Chełm, obejmowane w ofercie prywatnej po cenie emisyjnej równej 100, zadebiutowały na Catalystr 20 stycznia 2014 r., a 21 stycznia 2014 r. kurs zamknięcia (cena czysta) tych obligacji wyniósł 104,00.

¹² <http://www.wratislavia-bio.com.pl/pl/aktualnosci.html>, dostęp 04.12.2014.

Spółki chętnie sięgają po finansowanie z wykorzystaniem emisji obligacji, mimo że nie zawsze koszt środków pozyskanych w drodze emisji obligacji jest niższy od kosztów kredytu bankowego. Przyczyną rosnącej popularności obligacji jest zarówno potrzeba dywersyfikacji źródeł finansowania, jak i większa elastyczność tej formy finansowania działalności. Ta ostatnia cecha wyraża się poprzez możliwość wydłużenia terminu spłaty (tenoru) finansowania, możliwości spłaty całości kapitału jednorazowo na koniec umowy lub brak obowiązku deklarowania celu emisji.

Uruchomienie Catalyst zbiegło się w czasie z ograniczeniem dostępności finansowania i drastycznym spadkiem podaży środków pieniężnych na rynkach. Kryzys ten, zwany *credit crunch*, zapoczątkowany został upadkiem Lehman Brothers we wrześniu 2008 r., chociaż liczne symptomy pogarszającej się płynności pojawiały się już wcześniej. Wydarzenia kryzysowe ujawniły kruchość systemu finansowego, w tym w szczególności bankowego, i związane z tą kruchością ryzyko nagłej utraty źródeł finansowania. Uświadomił też zarządzającym podmiotami gospodarczymi ryzyko polegania wyłącznie na jednym źródle finansowania, zazwyczaj kredycie bankowym, i konsekwencje braku alternatywy. W okresie przedkryzysowym większość przedsiębiorców, jeśli w ogóle brała pod uwagę potrzebę dywersyfikacji źródeł finansowania, to uważała, że współpraca, np. z dwoma bankami, zapewnia wystarczającą stabilność i bezpieczeństwo finansowania. Wydarzenia kryzysowe lat 2008–2009 mocno zweryfikowały ten pogląd. Dynamika rynku kredytów dla przedsiębiorstw w Polsce znacząco zmalała, a bankowe portfele należności z tytułu kredytów dla przedsiębiorstw zmniejszyły się pomiędzy marcem 2009 r. a kwietniem 2011 r. o blisko 6% (po uwzględnieniu różnic kursowych ok. 1,5%)¹³, zaś na jakość współpracy przedsiębiorstw z bankami dodatkowym cieniem położył się tzw. kryzys opcyjny. Oczywiście rzeczą dyskusyjną jest, na ile rynek papierów dłużnych pozwoliłby na dostęp do środków w sytuacji powtórnego *credit crunch*, porównywalnego z wydarzeniami roku 2008. Można jednak założyć, że pozyskanie środków pieniężnych z dwóch zasadniczo różnych źródeł jest rozwiązaniem znacząco zmniejszającym ryzyko nagłej utraty dostępu do finansowania.

Obligacje jako alternatywne źródło finansowania wydają się oczywistym wyborem tym bardziej, że w ograniczonej formie rynek obligacji istniał w Polsce znacznie wcześniej i przez niektóre firmy był wykorzystywany dość regularnie. Oczywiście stopień zorganizowania tego rynku był znacznie niższy, ale jeśli weźmiemy pod uwagę nie tylko obligacje, lecz także KPDP¹⁴, to zauważymy, że w pewnym zakresie

¹³ Obliczenia własne na podstawie danych NBP, „Należności i zobowiązania banków”, http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna_i_bankowa/na_l_zobow.html, dostęp 08.12.2014.

¹⁴ KPDP – krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw.

finansowanie przedsiębiorstw poprzez emisje papierów dłużnych towarzyszyło przemianom ustrojowym od samego początku, zaś rozwój rynku krótkoterminowych papierów komercyjnych następował znacznie szybciej niż rozwój rynku obligacji. Z perspektywy poszukujących finansowania podmiotów gospodarczych emisja obligacji jest nie tylko alternatywą finansowania bankowego, ale także źródłem finansowania zapewniającym środki na długie terminy, co jest szczególnie ważne w środowisku pokryzysowym, kiedy banki ograniczają swoje długoterminowe ekspozycje kredytowe. W tej sytuacji możliwość sięgnięcia po finansowanie rynkowe jest i będzie szczególnie atrakcyjna. Inna sprawa, że same banki wykorzystują finansowanie poprzez emisje papierów dłużnych znacznie chętniej niż w przeszłości. Wysoka dynamika tego wzrostu wynika głównie z poszukiwania przez banki długoterminowych i stabilnych źródeł finansowania, stąd praktycznie cały wzrost skupia się na papierach o terminach zapadalności powyżej 2 lat¹⁵. Wiele z tych emisji trafia na rynek Catalystr, choć akurat niniejsza analiza pomija zagadnienie emisji obligacji przez banki¹⁶.

Wartość będących w obrocie papierów dłużnych przedsiębiorstw (bez banków) w kolejnych latach od 2009 roku przedstawiono w tabeli 1.

Tabela 1. Papiery dłużne przedsiębiorstw w obrocie na rynku polskim

Wyszczególnienie	2009	2010	2011	2012	2013	1. kwartał 2014 r.
Obligacje przedsiębiorstw ogółem (mIn PLN)	12 200	17 600	26 000	31 400	37 800	42 500
Obligacje przedsiębiorstw notowane na Catalystr (mIn PLN)	90	2 300	7 100	10 100	14 800	15 900
Udział obligacji przedsiębiorstw notowanych na Catalystr w wartości ogółem (w %)	1	13	27	32	39	37
Wartość KPDP w obrocie (w mIn PLN)	10 000	14 800	22 000	26 400	19 000	19 000

Źródło: opracowanie własne na podstawie statystyki kwartalnej Catalystr¹⁷ i publikacji FITCH¹⁸.

¹⁵ Obliczenia własne na podstawie danych NBP, *Należności i zobowiązania banków*, http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna_i_bankowa/nal_zobow.html, dostęp 08.12.2014.

¹⁶ Wyłączenie przedsiębiorstw bankowych jest spowodowane wielkością emisji bankowych i innym poziomem ryzyka banków jako podmiotów nadzorowanych. Niewyłączenie banków zaburzyłoby statystyki dotyczące zarówno wielkości emisji (banki i ich spółki celowe odpowiadały za 70% wartości emisji obligacji pozostających w obrocie na Catalystr na koniec 2013 r.), jak i pomiar ryzyka inwestycji.

¹⁷ http://www.gpwcatalystr.pl/statystyki_kwartalne, dostęp 14.10.2014.

¹⁸ <http://www.fitchpolska.com.pl/other-resources/rating-and-rynek.html>, dostęp 14.10.2014; Rating & Rynek, *Przegląd rynku nieskarbowych papierów dłużnych*, Fitch Polska.

Z perspektywy inwestorów, szczególnie drobnych, Catalyst daje możliwość inwestowania w obligacje przedsiębiorstw i tym samym uzyskiwania rentowności powyżej podobnych, co do terminu (tenoru) inwestycji w postaci lokat bankowych czy papierów skarbowych. Równocześnie inwestowanie w obligacje przedsiębiorstw jest postrzegane przez inwestorów jako obciążone mniejszym ryzykiem – mierzonym zmiennością stóp zwrotu – niż inwestycje w akcje przedsiębiorstw¹⁹ i oferujące regularnie wypłacany dochód w postaci kuponu (odsetek).

Rynek obligacji powinien pełnić też funkcję narzędzia ułatwiającego i wspomagającego zarządzanie ryzykiem, dawać możliwość bieżącej wyceny instrumentu i tym samym oszacowania jakości kredytowej emitenta, zapewniać płynność i możliwości kształtowania portfela zgodnie z przyjętą strategią. Oczywiście wypełnianie powyższych funkcji jest uzależnione od stopnia jego rozwoju, głębokości, liczby emitentów i notowanych emisji oraz wielkości obrotów. W powyższym zakresie rynki Catalyst wypełniają tę funkcję tylko częściowo.

3. Aktywność rynków Catalyst

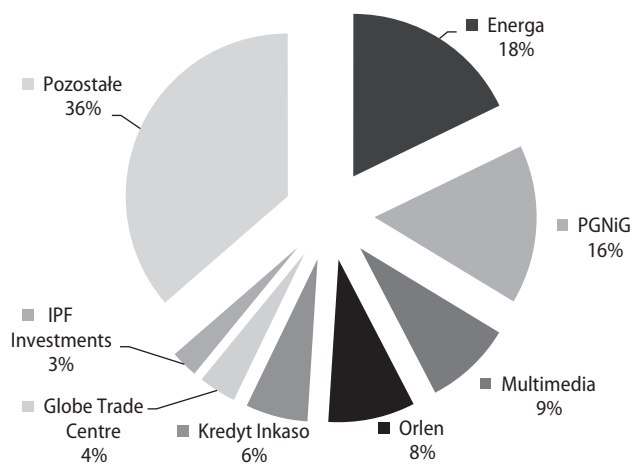
Według wartości nominalnej obligacji przedsiębiorstw wprowadzonych do notowań na Catalyst dominującą pozycję mają rynki funkcjonujące na platformach ASO. Emisje wprowadzane na rynek regulowany są zdecydowanie mniej popularne nawet wśród emitentów, którzy dokonują emisji na znaczne kwoty, np. powyżej 100 mln PLN. Jest to niewątpliwie podyktowane łatwością wprowadzenia emisji do obrotu na ASO i mniejszymi wymogami informacyjnymi. Ciekawe jest prześledzenie liczby i wielkości emisji na RR i ASO w poszczególnych latach. Na koniec 1. kwartału 2010 r. na 5 notowanych emisji obligacji przedsiębiorstw 3 były obecne na RR. W kolejnych latach, mimo dynamicznego wzrostu zarówno liczby, jak i wartości emisji, rynek regulowany nie cieszył się uznaniem emitentów i w okresie od 1. kwartału 2011 r. do końca 1. kwartału 2013 r. zaledwie kilka emisji było notowanych na RR. Dopiero dzięki emisjom przeprowadzonym w okresie od 2. kwartału 2013 r. do 1. kwartału 2014 r. przez podmioty takie, jak Energa, Orlen, GPW czy Rokita, wartość obligacji będących w obrocie na RR dość znacząco wzrosła i na koniec 1. kwartału 2014 r. na tym rynku było notowanych kilkanaście serii (na ponad 200) w łącznej kwocie

¹⁹ Obliczenia własne. Porównanie odchylenia standardowego dziennych zmian indeksu WIG20 i indeksu obligacji korporacyjnych PCBI (http://www.mbank.pl/serwis-ekonomiczny/#tab_004) w okresie październik 2012 r. – grudzień 2014 r. Obliczona zmienność dziennej stopy zwrotu z obligacji wynosi 0,06%, podczas gdy zmienność dziennej stopy zwrotu z akcji indeksu WIG 20 wynosi 1%.

ponad 2 mld PLN (14% wartości nominalnej emisji obligacji przedsiębiorstw notowanych na Catalystr).

Z punktu widzenia zarówno liczby emitentów, jak i liczby oraz wartości serii rynek Catalystr odnotował znaczący wzrost – zwłaszcza po roku 2011. Jednak analiza wielkości obrotów na Catalystr, nawet łącznie na wszystkich platformach, aczkolwiek wykazująca ogromną dynamikę, pokazuje, że nadal jest to niewielki rynek, o wartości obrotów sięgającej kwartalnie około 0,5 mld PLN. Dla porównania dzienne obroty akcjami na GPW sięgają 1 mld PLN. Jednak największym problemem jest to, że w przypadku wielu serii obligacji obrót praktycznie nie istnieje bądź pojawia się tylko okresowo. Na przykład w 1. kwartale 2014 r. na 277 notowanych serii tylko w 56 przypadkach obrót przekroczył 1 mln PLN, a w kolejnych 163 był niewiele większy od zera. W przypadku 58 serii nie zanotowano żadnego obrotu. Dane te uwzględniają transakcje sesyjne oraz pakietowe²⁰. Ponadto obrót wykazuje silną koncentrację na obligacjach zaledwie kilku emitentów, głównie będących dużymi i uznanymi firmami. Na rysunku 1 przedstawiono udziały w obrotach na Catalystr tych emitentów, których obroty kwartalne ich obligacjami przekraczają 10 mln PLN. Sytuację taką zanotowano w przypadku 7 emitentów, ale stanowiły one aż 64% wartości obrotów na wszystkich platformach.

Rysunek 1. Koncentracja obrotów na Catalystr



Źródło: opracowanie własne na podstawie statystyk Catalystr²¹.

²⁰ http://www.gpwcatalystr.pl/statystyki_kwartalne, dane za 1. kwartał 2014 r., zakładka „notowania”, dostęp 14.10.2014.

²¹ Ibidem, zakładka „notowania”.

Niewielkie obroty bądź ich brak są najczęściej spowodowane brakiem podaży, gdyż przy ograniczonej ilości i wartości emisji część inwestorów decyduje się raczej na zatrzymanie dobrych papierów w portfelu niż kierowanie ich do sprzedaży na rynku wtórnym celem zarabiania na różnicach cen. Niewielka aktywność rynku ogranicza też wartość poznawczą obserwowanych zmian cen obligacji czy wielkości spreadów. Należy jednak odnotować, że kursy obligacji w większości przypadków reagują na pojawiające się informacje, zwłaszcza te negatywne. Jednak przy niewielkich obrotach lub wręcz ich braku wyznaczenie zależności pomiędzy zmianami cen obligacji i zmianami jakości kredytowej emitenta byłoby obciążone znacznym błędem.

4. Ryzyko inwestowania na Catalyst

Niedoskonałości rynku Catalyst nie zniechęcają inwestorów do nabywania obligacji, a niskie nominalne stopy procentowe sprzyjają emitentom, gdyż oprócz zmniejszania nominalnej wysokości oprocentowania długu zachęcają inwestorów do poszukiwania alternatywnych możliwości lokowania środków. Obecnie rynkowe stopy procentowe dla PLN znajdują się na historycznie niskich poziomach, co skutkuje rosnącym zainteresowaniem instrumentami oferującymi oprocentowanie wyższe od lokat bankowych czy obligacji skarbowych. Średnia marża²² oferowana przez obligacje dostępne na rynku Catalyst wynosiła w początkach 2010 r., a więc kilka miesięcy po uruchomieniu, ponad 8%. Jednak był to wynik dość unikalny i już w początkach 2011 r. marża zmniejszyła się do poziomu 4%, co nadal stanowiło atrakcyjną ofertę, biorąc pod uwagę, że Wibor 3-miesięczny był wówczas na poziomie ok. 4%. Na pytanie, czy nadal atrakcyjną, przy uwzględnieniu ryzyka związanego z taką inwestycją, autor stara się odpowiedzieć w dalszej części artykułu.

Inwestowanie w obligacje, tak jak i w każdy inny instrument finansowy, niesie ze sobą określone zagrożenia, powodowane przez różne rodzaje ryzyka. Podstawowe w przypadku instrumentów dłużnych jest ryzyko kredytowe. BIS (Bank of International Settlements) definiuje ryzyko kredytowe w prosty sposób jako możliwość niewykonania przez kredytobiorcę lub innego kontrahenta ustalonych wcześniej

²² W artykule autor bierze pod uwagę głównie obligacje zmiennokuponowe z uwagi na ich dominację na Catalyst – na koniec 1. kwartałów 2013 r. i 2014 r. stanowiły one ok. 95% sumy wartości nominalnych wszystkich notowanych obligacji przedsiębiorstw. Pojęcie marży należy rozumieć tutaj jako marżę na kuponie, czyli jako różnicę pomiędzy stopą procentową kuponu a stopą bazową (najczęściej Wibor 3 M). Dla obligacji o stałej stopie procentowej w celu obliczenia marży kredytowej na kuponie autor użył kuponów obligacji skarbowych o zbliżonych tenorach.

zobowiązań²³. W przypadku obligacji będzie to niewykonanie przez emitenta zobowiązań wynikających z treści obligacji. Na potrzeby niniejszego artykułu konieczne jest precyzyjne wskazanie, kiedy dochodzi do materializacji ryzyka kredytowego i wystąpienia przypadku niewykonania (*event of default*). Definicja ta jest zaprezentowana w dalszej części artykułu.

Drugim rodzajem ryzyka, odnoszącym się do papierów dłużnych, jest ryzyko zmiany ceny. Obejmuje ono, zgodnie z art. 362 Rozporządzenia PE i Rady (UE) nr 575/2013, ryzyko szczególne instrumentów dłużnych oraz ryzyko ogólne stóp procentowych. Ryzyko szczególne (idiosykratyczne) obejmuje ryzyko zmiany ceny obligacji na skutek działania czynników związanych z konkretnym emitentem, niezwiązanych zaś z czynnikami rynkowymi. W przypadku emitentów obligacji do takich idiosykratycznych czynników zaliczymy jakość kredytową i rating (determinujący wagę ryzyka emitenta) oraz czas do wykupu (*residual maturity*) instrumentu dłużnego (art. 336 przywołanego wcześniej Rozporządzenia 575/2013).

Badanie ryzyka szczególnego oznacza analizę wpływu zmian tych czynników (przede wszystkim jakości kredytowej i ratingów) na kształtowanie się cen obligacji. W przypadku obligacji notowanych na Catalyst oszacowanie ryzyka szczególnego nie jest w zasadzie możliwe. Niewielkie obroty, skoncentrowane na kilku dużych emisjach, oraz brak ratingów zdecydowanej większości emitentów powodują, że takie badanie nie może dać wiarygodnych wyników. Z kolei ryzyko ogólne stóp procentowych, związane ze zmianami cen obligacji pod wpływem zmian rynkowych stóp procentowych, jest w przypadku Catalyst nieznaczące. Na koniec 1. kwartału 2014 r. zdecydowana większość notowanych obligacji przedsiębiorstw miała zmienny kupon (95% wg wartości notowanych obligacji), przeliczany w relatywnie krótkich 3 lub 6-miesięcznych okresach, zaś ceny emisyjne obligacji były równe ich nominalowi²⁴. Krótki okres przeliczania (resetu stopy bazowej) sprawia, że ceny obligacji zmiennokuponowych (*floaters*) są głównie zależne od wysokości marży oraz ewentualnych ograniczeń resetu²⁵, zaś ich wrażliwość na zmiany rynkowych stóp procentowych jest niewielka.

Analizując ryzyko związane z inwestowaniem w obligacje, autor skupił się na omówieniu ryzyka wynikającego z możliwości niewykonania zobowiązania

²³ <http://www.bis.org/publ/bcbs54.htm>, s. 2.

²⁴ W okresie pomiędzy 2. kwartałem 2011 r. a 1. kwartałem 2014 r. niemal wszystkie notowane na Catalyst obligacje przedsiębiorstw w miały w ofercie pierwotnej cenę równą wartości nominalnej. Dwie serie obligacji oferowane z dyskontem (zerokuponowe) o łącznej wartości nominalnej niewiele ponad 10 mln PLN zostały wyłączone z analizy.

²⁵ F.J. Fabozzi, *Bond Markets, Analysis, and Strategies*, Pearson Education, Inc., New Jersey 2004, s. 29.

przez emitenta (*default*), w tym jego upadłości, przy założeniu, że inwestor dokonuje zakupu obligacji z zamiarem utrzymywania ich do terminu wykupu.

5. Ryzyko kredytowe związane z inwestowaniem w obligacje notowane na Catalyst – badania empiryczne

Ponad pięć lat, jakie upłynęły od startu platformy Catalyst, jest już odpowiednio długim okresem, aby można było dokonać pierwszych ocen jakości kredytowej notowanych na tym rynku obligacji i spróbować wycenić ryzyko ponoszone przez inwestorów. Przyjmując, że od roku 2011 zbiorowość obligacji notowanych na Catalyst osiągnęła wielkość, która umożliwia wyciąganie racjonalnych wniosków z obserwacji, mamy do dyspozycji dane za pełne 4 lata. Niewątpliwie jest to relatywnie krótki okres i zachodzące w portfelu zmiany nie uprawniają do wyciągania kompletnych wniosków, jednak okres ten spełnia warunek długości obserwacji określony na potrzeby metody IRB²⁶. Jednocześnie trzeba uwzględnić fakt, że 4-letni okres obserwacji nie umożliwia prześledzenia kształtowania się wskaźnika niewykonania zobowiązań (*default rate – DR*) w okresach o różnym poziomie aktywności gospodarczej (*through the cycle*). Z tego względu należy ostrożnie interpretować obliczone wskaźniki niewykonania *DR*.

Celem badania było znalezienie wskaźnika oczekiwanej straty (*EL*) dla portfela składającego się ze wszystkich serii obligacji przedsiębiorstw niebankowych notowanych na Catalyst²⁷ i zestawienie ich z oferowaną marżą (kuponową). Z badania zostały wyłączone obligacje banków i spółek bankowych, które z uwagi na znaczne rozmiary emisji zaburzałyby obserwacje dotyczące obligacji innych emitentów. Finalnym celem badania było oszacowanie dochodowości inwestycji w obligacje przedsiębiorstw notowane na Catalyst, po podzieleniu całej zbiorowości emitentów na grupy.

Badanie wskaźnika niewykonania zobowiązania *DR* zostało przeprowadzone w 4 okresach obejmujących po 12 miesięcy i polegało na znalezieniu krańcowego *DR*

²⁶ W Rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, art. 180 ust. 1 pkt h, podano minimalny, akceptowalny okres obserwacji dla metody wewnętrznych ratingów (IRB), wynoszący 2 lata, który powinien być co roku wydłużany, aż do osiągnięcia pięcioletniego okresu obserwacji.

²⁷ Badanie obejmuje wszystkie cztery rynki, tj. GPW i BondSpot oraz funkcjonujące na nich platformy obrotu RR i ASO.

(*marginal default rate*)²⁸. Zgodnie z metodologią stosowaną przez Moody's badanie *marginal default rate* (MDR) przeprowadza się w odniesieniu do grup jednolitych ze względu na poziom ratingu. Zastosowanie tego podejścia w odniesieniu do obligacji przedsiębiorstw notowanych na Catalyst było w zasadzie niemożliwe, gdyż zdecydowana większość emitentów i emisji nie posiada ratingów, przyznanych przez uznane agencje ratingowe. Autor przyjął rozwiązanie polegające na podziale emitentów na grupy zbudowane na podstawie kryterium wielkości, którego wyznacznikiem była suma wartości nominalnych wszystkich serii obligacji danego emitenta znajdujących się w obrocie na Catalyst na pierwszy dzień każdego okresu. Zgodnie z powyższym kryterium powstały trzy grupy (Gr) o zbliżonej liczbie emitentów²⁹:

- grupa 1 (Gr₁) – małych emitentów: Gr₁ < 11 mln PLN,
- grupa 2 (Gr₂) – średnich emitentów: 11 mln PLN ≤ Gr₂ < 51 mln PLN,
- grupa 3 (Gr₃) – dużych emitentów: 51 mln PLN ≤ Gr₃.

Zgodnie ze wzorem (1) dla każdej grupy obligacji (Gr) został wyznaczony DR jako iloraz wartości nominalnej obligacji, które zostały zaliczone do zbioru obligacji z niewykonaniem zobowiązania (B_{def}) w danym przedziale czasowym (t), i sumy wartości nominalnych wszystkich obligacji zaliczonych do danej grupy (B_{all}) na początku każdego okresu (t).

$$DR = \frac{\sum B_{def}}{\sum B_{all}} \cdot 100\% \quad (1)$$

Obserwacja obejmuje 4 okresy (t_1, t_2, t_3, t_4), a każdy 12 kolejnych miesięcy:
 okres t_1 : 1 kwietnia 2011 r. – 31 marca 2012 r.,
 okres t_2 : 1 kwietnia 2012 r. – 31 marca 2013 r.,
 okres t_3 : 1 kwietnia 2013 r. – 31 marca 2014 r.,
 okres t_4 : 1 kwietnia 2014 r. – 31 marca 2015 r.

Na potrzeby badania została uściślona definicja niewykonania (*default*) podana w przywołanym Rozporządzeniu 575/2013³⁰. Autor przyjął, że wystąpienie przypadku niewykonania (*default*) jest następstwem co najmniej jednego z następujących zdarzeń: (i) niewywiązania się ze zobowiązania płatniczego i pozostawanie w zwłoce powyżej 90 dni, (ii) ogłoszenia upadłości przez sąd (zarówno układowej, jak i likwidacyjnej), a także oddalenia wniosku przez sąd z uwagi na brak środków na przeprowadzenie

²⁸ D. Hamilton, R. Cantor, *Measuring Corporate Default Rates*, Moody's Special Report, November 2006, s. 5

²⁹ W okresie kończącym się 31 marca 2013 było to pomiędzy 30 a 40 emitentów w każdej grupie.

³⁰ Rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013, art. 178 ust. 1

upadłości, (iii) naruszenia istotnych postanowień zawartych w warunkach emisji (kovenantów) lub przeprowadzenie restrukturyzacji zadłużenia skutkującego znacznym prawdopodobieństwem poniesienia straty przez obligatariuszy (np. konwersja długu na akcje przy zawyżonym kursie akcji, czy propozycja objęcia ratunkowej emisji obligacji już po nadejściu terminu wykupu).

Autor stosował dwa alternatywne podejścia w celu oszacowania wartości *LGD*:

- (i) na podstawie danych historycznych o nominalnej wartości środków odzyskanych przez inwestorów (K_{odzysk}) do wartości nominalnej ekspozycji istniejącej w chwili niewykonania zobowiązania (*EAD*), zgodnie ze wzorem nr 2:

$$LGD = 100\% - \frac{K_{odzysk}}{EAD} \cdot 100\% \quad (2)$$

albo

- (ii) na podstawie minimalnej stopy *LGD* przewidzianej dla zobowiązań niezabezpieczonych (*senior unsecured*), tj. 45%³¹.

W przypadkach, gdzie dostępne informacje na to pozwalały, autor obliczył *LGD* na podstawie danych historycznych. W pozostałych przypadkach, gdy oszacowanie wielkości stopy odzysku na podstawie faktycznych wielkości nie było możliwe, autor korzystał z minimalnej *LGD* określonej w podpunkcie (ii). Przypadków przypisania 45% *LGD* było sporo, gdyż mimo kilkudziesięciu wypadków niewykonania, w tym kilkunastu przypadków orzeczenia upadłości (likwidacyjnej i układowej), nie zostało zakończonych w pełni ani jedno postępowanie związane z odzyskiwaniem należności z tytułu obligacji w trybie likwidacji majątku dłużnika czy realizacji zabezpieczenia. Nie była też możliwa ocena efektów zawartych układów³² z uwagi na zbyt krótki okres od ich zawarcia do końca obserwacji, a także ograniczenia w dostępie do informacji. Szczególne komplikacje występują w sytuacjach, w których ma nastąpić zaspokojenie obligatariuszy z zabezpieczeń. Obserwowane przypadki pokazują słabość ustanawianych zabezpieczeń rzeczowych, brak możliwości realizacji zabezpieczenia (*enforcibility risk*), np. ustanowienie zabezpieczenia na rzeczach lub prawach o ograniczonej zbywalności, i znaczący spadek wartości zabezpieczenia skutkujący niemożnością pełnego zaspokojenia roszczeń obligatariuszy.

³¹ Zgodnie z Rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013, art. 161, ust. 1, pkt a.

³² Zdecydowana większość defaultów, w tym upadłości, przypada na 2013 r., co powoduje (biorąc pod uwagę czas niezbędny na postępowanie upadłościowe i/lub osiągnięcie porozumienia w zakresie spłaty wierzytelności), że na dzień 31.03.2015 żaden z tych procesów nie został zakończony.

W każdej grupie (G_1, G_2, G_3) DR jest obliczany odrębnie dla każdego okresu (4 okresy po 12 miesięcy), a następnie obliczana jest średnia arytmetyczna z uwzględnieniem wag poszczególnych okresów dla otrzymania wartości w ujęciu rocznym. Wartość średnia wskaźnika LGD (*loss given default*) została wyznaczona odrębnie dla każdej grupy łącznie za wszystkie okresy (t_1, \dots, t_4) jako iloraz różnicy pomiędzy sumą EAD (wartości ekspozycji w momencie niewykonania) i sumy kwot możliwych do odzyskania oraz sumy EAD . Straty na skutek niewykonania (w ujęciu wartościowym) zostały oszacowane różnymi metodami w zależności od dostępności danych. W przypadkach, dla których były dostępne dane, wartość możliwa do odzyskania została obliczona na podstawie przepływów gotówkowych lub innych świadczeń uznanych za równoważne (np. zamiana na akcje), które wystąpiły po dacie *default*, a przed 31 marca 2015 r. Przepływy wynikające z tych świadczeń nie zostały zdyskontowane z uwagi na brak szczegółowych informacji o częstokrotnościach dokonywanych przez pozostających w zwłoce emitentów. W przypadkach wymuszonej okolicznościami zamiany obligacji na akcje (*distress exchange*) autor skorygował wartość odzyskiwaną na podstawie ilorazu aktualnego kursu akcji i kursu przyjętego do zamiany. W przypadkach spłaty emisji będącej w *default* nową emisją obligacji (ratunkowa emisja obligacji) autor przyjął LGD na poziomie 45%. LGD w wysokości 100% dotyczyło ok. 25% serii i było przypisywane w przypadku wysokiego prawdopodobieństwa nieodzyskania należności przez inwestorów. Prawdopodobieństwo to oceniane było na podstawie: (i) przebiegu postępowania upadłościowego i/lub (ii) oceny jakości zabezpieczeń. W pozostałych przypadkach, np. kontynuacji działalności gospodarczej przez emitenta w warunkach toczącego się postępowania upadłościowego czy istnienia możliwych do zrealizowania zabezpieczeń, wyznaczono wartość LGD równą 45%. W 3 przypadkach (na 37) przyjęto LGD równe zero, gdyż rozliczenie opóźnionego wykupu obligacji zostało w pełni przeprowadzone i inwestorzy otrzymali gotówkę wraz z należnymi odsetkami.

Wielkość oczekiwanej straty jest iloczynem ekspozycji w chwili niewykonania zobowiązania (*default*), wskaźnika niewykonania DR oraz wskaźnika LGD ³³. Stąd wskaźnik oczekiwanej straty EL możemy obliczyć jako iloczyn wskaźnika niewykonania DR oraz wskaźnika straty na skutek niewykonania LGD , zgodnie ze wzorem (3).

$$EL = DR \cdot LGD \quad (3)$$

³³ J.C. Hull, *Zarządzanie ryzykiem instytucji finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011, s. 315.

Odnotowane na Catalyst przypadki niewykonania dotyczą w największym stopniu Gr_1 , czyli grupy małych emitentów. W tej grupie w badanych okresach t_1, \dots, t_4 wystąpiło łącznie 26 przypadków niewykonania, co oznacza, że w całym badanym okresie dotyczyły one średnio co czwartego emitenta. Przypadki niewykonania dotyczyły wszystkich okresów. W przypadku 14 emitentów oznaczało to również ogłoszenie upadłości³⁴. Średni wskaźnik niewykonania DR dla grupy Gr_1 obliczony został na poziomie 7,93%. W ujęciu pieniężnym (dolarowym) oznacza to, że w grupie Gr_1 na każde 100 PLN wyemitowanych obligacji blisko 8 PLN zostało zaliczonych do grupy w *default*. Szczególna kumulacja tych niekorzystnych zdarzeń wystąpiła w okresie t_3 , tj. pomiędzy 2. kwartałem 2013 r. a 1. kwartałem 2014 r. Była w dużej mierze konsekwencją przypadających na ten okres wykupów obligacji. Zaznaczyć jednak należy, że liczne przypadki niewykonania występowały również w odniesieniu do obligacji, których termin wykupu jeszcze nie nadszedł. Wskaźnik LGD dla grupy Gr_1 wynosił blisko 58%. Na 26 przypadków niewykonania w tej grupie poziom LGD równy 100% przypisano w 7 przypadkach. W przypadku dwóch emitentów przypisano wartość LGD równą zero, zaś pozostałym przypadkom przypisano wartość LGD pomiędzy 45 a 70%³⁵.

W tym samym okresie w grupie Gr_2 wystąpiło łącznie 9 przypadków niewykonania, co oznacza, że w całym badanym okresie dotyczyły niemal co piątego emitenta. Na 4 badane okresy w 3 wystąpiły przypadki *default*ów. Trzech emitentów ogłosiło upadłość. Średni wskaźnik niewykonania DR wyniósł 2,67%, czyli około trzykrotnie mniej niż w grupie Gr_1 . Wskaźnik LGD dla grupy Gr_2 wynosił ok. 61,5%. Na 9 przypadków niewykonania w tej grupie poziom LGD równy 100% przypisano trzem emitentom, w jednym przypadku przypisano LGD równe zero, zaś pozostałym przypadkom przypisano wartość LGD równą 45%.

W grupie Gr_3 wskaźnik DR osiągnął wartość 0,57%, tj. najmniejszą ze wszystkich grup. Przypadki niewykonania dotyczyły tylko 2 emitentów, tj. ok 5% populacji grupy Gr_3 , przy czym jeden z nich ogłosił upadłość likwidacyjną. Wskaźnik LGD wyniósł 45% i był identyczny w obu przypadkach.

Wartość oczekiwanej straty EL obliczona z użyciem podanego wyżej DR i LGD wynosi w ujęciu rocznym:

- 4,59% dla Gr_1 ,
- 1,64% dla Gr_2 ,
- 0,26% dla Gr_3 .

³⁴ Autor uwzględnia tylko upadłości zaakceptowane przez sąd. Wniosków o upadłość było znacznie więcej.

³⁵ LGD powyżej 45% a mniejsze lub równe 70% zostało przypisane w 3 przypadkach, w których możliwe było obliczenie wartości odzyskiwanej na podstawie danych empirycznych.

Podobnie jak w przypadku wskaźnika *DR* wartość *EL* jest najwyższa dla grupy Gr_1 , tj. małych emitentów. Grupa Gr_2 (średnich emitentów) w stosunku do grupy Gr_1 charakteryzuje się wyraźnie mniejszym *DR* i *EL*, zaś najwyższą jakością kredytową i najniższymi *DR* i *EL* charakteryzuje się grupa Gr_3 (dużych emitentów). Podsumowując: ryzyko związane z inwestycjami w obligacje notowane na Catalystr zmienia się w zależności od wielkości emitenta.

Z przedstawionych obliczeń wynika, że najbardziej ryzykownym segmentem są emitenci, których obecność na Catalystr – mierzona sumą wartości nominalnych ich emisji obligacji notowanych na Catalystr wynosi poniżej 11 mln PLN. Z kolei najmniej ryzykowni wydają się być emitenci grupy Gr_3 , tj. podmioty emitujące obligacje o sumie wartości nominalnych większej lub równej 51 mln PLN. Należy jednak zwrócić uwagę na fakt, że w tej grupie wystąpiły tylko 2 przypadki *default* i wskaźniki *DR* i *LGD* mogą być obciążone znacznym błędem.

Istotną częścią badania była ocena zyskowności z uwzględnieniem kosztów ryzyka, tj. poprzez zestawienie wartości oczekiwanej straty z wielkością oferowanej marży nominalnej (na kuponie). Posługując się analogią ze składnikami oprocentowania kredytu, przyjmujemy, że kupon obligacji składa się z rynkowej stopy procentowej (stopy bazowej) oraz premii za ryzyko³⁶. W naszym przypadku premia za ryzyko oznacza premię za ryzyko kredytowe, z uwagi na poczynione wcześniej założenie co do utrzymywania obligacji do wykupu. Marża netto stanowi więc różnicę pomiędzy marżą nominalną a wartością oczekiwanej straty (*EL*). Zestawiając te wartości w grupach, otrzymujemy następujące wyniki (marże w grupach ważone nominalami):

Gr_1 – średnia marża nominalna 6,91% => marża netto 2,32%,

Gr_2 – średnia marża nominalna 5,79% => marża netto 4,15%,

Gr_3 – średnia marża nominalna 3,21% => marża netto 2,95%.

Z powyższego wynika wniosek, że inwestowanie w Gr_1 jest związane ze znacznym ryzykiem, które co prawda mieści się w marży nominalnej, ale wielkość marży netto nie jest duża i tym samym niewielki jest margines bezpieczeństwa. Intuicja podpowiada, że inwestowanie w obligacje emitentów grupy Gr_2 jest zdecydowanie lepszym rozwiązaniem, nie tylko ze względu na większą marżę netto, lecz także ze względu na większy margines bezpieczeństwa. Potwierdza to proste badanie polegające na obliczeniu stosunku marży nominalnej do *EL*. Dla najsłabszej grupy Gr_1 wynosi on 150%, co oznacza, że nawet niezbyt duże zwiększenie *EL* może spowodować ujemną marżę netto. Dla grupy Gr_2 wskaźnik ten osiąga wartość 354%, co można traktować jako znaczny margines bezpieczeństwa – dopiero 3,5-krotne zwiększenie *EL* spowodowałoby spadek marży netto do zera. W najmniej ryzykownej grupie

³⁶ S. Heffernan, *Nowoczesna bankowość*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 187.

Gr_3 marża netto osiąga blisko 3%, zaś wskaźnik bezpieczeństwa (marża nominalna do EL) wynosi 1230%, co oznacza bardzo duży margines bezpieczeństwa.

Dla celów poglądowych obliczone powyżej DR można zestawzić ze wskaźnikami niewykonania udostępnianymi przez agencje ratingowe w celu oszacowania, jakim poziomem ratingu charakteryzują się wyodrębnione w niniejszym badaniu grupy obligacji. Pomocna będzie tabela, skonstruowana przez Moody's, wiążąca krańcowe DR (*marginal default rates*) dla długu przedsiębiorstw i poziom ratingu. Obliczone dla grupy Gr_1 wartości DR w okresie t_3 – jako reprezentującym największą liczbę obserwowanych defaultów – wynosi 12,95%, co lokuje tę grupę pomiędzy ratingiem B3 a ratingami Caa-C (rozpiętość DR dla pierwszego roku od 5,24 do 19,49%)³⁷. W przypadku grupy Gr_2 w okresie t_3 krańcowy DR wynoszący 5,81% lokuje tę grupę na poziomie ratingu B. Dla grupy Gr_3 wartość krańcowego DR wynosi ok. 0,06% w okresie t_3 , co sugerowałoby rating na poziomie A. Jednak z uwagi na wystąpienie w całym badanym okresie tylko 2 przypadków *default* w grupie Gr_3 , należy to porównanie traktować bardzo ostrożnie.

Podobny wyniki uzyskamy, zestawiając nasze obliczenia z danymi publikowanymi przez S&P³⁸, które pokazują, że długoterminowy roczny średni DR (*Global Corporate Annual Default Rates By Rating Category – Weighted long-term average*) dla ratingu A wynosi 0,07%, dla ratingu B 4,11% zaś dla ratingów CCC/C wynosi 26,87%. Grupa Gr_1 kwalifikuje się więc do obszaru ratingów CCC/C, grupa Gr_2 w okolicach ratingu B, zaś grupie Gr_3 należałoby przypisać rating A (zastrzeżenie jak powyżej w odniesieniu do ratingu A Moody's). Dodać należy, że S&P wyznacza DR na podstawie liczby defaultów emitentów, a nie „dolarowo”, czyli w przeliczeniu na dotkniętą defaultem jednostkę pieniężną, co może w pewien sposób wpływać na porównywalność danych.

6. Podsumowanie

Catalyst jest młodym, ale dynamicznie rozwijającym się rynkiem obligacji, ważnym zarówno z perspektywy podmiotów poszukujących finansowania, jak i inwestorów. Wartością dodaną Catalyst jest skupienie obrotu w jednym miejscu, regularność sesji (codziennie) i elektroniczna dystrybucja informacji – obejmująca

³⁷ R. Cantor, D. Hamilton, J. Tennant, *Confidence Intervals for Corporate Default Rates*, New York, April 2007, Exhibit 4: *Historical Average Marginal Default Rates and Bootstrapped Confidence Intervals Derived from Monthly Cohorts: 1970–2006*, s. 7.

³⁸ *Ratings Direct, Default, Transition, and Recovery: 2012 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions*, Standard&Poor's Ratings Service, March 19, 2014, tabela 4.

upowszechnianie danych na temat m.in. obrotów, złożonych ofert, przeprowadzonych transakcji i kursów obligacji. Daje to każdemu zainteresowanemu możliwość śledzenia i reagowania na wydarzenia rynkowe.

Przeprowadzone badanie wskazuje, że notowane na Catalist obligacje przedsiębiorstw są mocno zróżnicowane pod względem łącznej wartości oferowanych emisji, rozmiarów pojedynczych serii, jak również ryzyka kredytowego emitentów. Obecni tam inwestorzy dają więc szansę na znalezienie finansowania emitentom o różnym profilu ryzyka, poszukującym finansowania o różnych parametrach.

Przeprowadzone badania przypadków niewykonania zobowiązań (*default*) przez emitentów obligacji notowanych na Catalist, obejmujące obserwacje dokonywane w 4 dwunastomiesięcznych okresach pomiędzy 2. kwartałem 2011 r. a 1. kwartałem 2015 r. pokazały, że jakość kredytowa emitentów była silnie zróżnicowana i jednocześnie dodatnio skorelowana z wielkością emitentów³⁹.

Na zakończenie warto przypomnieć, że okres funkcjonowania Catalist, a tym samym zakres dostępnych danych, jest relatywnie krótki, stąd autor planuje kontynuowanie prac i ponowne przeanalizowanie przypadków niewykonania, co umożliwi weryfikację wyników przedstawionych w niniejszym artykule.

Bibliografia

Akty prawne

1. Ustawa o obligacjach z dnia 29 czerwca 1995 r., Dz.U. nr 83, poz. 420.
2. Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi z dnia 29 lipca 2005 r., Dz.U. nr 183, poz. 1538, z późn. zm.
3. Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych z dnia 29 lipca 2005 r., Dz.U. nr 184, poz. 1539, z późn. zm.
4. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, Dz.Urz. UE L. 2013.176.1.
5. Regulamin obrotu regulowanego rynku pozagiełdowego BondSpot.

³⁹ Wielkość emitentów rozumiana zgodnie z definicją używaną dla potrzeb niniejszego artykułu.

Wydawnictwa zwarte

1. Fabozzi F.J., *Bond Markets, Analysis, and Strategies*, Pearson Education, New Jersey 2004.
2. Heffernan S., *Nowoczesna bankowość*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
3. Hull J.C., *Zarządzanie ryzykiem instytucji finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011.
4. Klein P.J., Iammartino B.R., *Getting Started in Security Analysis*, John Wiley and Sons, New Jersey 2010.
5. Radwański Z., *Prawo zobowiązań*, PWN, Warszawa 1986.

Artykuły prasowe i okolicznościowe

1. Cantor R., Hamilton D., Tennant J., *Confidence Intervals for Corporate Default Rates*, New York 2007.
2. Hamilton D., Cantor R., *Measuring Corporate Default Rates*, Moody's Special Report, November 2006.
3. Ptak B., *Sytuacja prawna inwestora w ramach emisji obligacji – słabe i mocne strony kształtowania ram prawnych emisji obligacji*, materiały zaprezentowane na Kongresie obligacji korporacyjnych w Warszawie w dniach 24–25 listopada 2014 r.

Materiały internetowe

1. http://www.newconnect.pl/pub/regulacje_prawne/Regulamin_ASO_UTP_zal_1.pdf
2. <http://www.wratislavia-bio.com.pl/pl/aktualnosci.html>
3. http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna_i_bankowa/nal_zobow.html
4. http://www.gpwcatalyst.pl/statystyki_kwartalne
5. <http://www.fitchpolska.com.pl/other-resources/rating-and-rynek.html>
6. http://www.mbank.pl/serwis-ekonomiczny/#tab_004
7. http://www.dexia-creditlocal.fr/SiteCollectionDocuments/dexia%20credit%20local/rapport%20annuel/Rapport-annuel_%202007_GB.pdf
8. <http://www.bis.org/publ/bcbs54.htm>
9. http://www.nact.org/resources/NACT_2012_Global_Corporate_Default.pdf

Risk Analysis of Investment in Bonds Issued by Companies Quoted on Catalyst. Results of Empirical Research

Summary

Later this year the amended Law on bonds will have been effective for twenty years. It has contributed considerably to the development of the debt instrument market and increased the palette of opportunities with regard to the access to financing sources. An equally important event was the fifth anniversary of Catalyst markets celebrated last year. They contributed to the further popularisation of bonds and development of trading with these instruments. The article discusses the results of research of conducted by the author in relation to the risk connected with investing in bonds issued by the companies quoted on Catalyst, in particular to the research of the scale of credit risk of this type of investment. The author attempts to answer the question whether the credit (coupon) margins offered by bond issuers are adequate to the risk incurred by the investor and what the size of net margin is, i.e. after accounting for the risk costs.

Keywords: bond, Catalyst, regulated market, alternative trading system, market risk, credit risk, liquidity, default, default ratio (DR), expected loss ratio (EL), loss given default (LGD)

Michał Lewandowicz
Kolegium Zarządzania i Finansów
Szkola Główna Handlowa w Warszawie

Krzysztof Borowski
Kolegium Zarządzania i Finansów
Szkola Główna Handlowa w Warszawie

Analiza zjawiska nadreakcji rynku na GPW w Warszawie w okresie 1992–2014

Streszczenie

W artykule, za pomocą analizy cen walorów notowanych na GPW w Warszawie w latach 1992–2014, zweryfikowana została hipoteza o występowaniu zjawiska nadreakcji na rynkach kapitałowych i wynikającej z niej późniejszej korekty cen. Ponadto oszacowana została dochodowość długoterminowej strategii kontrariańskiej, opartej na zjawisku nadreakcji. Przeprowadzone badania empiryczne, nawiązujące do studiów De Bondta i Thalera z 1995 r., nie tylko potwierdzają występowanie zjawiska nadreakcji na GPW w Warszawie w analizowanym okresie, lecz także uwypuklają niezwykle wysoką dochodowość wynikającą ze stosowania strategii kontrariańskiej.

Słowa kluczowe: zjawisko nadreakcji, strategia kontrariańska, finanse behawioralne

1. Wprowadzenie

Na współczesnych rynkach finansowych często stosowane są strategie inwestowania zgodnie z trendem (tzw. strategia momentum) lub też przeprowadzania transakcji w punktach zwrotnych rynku (tzw. inwestowanie kontrariańskie) – obie strategie

wpisują się w nurt finansów behawioralnych¹. Kamieniem milowym w przypadku tej drugiej strategii było przeprowadzenie badania sugerującego występowanie nieuzasadnionych trendów wzrostowych oraz spadkowych na Nowojorskiej Giełdzie Papierów Wartościowych (NYSE) w latach 1926–1982². Badacze dowiedli, iż zmiana dotychczasowej tendencji cen ma miejsce w przypadku spółek znajdujących się uprzednio w silnych 2-, 3- oraz 5-letnich trendach. Dla spółek, których ceny pozostawały w trendzie przez okres 1 roku, nie wykazali statystycznie istotnych zależności między przeszłymi a przyszłymi stopami zwrotu. Tym samym autorzy udowodnili występowanie tzw. zjawiska nadreakcji oraz pojawiającą się po nim późniejszą korektę cen akcji notowanych na NYSE w okresach 2-, 3- i 5-letnich. Ponadto zauważyli prawidłowość, że wraz z wydłużeniem horyzontu inwestycyjnego tworzonych portfeli inwestycyjnych, a także ze wzrostem okresu obserwacji, większa była różnica między średnimi skumulowanymi miesięcznymi stopami zwrotu z portfeli „przeigranych” i „zwycięskich spółek”³.

Do podobnych wniosków dochodzi m.in. J. Schwager, który analizował zmiany wartości indeksu S&P 500 w latach 1871–2011⁴. Przeprowadził on 3 niezależne testy, szeregując roczne, trzyletnie i pięcioletnie zmiany indeksu na 4 kwartyle, a następnie obliczył zyski i straty z teoretycznej rocznej inwestycji po okresach największych zmian indeksu w portfel replikujący indeks S&P 500, przy uwzględnieniu w nim akcji z najwyższego oraz najniższego kwartyła. Dla każdego badanego przypadku inwestycja po tzw. najłabszym okresie okazywała się być bardziej dochodowa aniżeli inwestycja po największych wzrostach indeksu i wynosiła odpowiednio 1,6%, 2,1% oraz 9,3%. J. Schwager potwierdził tym samym występowanie zjawiska powrotu kursów akcji do średniej – najbardziej tendencja ta była widoczna po 5-letnim okresie największych zmian. Z kolei D. Dreman stosował długoterminową strategię opartą na występowaniu zjawiska nadreakcji i późniejszej korekty, osiągając przez 15 lat zarządzania funduszem Dreman Value Management średnią roczną stopę

¹ A. Szyszka, *Wycena papierów wartościowych na rynku kapitałowym w świetle finansów behawioralnych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2007, s. 80.

² W. De Bondt, R. Thaler, *Does the stock market overreact?*, „Journal of Finance” 1995, vol. 40, 3, s. 793–805.

³ Spółkami „przegranymi” i „zwycięskimi” określa się walory, które w określonym horyzoncie inwestycyjnym przyniosły odpowiednio: najniższe i najwyższe stopy zwrotu spośród wszystkich analizowanych (w ten sposób utrzymane zostało nazewnictwo zgodne z literaturą anglojęzyczną). Bardzo często stosuje się tutaj podział decylowy: najlepszymi spółkami są te, dla których stopy zwrotu w pewnym okresie należały do pierwszego decyla stóp zwrotu wszystkich spółek, a najgorszymi – te, których stopy zwrotu należały do decyla dziesiątego.

⁴ J. Schwager, *Market sense and nonsense. How the markets really work (or how they don't)*, John Wiley & Sons, New Jersey 2013, s. 25–35.

zwrotu równą 16,7%⁵. Powyższe badania sugerują występowanie zjawiska zmiany trendu, w horyzontach inwestycyjnych dłuższych niż 1 rok, którego siła jest pozytywnie skorelowana z natężeniem i czasem trwania pierwotnej nadreakcji.

Literatura polskojęzyczna poświęcona strategii inwestowania kontrariańskiego nie jest obszerna. Widoczny jest brak szczegółowych analiz skuteczności praktycznego stosowania strategii kontrariańskiej na GPW w Warszawie. Jednakże istnieją prace potwierdzające występowanie efektu momentum na tymże rynku. Zarówno A. Szyszka, jak i T. Wójtowicz wykazali tendencję do kontynuacji trendów wzrostowych oraz spadowych w średnioterminowym horyzoncie czasowym wśród spółek notowanych na GPW⁶. Analizując teoretyczne przesłanki płynące z behawioralnego nurtu nauk ekonomicznych i empiryczne wyniki badań przeprowadzonych przez W. De Bondta i R. Thalera oraz J. Schwagera, można domniemać, że występowanie zjawiska momentum powinno implikować późniejszą korektę cen, a więc zmianę trendu. W związku z powyższym można przypuszczać, że zjawisko korekty, występujące po tzw. nadreakcji, jest również obecne na warszawskiej GPW.

Celem artykułu jest weryfikacja tezy o występowaniu zjawiska nadreakcji na GPW w Warszawie oraz towarzyszącej jej korekcie cen aktywów, a także kalkulacja stopy zwrotu uzyskanej przy zastosowaniu strategii inwestowania kontrariańskiego.

2. Teoretyczne aspekty strategii momentum oraz strategii kontrariańskiej

Zarówno wystąpienie efektu momentum, nadreakcja, jak i korekta nadreakcji mogą zostać wytłumaczone poprzez analizę wpływu nieodpowiedniej (zbyt silnej lub zbyt słabej, ewentualnie opóźnionej w czasie) reakcji na pojawiającą się informację na rynku w procesie kształtowania się cen⁷. Gdy zakłada się efektywność rynków finansowych oraz oczekuje racjonalnego zachowania inwestorów, informacja powinna zostać w odpowiedni sposób uwzględniona w cenie, niezależnie od pierwotnej reakcji inwestorów na nią. Tym samym zbyt silna reakcja (nadreakcja) musi

⁵ W pracach: *Contrarian investment strategy*, Random House, New York 1979; *Contrarian investment strategies: the next generation*, Simon & Schuster, New York 1998; *The new contrarian investment strategy*, Random House, New York 1982.

⁶ A. Szyszka, *Zjawisko kontynuacji stóp zwrotu na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, „Bank i Kredyt” 2006, s. 37–49; T. Wójtowicz, *Efekt momentum na GPW w Warszawie w latach 2003–2010*, „Ekonomia Menedżerska” 2011, nr 9, s. 63–74.

⁷ A. Szyszka, *Finanse behawioralne. Nowe podejście do inwestowania na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2009, s. 170–187.

zostać skorygowana, a zbyt słaba reakcja prowadzić będzie do dalszych wzrostów bądź spadków ceny danego waloru, aż do osiągnięcia ceny wyznaczonej zgodnie z teorią rynków efektywnych. Empiryczne badania potwierdzające występowanie niniejszego efektu u inwestorów przeprowadzili Chan i in.⁸. Znaczna grupa badaczy, m.in. Ball i Brown, Rendeleman, Jones i Latane, a także Foster, Olsen i Shelvin, również Bernard i Thomas oraz Chan, Jegadeesh i Lakonishok, wykazała obecność anormalnych stóp zwrotu w okresie od 3 do 9 miesięcy od daty publikacji raportu finansowego przez badaną spółkę⁹. Inne przykłady opóźnionej reakcji rynku dotyczą takich wydarzeń, jak: zmiany w prognozach wyników i rekomendacjach analityków¹⁰, zmiany rachunku *cash flow*¹¹ lub zmiany w polityce dywidend¹².

Determinantami wpływającymi na zachowanie inwestorów prowadzącymi do powstania zjawiska nadreakcji cen są: efekt zakotwiczenia¹³, impulsywność i związane z nią intuicyjne działanie¹⁴ oraz nadmierna pewność siebie¹⁵. Model oparty na teorii perspektywy D. Kahnemana i A. Tversky'ego¹⁶ zaprezentowali Grinblatt

⁸ L. Chan, N. Jegadeesh, J. Lakonishok, *Momentum Strategies*, „Journal of Finance” 1996, vol. 51, no. 5, s. 1681–1713.

⁹ R. Ball, P. Brown, *An empirical evaluation of accounting income numbers*, „Journal of Accounting Research” 1968, vol. 6, s. 159–178; R. Rendleman, C. Jones, H. Latane, *Empirical anomalies based on unexpected earnings and the importance of risk adjustment*, „Journal of Financial Economics” 1983, vol. 10, s. 269–287; G. Foster, C. Olsen, T. Shevlin, *Earnings released, anomalies, and the behavior of security returns*, „Accounting Review” 1984, vol. 59, s. 574–603; V. Bernard, J. Thomas, *Post-earnings-announcement drift: delayed price response or risk premium?*, „Journal of Accounting Research” 1989, vol. 27, Supplement, s. 1–36; V. Bernard, J. Thomas, *Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings*, „Journal of Accounting and Economics” 1990, vol. 13, s. 305–340; L. Chan, N. Jegadeesh, J. Lakonishok, *Momentum...*, op.cit., s. 1681–1713.

¹⁰ L. Chan, N. Jegadeesh, J. Lakonishok, *Momentum...*, op.cit., s. 1681–1713; K. Womack, *Do brokerage analysts recommendation hale investment value*, „Journal of Finance” 1996, vol. 51, no. 1, s. 137–167; B. Barber, T. Odean, *Boys will be boys: gender, overconfidence, and common stock investment*, „Quarterly Journal of Economics” 2000, vol. 141, s. 773–806.

¹¹ R. Cohen, P. Gompres, T. Voulteenaho, *Who underreacts to cash-flow news? Evidence from trading between individuals and institutions*, „Journal of Financial Economics” 2002, vol. 66, s. 409–462.

¹² R. Michaely, R. Thaler, K. Womack, *Price reactions to dividend initiations and omissions: overreaction to drift?*, „Journal of Finance” 1995, vol. 50, s. 573–608; R. Boehme, S. Sorescu, *The long-run performance following dividend initiations and resumptions: underreaction or product of chance*, „Journal of Finance” 2002, vol. 57, s. 871–901.

¹³ P. Zielonka, *Czym są finanse behawioralne, czyli krótkie wprowadzenie do psychologii rynków finansowych*, „Materiały i Studia” 2003, nr 158, s. 21.

¹⁴ T. Zaleśkiewicz, *Psychologia inwestora giełdowego. Wprowadzenie do finansów behawioralnych*, Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk 2003, s. 123–124.

¹⁵ J.R. Nofsinger, *Investment Madness: How psychology affects your investing... And what to do about it*, Prentice Hall, London 2001, s. 152–156 oraz P. Zielonka, *Czym są finanse behawioralne...*, op.cit., s. 29.

¹⁶ D. Kahneman, A. Tversky, *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, „Econometrica” 1979, vol. 47, no. 2, s. 263–292.

i Han¹⁷ (2005) oraz Grinblatt, Titman i Wermers¹⁸. W swoich badaniach autorzy sugerują, że w związku z awersją do ryzyka w obszarze zysków inwestorzy preferują sprzedaż akcji, które przyniosły im już pewien zysk¹⁹.

3. Metodologia weryfikacji hipotezy o nadreakcji rynków kapitałowych oraz narzędzia wyznaczania oczekiwanej stopy zwrotu z zastosowania strategii kontrariańskiej na GPW w Warszawie

Hipoteza o nadreakcji i występującej po niej korekcie, zweryfikowana w przeprowadzonym badaniu, została sformułowana następująco:

- Po długookresowych (2-, 3- i 5-letnich) skrajnych zmianach cen akcji spółek notowanych na GPW w Warszawie następują długookresowe (odpowiednio 2-, 3- i 5-letnie) ruchy cen w przeciwnych kierunkach.
- Natężenie początkowych zmian cen determinuje siłę występującej po nich korekty.

W badaniu przeprowadzone zostały 3 niezależne weryfikacje hipotezy o występowaniu nadreakcji cen akcji notowanych na GPW dla horyzontów inwestycyjnych: 2-, 3- i 5-letnich. Przedmiotem badania były wszystkie spółki kwotowane na GPW w Warszawie w okresie 31.12.1991–30.12.2014 przez co najmniej dwa pełne lata kalendarzowe. Jako rynkową stopę zwrotu przyjęto stopę zwrotu z indeksu WIG. Z uwagi na fakt, że WIG jest indeksem dochodowym, konieczne stało się uwzględnienie dywidend w kalkulacji stóp zwrotu z poszczególnych portfeli akcyjnych.

W badaniu posłużono się miesięcznymi stopami zwrotu, a cały 23-letni okres analizy podzielony został na 276 miesięcznych okresów. Poszczególne okresy odpowiednio oznaczono, przyjmując $t = 1$ dla pierwszego miesiąca analizy (od zamknięcia z dnia 31.12.1991 do zamknięcia dnia 30.01.1992), $t = 2$ dla drugiego itd., aż do $t = 276$ dla ostatniego miesiąca analizy (od zamknięcia z dnia 28.11.2014 do zamknięcia z dnia 30.12.2014).

Badanie zakłada coroczne tworzenie portfeli najbardziej dochodowych akcji („zwycięzców”) oraz akcji najbardziej spadkowych („przegranych”) w 2-, 3- oraz

¹⁷ M. Grinblatt, B. Han, *Prospect theory, mental accounting, and momentum*, „Journal of Financial Economics” 2005, vol. 78, no. 2, s. 311–339.

¹⁸ M. Grinblatt, S. Titman, R. Wermers, *The value of active mutual management: an examination of stockholdings and trades of fund managers*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 2002, vol. 35, no. 3, s. 1088–1105.

¹⁹ M. Grinblatt, B. Han, *Prospect theory...*, op.cit., s. 311–339 oraz M. Grinblatt, S. Titman, R. Wermers, *The value of active...*, op.cit., s. 1088–1105.

5-letnich okresach analizy portfela. Portfele spółek „zwycięzców” oznaczono indeksem „W”, a portfele walorów „przegranych” indeksem „L”. Miesiąc, na koniec którego tworzony jest portfel inwestycyjny akcji „zwycięzców” i „przegranych”, oznaczony został jako t_0 . Ze względu na małą liczbę notowanych spółek, niewielką kapitalizację i małe wolumeny obrotu w początkowych latach działalności GPW w Warszawie²⁰ jako dzień utworzenia pierwszego portfela przyjęto koniec 72. miesiąca analizy dla badań dwuletnich ($t_0 = 72$, po sesji z dnia 31.12.1997), koniec 84. miesiąca dla badań trzyletnich ($t_0 = 84$, po sesji z dnia 31.12.1998) oraz koniec 108. miesiąca dla badań opartych na pięcioletnich horyzontach inwestycyjnych ($t_0 = 108$, po sesji z dnia 29.12.2000). W ten sposób wyznaczono 16 okresów 2-letniej analizy, 14 okresów analizy 3-letniej oraz 10 okresów analizy 5-letniej. Horyzonty inwestycyjne poszczególnych portfeli wzajemnie się na siebie nakładały, jednakże ten fakt nie wpływa na wyniki badań, gdyż hipoteza badawcza zakłada możliwość utworzenia portfela inwestycyjnego w dowolnym momencie. Tworzenie portfeli inwestycyjnych na koniec każdego roku kalendarzowego jest podyktowane krótkim okresem istnienia GPW w Warszawie, który uniemożliwiałby wyznaczenie dostatecznej liczby niezależnych okresów analizy (szczególnie w przypadku horyzontów 3- i 5-letnich).

Badanie służące weryfikacji hipotezy nadreakcji przeprowadzono na podstawie analizy miesięcznych dodatkowych stóp zwrotu z poszczególnych walorów w opisanym niżej sposób.

- Wyznaczono nadwyżkowe miesięczne stopy zwrotu dla każdej ze spółek, niezależnie w każdym 2-, 3- i 5-letnim okresie tworzenia portfela, zgodnie ze wzorem (1)²¹:

$$CAR_{i,T} = \sum_t^T AR_{i,t}$$

gdzie:

$CAR_{i,T}$ – skumulowana anormalna stopa zwrotu z i -tego waloru po T -tym okresie t , $AR_{i,t}$ – nadwyżkowa (dodatkowa) stopa zwrotu z i -tego waloru w okresie t , równa stopie zwrotu z i -tego waloru w okresie t pomniejszonej o stopę zwrotu z rynku w tym samym okresie.

- Decyl spółek o najwyższym współczynniku CAR , w danym okresie formacji portfela, zakwalifikowano do portfela akcji „zwycięzców”, zaś dziesięć procent spółek o najniższym CAR – do portfela akcji „przegranych”.

²⁰ W pierwszej sesji na GPW (dnia 16.04.1991) notowano zaledwie 5 spółek. Źródło: *Historia GPW*, <http://www.gpw.pl/historia>, dostęp 01.02.2015.

²¹ B. Barber, J. Lyon, *Detecting long-run abnormal stock returns. The empirical power and specification of test statistics*, „Journal of Financial Economics” 1997, vol. 43, s. 341–372.

- Dla każdej spółki wchodzącej w skład dowolnego portfela wyznaczono dodatkowe miesięczne stopy zwrotu w każdym miesiącu 2-, 3- i 5-letniej analizy. W przypadku braku jakiegokolwiek wartości miesięcznej stopy zwrotu dla dowolnej spółki wchodzącej w skład portfela, spółka ta była permanentnie usuwana z portfela od chwili wystąpienia braku, a dalsza analiza przebiegała tak, jakby dana spółka nie była uwzględniana w portfelu.
- Określono średnią nadwyżkową miesięczną stopę zwrotu w każdym miesiącu analizy dla każdego p -tego portfela ($AR_{p,W,t}$ lub $AR_{p,L,t}$).
- Otrzymane wartości skumulowano po poszczególnych miesiącach, po datach tworzenia portfeli, niezależnie dla każdego p -tego portfela, uzyskując w ten sposób: $CAR_{p,W,T}$ oraz $CAR_{p,L,T}$.
- Wyznaczono średnią wartość skumulowanej nadwyżkowej miesięcznej stopy zwrotu niezależnie dla portfeli 2-, 3- i 5-letnich „zwycięzców” oraz „przegranych”, po poszczególnych miesiącach, po dacie utworzenia portfeli ($ACAR_{p,W,T}$ oraz $ACAR_{p,L,T}$).
- Zweryfikowano, za pomocą testu t-Studenta, hipotezę o występowaniu zjawiska nadreakcji, zakładającą, że dla każdego miesiąca t , w okresie analizy T po formacji portfela ($t \in (t_1 0; t_1 24)$, $t \in (t_1 0; t_1 60)$, $t \in (t_1 0; t_1 36)$, odpowiednio dla 2-, 3- oraz 5- letniego okresu analizy), $ACAR_{p,W,T} < 0$ oraz $ACAR_{p,L,T} > 0$, co z kolei implikuje następującą nierówność: $ACAR_{p,L,T} - ACAR_{p,W,T} > 0$
Taka kolejność działań pozwala na uniknięcie wystąpienia możliwości popełnienia błędów testów statystycznych²².

4. Weryfikacja hipotezy o występowaniu nadreakcji na GPW w Warszawie

W tabeli 1 przedstawiono średnie skumulowane nadwyżkowe stopy zwrotu portfela w poszczególnych miesiącach, licząc od daty utworzenia odpowiednio 2-, 3- i 5-letnich portfeli akcji „zwycięzców” oraz „przegranych”. W tabeli 2 zaprezentowano wyniki weryfikacji hipotezy o występowaniu nadreakcji na GPW przeprowadzone za pomocą testu t-Studenta. Rysunek 1 stanowi graficzne przedstawienie różnic między skumulowanymi miesięcznymi nadwyżkowymi stopami zwrotu z portfeli

²² E. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, „Journal of Finance” 1970, vol. 25, no. 2, s. 383–417; W. De Bondt, R. Thaler, *Does the stock...*, op.cit., s. 793–805; B. Barber, J. Lyon, *Detecting long-run...*, op.cit., s. 341–372.

akcji „przegranych” a stopami zwrotu obliczonymi dla akcji „zwycięzców”, uzyskiwanymi w tożsamych okresach.

Wyniki badania przedstawione w tabeli 1 wskazują na wyraźnie wyższe miesięczne stopy zwrotu uzyskiwane przez portfele akcji „przegranych” niż przez analogiczne portfele akcji „zwycięzców”. Można zauważyć także, że portfele akcji „zwycięzców” charakteryzowała, niemalże w każdym miesiącu analizy, ujemna nadwyżkowa stopa zwrotu, co sugerowałoby dochodowość tych portfeli niższą aniżeli dochodowość portfela rynkowego w analogicznych okresach. Jednakże wartość bezwzględna współczynników $ACAR$ dla portfeli złożonych z akcji „zwycięzców” jest w każdym przypadku znacznie mniejsza aniżeli tożsama wartość uzyskiwana przez portfele akcji „przegranych”. Fakt ten sugeruje zdecydowanie silniejszą nadreakcję rynku na negatywną informację. W każdym analizowanym przypadku bezwzględne wartości średnich skumulowanych nadwyżkowych stóp zwrotu, uzyskiwane ze zbudowanych portfeli w okresach po ich utworzeniu, były znacznie niższe, aniżeli analogiczne wartości uzyskane przez tożsame portfele w okresie ich budowy ($|ACAR_{P,T}|$ dla $\langle t_{-23}; t_0 \rangle > |ACAR_{P,T}|$ dla $\langle t_0; t_{23} \rangle$) oraz ($|ACAR_{P,T}|$ dla $\langle t_{-35}; t_0 \rangle > |ACAR_{P,T}|$ dla $\langle t_0; t_{35} \rangle$) a także ($|ACAR_{P,T}|$ dla $\langle t_{-59}; t_0 \rangle > |ACAR_{P,T}|$ dla $\langle t_0; t_{59} \rangle$). Należy jednak mieć na uwadze fakt, że w okresie tworzenia portfeli wybrane zostały tylko i wyłącznie te spółki, dla których wystąpiła silna nadreakcja, podczas gdy w okresie analizy badane są stopy zwrotu dla wszystkich spółek wchodzących w skład danego portfela, w tym również takie, dla których korekta po wcześniejszej nadreakcji mogła jeszcze nie wystąpić. Uzyskane wyniki zdają się być w pełni zgodne z teoretycznymi założeniami i zdecydowanie potwierdzają hipotezę o występowaniu zjawiska nadreakcji cen na pojawiające się informacje na GPW w analizowanym okresie.

Ponadto, szczególnie w przypadku analizy przeprowadzanej w okresie 3-letnim, można zaobserwować silny wpływ „efektu stycznia”, na stopy zwrotu uzyskiwane przez walory wchodzące w skład portfela akcji „przegranych”²³. Niniejsze zjawisko było widoczne także w badaniu przeprowadzonym przez De Bondta oraz R. Thaler a może wynikać z efektu zakotwiczenia i oczekiwania zmiany trendu na początku nowego roku²⁴.

W celu dokładniejszej analizy uzyskane wyniki przedstawiono na rysunku 1, który prezentuje różnice między średnimi skumulowanymi nadwyżkowymi stopami zwrotu uzyskiwanymi przez portfele 2-, 3- oraz 5-letnich portfeli akcji „przegranych” a odpowiednimi wartościami z portfeli akcji „zwycięzców”.

²³ S. Mehidian, M.J. Perry, *Anomalies in US equity markets: a re-examination of January effect*, „Applied Financial Economics” 2002, vol. 12, no. 2, s. 53–62.

²⁴ W. De Bondt, R. Thaler, *Does the stock...*, op.cit., s. 793–805.

Tabela 1. Średnie skumulowane dodatkowe stopy zwrotu po poszczególnych miesiącach od daty stworzenia odpowiednio 2-, 3- i 5-letnich portfeli akcji „zwycięzców” oraz „przegranych” wyznaczonych w trakcie 16 dwuletnich, 14 trzyletnich i 10 pięcioletnich okresów formacji portfeli w latach 1996–2014

		Analiza 2-letnia		Analiza 3-letnia		Analiza 5-letnia					Analiza 5-letnia	
		ACAR _{WT}	ACAR _{LT}	ACAR _{WT}	ACAR _{LT}	ACAR _{WT}	ACAR _{LT}				ACAR _{WT}	ACAR _{LT}
ACAR _{WT} , t ₀		1,5481	-1,298	1,8935	-1,4933	2,7727	-1,7522			-	-	
Miesiące po dacie utworzenia portfela (t)	1	0,02313	0,04952	0,01981	0,06685	0,04118	0,11142	Miesiąc tworzenia portfela (t)	38	-0,03724	0,73537	
	2	0,03597	0,08800	0,00689	0,17329	0,02927	0,15734		39	-0,03854	0,77981	
	3	0,05202	0,09685	0,01660	0,17030	0,03841	0,16842		40	-0,04221	0,76102	
	4	0,03265	0,15953	-0,00119	0,19102	0,04978	0,19446		41	-0,03131	0,74134	
	5	0,00660	0,14453	-0,03662	0,17293	0,02213	0,16066		42	-0,05325	0,72325	
	6	-0,00848	0,13451	-0,04783	0,14798	-0,01180	0,16234		43	-0,07737	0,66989	
	7	-0,04790	0,10900	-0,06746	0,14052	-0,02367	0,14285		44	-0,07377	0,66214	
	8	-0,06102	0,16146	-0,08275	0,19453	-0,01648	0,18796		45	-0,08337	0,67273	
	9	-0,05076	0,15040	-0,08765	0,17162	-0,02557	0,15613		46	-0,08055	0,66979	
	10	-0,06283	0,13187	-0,08315	0,16558	-0,01736	0,13800		47	-0,10235	0,71641	
	11	-0,07706	0,13802	-0,08863	0,14430	-0,01157	0,14313		48	-0,10910	0,70943	
	12	-0,09549	0,12916	-0,08934	0,13368	-0,03549	0,13516		49	-0,04962	0,76950	
	13	-0,07491	0,21129	-0,05545	0,23127	-0,01574	0,27118		50	-0,04846	0,79764	
	14	-0,06719	0,31322	-0,06507	0,25525	-0,03022	0,30356		51	-0,02910	0,82728	
	15	-0,04775	0,29875	-0,03957	0,26365	-0,02862	0,36484		52	-0,05938	0,85266	
	16	-0,05892	0,31337	0,04184	0,25791	-0,02673	0,36326		53	-0,06480	0,86500	
	17	-0,07854	0,29849	0,01766	0,23149	-0,02949	0,32203		54	-0,08268	0,84909	
	18	-0,09211	0,36877	-0,00532	0,22398	-0,05840	0,32044		55	-0,12312	0,80032	
	19	-0,10662	0,34326	-0,01024	0,21298	-0,07059	0,33381		56	-0,12924	0,76101	
	20	-0,11193	0,35588	-0,00574	0,22919	-0,07496	0,36308		57	-0,13304	0,79369	
	21	-0,13432	0,35246	-0,02982	0,22421	-0,09225	0,33281		58	-0,11235	0,79691	
	22	-0,15026	0,36648	-0,02559	0,23331	-0,03829	0,33416		59	-0,12768	0,80029	
	23	-0,16059	0,37738	-0,02934	0,23042	-0,04423	0,35879		60	-0,12356	0,76583	
	24	-0,16618	0,36835	-0,04912	0,20697	-0,06219	0,35777					
	25	-	-	-0,02209	0,30337	-0,02745	0,53714					
	26	-	-	-0,01568	0,32999	-0,00181	0,57525					
	27	-	-	-0,00099	0,33852	0,01078	0,62401					
	28	-	-	0,00340	0,36071	0,01879	0,64326					
	29	-	-	-0,00248	0,33882	0,00262	0,60368					
	30	-	-	-0,02428	0,33882	-0,03437	0,57888					
	31	-	-	-0,04742	0,31842	-0,06683	0,55924					
	32	-	-	-0,03851	0,30922	-0,05650	0,58898					
	33	-	-	-0,02568	0,27927	-0,06102	0,57436					
	34	-	-	-0,00914	0,29355	-0,06986	0,59078					
	35	-	-	-0,00833	0,31150	-0,08321	0,60328					
	36	-	-	-0,03324	0,28879	-0,08817	0,58296					
	37	-	-	-	-	-0,04972	0,72605					

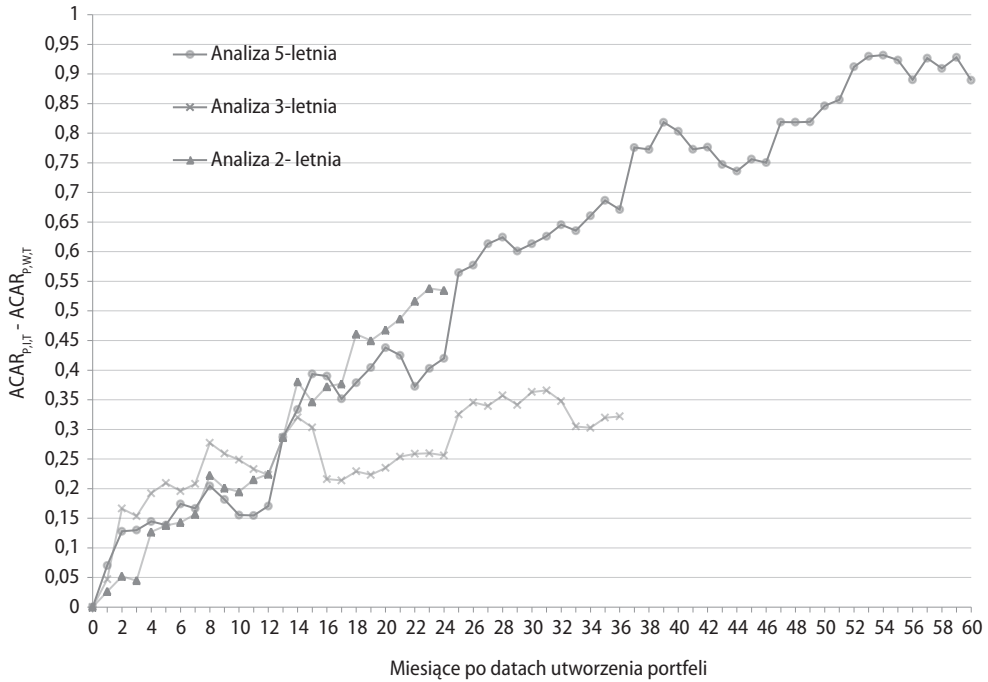
Źródło: opracowanie własne na podstawie archiwalnych notowań dostępnych w serwisie GPWInfostrefa, <http://gpwinfostrefa.pl/GPWIS2/pl/quotes/archive/1>, dostęp 05.01.2015, oraz raportów ESPI dotyczących dywidend, splitów i scaleń, dostępnych w serwisie GPWInfostrefa, <http://gpwinfostrefa.pl/GPWIS2/pl/reports/espi/current,0,0,0,1>, dostęp 05.01.2015.

Tabela 2. Wartość statystyki t-Studenta po poszczególnych miesiącach analizy dla 2-, 3- oraz 5-letnich okresów weryfikacji hipotezy nadreakcji

		Analiza 2-letnia	Analiza 3-letnia	Analiza 5-letnia			Analiza 3-letnia	Analiza 5-letnia
Miesiące po dacie utworzenia portfeli	1	0,68172	0,88955	1,17451	Miesiące po dacie utworzenia portfeli	31	1,64855	2,50302
	2	3,98654	2,33347	1,83671		32	1,61547	2,57738
	3	2,93511	1,77256	1,54789		33	1,41593	2,51419
	4	4,64525	1,96379	1,52618		34	1,38731	2,43556
	5	5,23492	2,10336	1,42219		35	1,42867	2,50871
	6	5,59218	2,01205	2,00598		36	1,39045	2,45402
	7	5,83629	1,88807	1,89970		37	-	2,78244
	8	7,40855	2,16429	2,17339		38	-	2,88776
	9	6,59940	1,95105	1,68541		39	-	3,03119
	10	6,30827	2,00037	1,48293		40	-	2,96620
	11	6,80254	1,59879	1,34567		41	-	2,86822
	12	7,20047	1,60299	1,35254		42	-	2,97298
	13	7,68233	1,79757	1,91687		43	-	2,87254
	14	9,87207	1,90481	2,14422		44	-	2,79386
	15	8,12101	1,62386	2,00562		45	-	2,82099
	16	8,33875	1,03967	1,91045		46	-	2,82019
	17	8,37454	1,02382	1,76027		47	-	3,09983
	18	8,47851	1,14005	1,98924		48	-	3,08967
	19	8,33867	1,12283	2,06597		49	-	3,08655
	20	8,83916	1,16191	2,20325		50	-	3,27694
	21	8,96754	1,19301	2,03786		51	-	3,11565
	22	9,70061	1,23378	1,74014		52	-	3,29013
	23	9,53032	1,21664	1,82625		53	-	3,43934
	24	9,46625	1,19935	1,87223		54	-	3,44954
	25	-	1,52012	2,49554		55	-	3,39477
	26	-	1,65532	2,57978		56	-	3,20625
	27	-	1,51424	2,49527		57	-	3,27700
	28	-	1,58982	2,52980		58	-	3,34804
	29	-	1,52846	2,37502		59	-	3,42074
	30	-	1,64647	2,45754		60	-	3,36696
Średnia		7,04641	-	-			1,56778	2,45912

Źródło: opracowanie własne na podstawie archiwalnych notowań dostępnych w serwisie GPWInfostrefa, <http://gpwinfostrefa.pl/GPWIS2/pl/quotes/archive/1>, dostęp 05.01.2015, raportów ESPI, <http://gpwinfostrefa.pl/GPWIS2/pl/reports/espi/current,0,0,0,1>, dostęp 05.01.2015 oraz Tablicy rozkładu t-Studenta, <http://www.math.uni.wroc.pl/~z-palma/tablicetstudenta.pdf>, dostęp 04.02.2015.

Rysunek 1. Różnica pomiędzy średnią skumulowaną dodatkową stopą zwrotu z portfeli akcji „przegrywanych” i portfeli „zwycięzców” po poszczególnych miesiącach od daty utworzenia portfeli, dla 2-, 3- i 5-letnich analiz



Źródło: opracowanie własne.

Przedstawione na rysunku 1 różnice między $ACAR_{P,L,T}$ a $ACAR_{P,W,T}$ wykazują wyraźne tendencje wzrostowe dla 2- oraz 5-letnich okresów analizy. Co istotne, tendencje te są nie tylko silne, lecz także systematyczne i równomierne. W przypadku badania 3-letnich horyzontów czasowych trend wzrostowy także jest zauważalny, jednakże mniej istotny niż w pozostałych dwóch okresach analizy, a także mniej równomierny. Należy zwrócić uwagę na fakt, że niniejsze różnice są determinowane przede wszystkim przez wzrosty cen akcji „spadkowych”. W przypadku portfeli 5-letnich na koniec okresu obserwacji $ACAR_{P,L,T}$ stanowi 86% niniejszej różnicy. Dla analizy przeprowadzonej w okresach 2- i 3-letnim wartość ta jest równa odpowiednio 89,6% i 68,9%. Fakt ten potwierdza występowanie silnego zjawiska nadreakcji cen akcji na pojawiającą się negatywną informację, a zarazem poddaje w wątpliwość istotność tego zjawiska w przypadku wystąpienia pozytywnej informacji w 3- oraz 5-letnich okresach.

Ostatnim krokiem, niezbędnym do podsumowania weryfikacji hipotezy nadreakcji, jest określenie istotności otrzymanych wyników za pomocą testu t-Studenta. Wartości niniejszej statystyki, dla poszczególnych okresów analizy, przedstawiono w tabeli 2.

Na podstawie przeprowadzonych testów zgodności można stwierdzić, że brak jakichkolwiek podstaw do odrzucenia hipotezy o występowaniu zjawiska nadreakcji rynków kapitałowych i późniejszej korekcie tej nadreakcji dla 2-letnich okresów. Otrzymane wartości statystyki t-Studenta po każdym miesiącu analizy, poza drugim i trzecim, wykazują istotność nawet przy 0,1-procentowym prawdopodobieństwie popełnienia błędu.

W przypadku analizy 3-letnich okresów uzyskane rezultaty nie są już tak jednoznaczne. Hipoteza o występowaniu zjawiska nadreakcji jest bowiem akceptowalna w przypadku większości analizowanych miesięcy, a także na koniec badanego okresu z 20-procentowym prawdopodobieństwem popełnienia błędu. Dokonując szczegółowej analizy, zauważono, że jedną z przyczyn znacznego obniżenia poziomu istotności po 15. miesiącu analizy jest szczególnie wysoki (ponad 16-krotny) miesięczny nadwyżkowy zwrot z walorów jednej ze spółek z portfela „zwycięzców”, utworzonego na koniec 132. miesiąca, osiągnięty przez tę spółkę w 16. miesiącu po dacie utworzenia portfela. Ze względu na znaczne odstępstwo stopy zwrotu z akcji tej spółki od średniej uzyskiwanej w 16. miesiącu po dacie utworzenia portfela, przez wszystkie spółki ze wszystkich portfeli, wartość ta istotnie wpłynęła na wyniki przeprowadzonego testu. Nie należy jednak usilnie tłumaczyć osiągniętego poziomu istotności niniejszą anomalią, jednakże znaczna zmiana poziomu istotności po 16. miesiącu analizy wymagała znalezienia przyczyny, żeby w prawidłowy sposób zinterpretować całość badania.

Zjawisko nadreakcji w pięcioletnich horyzontach inwestycyjnych zostało potwierdzone przy poziomie istotności $\alpha = 0,05$, zarówno dla średniej wartości ze wszystkich analizowanych miesięcy, jak i na koniec badanego okresu. Uzyskany wynik pozwala na zaakceptowanie hipotezy o występowaniu nadreakcji i jej późniejszej korekty dla pięcioletnich okresów inwestycyjnych.

Podsumowując wyniki niniejszej empirycznej weryfikacji postawionej hipotezy o występowaniu zjawiska nadreakcji i późniejszej jej korekty na GPW w Warszawie, można stwierdzić, że z pewnością występuje ono w przypadku 2- oraz 5-letnich horyzontów inwestycyjnych. Jest także wysoce prawdopodobne dla 3-letnich okresów, jednakże jego siła i istotność jest w niniejszym przypadku nieco niższa. O ile we wszystkich analizowanych przypadkach korekta trendu spadkowego jest wyraźna, o tyle korekta trendu wzrostowego nie została jednoznacznie potwierdzona dla 3-letnich horyzontów inwestycyjnych.

5. Kalkulacja stopy zwrotu długoterminowej strategii kontrariańskiej na GPW w Warszawie w horyzontach 2-, 3- i 5-letnich

Przeprowadzenie badania na podstawie współczynników *CAR*, choć najpoprawniejszy pod względem statystycznym, nie odzwierciedla w możliwie najlepszy sposób realnych, możliwych do osiągnięcia dochodów z praktycznego zastosowania długoterminowej strategii kontrariańskiej. W celu wyznaczenia oczekiwanej stopy zwrotu z 2-, 3-, oraz 5-letniej inwestycji w portfele „zwycięzców” oraz „przeigranych” należy posłużyć się historyczną, średnią stopą zwrotu, osiąganą przez te portfele w niniejszych okresach, przy założeniu równomiernej alokacji kapitału we wszystkie walory wchodzące w skład danego portfela i nieingerowaniu w jego strukturę przez cały okres inwestycji. Aby zachować tożsame zasady formacji portfeli i późniejszych obserwacji, w niniejszym badaniu za najbardziej dochodowe spółki uznano te, które osiągnęły najwyższą 2-, 3-, oraz 5-letnią stopę zwrotu w okresie formacji portfela, zaś w skład portfeli akcji „przeigranych” wchodzi spółki o najniższych stopach zwrotu z tożsamych okresów.

Stopy zwrotu uzyskane w strategii kontrariańskiej w okresach 2-, 3- i 5-letnich przedstawione zostały w tabeli 3. Niezależnie od okresów budowania, portfele akcji „przeigranych” cechują się wysoką dochodowością na koniec każdego okresu, kilkakrotnie przekraczając stopę zwrotu z portfela rynkowego. Stopa zwrotu w strategii kontrariańskiej dla portfeli 2-, 3- i 5-letnich jest równa odpowiednio: 73,67%, 129,52% oraz 354,6%. Różnice między zwrotami z inwestycji w portfel rynkowy a inwestycjami w portfele akcji „zwycięzców”, podobnie jak w przypadku analizy za pomocą wskaźnika *CAR*, wydają się nie być statystycznie istotne. W związku z powyższym, ze względu na znacznie wyższą przeciętną dochodowość inwestycji w portfele akcji „przeigranych” oraz wyższe prawdopodobieństwo występowania naderakcji na pojawienie się negatywnej informacji, zaleca się ograniczenie stosowania strategii kontrariańskiej tylko i wyłącznie do dokonywania kupna walorów znajdujących się w 2-, 3- oraz 5-letnich trendach spadkowych. Aby ułatwić dalszą interpretację dochodowości ze stosowania tej strategii, uzyskane wartości średnich stóp zwrotu w poszczególnych miesiącach (licząc od dnia inwestycji), z portfeli 2-, 3- oraz 5-letnich akcji „przeigranych” przedstawiono na rysunku 2.

W przypadku portfeli 2-letnich akcji „przeigranych” zauważalny jest dynamiczny wzrost dochodów z inwestycji przez cały okres analizy, z wyłączeniem krótkiego okresu spadków w okolicach od 3. do 6. miesiąca po datach utworzenia portfeli (mogących wynikać z tymczasowej presji podażowej spowodowanej działaniem

inwestorów przedwcześnie realizujących zyski). Trend wzrostowy jest bardzo silny, przybiera lekko paraboliczny kształt. Stopa zwrotu z inwestycji w 2-letnie portfele akcji „przeigranych”, wynosząca 73,67%, jest w analogicznym okresie niemalże trzykrotnie większa niż stopa zwrotu z 2-letniego portfela rynkowego (25,67%).

Dochodowości portfeli 3-letnich akcji „przeigranych” są przeciętnie wyższe niż dochodowości tożsamych portfeli 2-letnich. Po okresie 2 lat od dnia utworzenia portfeli stopa zwrotu z 3-letnich akcji „przeigranych” była równa 91,85%. Wartość portfela przyrasta regularnie do 28. miesiąca analizy (zwrot równy 150,08%), sugerując silny, również nieco paraboliczny, trend wzrostowy w tym okresie. Po 28. miesiącu następuje powolna zmiana trendu, która skutkuje osiągnięciem stopy zwrotu równej 129,52% na koniec 3-letniego okresu analizy.

Tabela 3. Oczekiwane stopy zwrotu z inwestycji w portfele „przeigranych” oraz „zwycięzców” po poszczególnych miesiącach od daty ich formacji, przy praktycznym zastosowaniu 2-, 3- i 5-letniej strategii kontrariańskiej na GPW w Warszawie

		Analiza 2-letnia			Analiza 3-letnia			Analiza 5-letnia			Analiza 5-letnia			
		ER _{W,T}	ER _{L,T}	ER _{WIG,T}	ER _{W,T}	ER _{L,T}	ER _{WIG,T}	ER _{W,T}	ER _{L,T}	ER _{WIG,T}	ER _{W,T}	ER _{L,T}	ER _{WIG,T}	ER _{WIG,T}
Miesiące po dacie utworzenia portfela (t)	1	0,03633	0,07256	0,02008	0,0377	0,1032	0,0242	0,0153	0,1322	0,0046	38	0,5894	2,4362	0,5235
	2	0,06027	0,1199	0,02208	0,0700	0,1976	0,0126	0,0079	0,1752	-0,016	39	0,6087	2,6133	0,5699
	3	0,0944	0,15949	0,03833	0,1097	0,2520	0,0366	0,0691	0,2463	0,0109	40	0,6350	3,0512	0,6060
	4	0,11592	0,1828	0,06389	0,1155	0,2924	0,0630	0,1047	0,2962	0,0481	41	0,5827	3,0027	0,5936
	5	0,08428	0,12982	0,06053	0,0929	0,2454	0,0637	0,0836	0,2220	0,0530	42	0,5513	3,1488	0,6048
	6	0,06468	0,10441	0,05894	0,1044	0,2220	0,0663	0,0511	0,1777	0,0422	43	0,5917	2,8576	0,6685
	7	0,05871	0,11962	0,08873	0,0896	0,2337	0,0931	0,0748	0,1956	0,0865	44	0,5956	2,6266	0,6473
	8	0,0448	0,18926	0,0796	0,0925	0,3162	0,1036	0,1060	0,3656	0,1107	45	0,6266	2,5809	0,6717
	9	0,04154	0,15408	0,05893	0,0528	0,2485	0,0749	0,0948	0,3369	0,1031	46	0,6242	2,5674	0,6784
	10	0,05919	0,16702	0,08295	0,0501	0,2644	0,0969	0,1450	0,3668	0,1304	47	0,5340	3,1573	0,6841
	11	0,06069	0,18314	0,08714	0,0499	0,2879	0,1028	0,1557	0,4035	0,1284	48	0,4644	3,0572	0,7020
	12	0,07827	0,28146	0,12185	0,0660	0,4351	0,1426	0,2056	0,6502	0,1542	49	0,4470	3,7261	0,6981
	13	0,12627	0,38228	0,14545	0,0936	0,5534	0,1616	0,3133	0,8408	0,1665	50	0,4146	4,1303	0,6908
	14	0,1495	0,45615	0,14801	0,1074	0,5386	0,1666	0,3397	0,8197	0,1687	51	0,6004	5,1715	0,7498
	15	0,18715	0,54556	0,16874	0,1793	0,7762	0,1881	0,4162	1,1346	0,2089	52	0,5537	4,5673	0,7953
	16	0,20101	0,57513	0,18484	0,2361	0,7926	0,2018	0,4389	1,1507	0,2423	53	0,5982	4,3982	0,8006
	17	0,19273	0,47424	0,18928	0,2187	0,7026	0,2047	0,4402	0,9707	0,2405	54	0,5630	4,4728	0,7967
	18	0,20161	0,51844	0,18568	0,2143	0,6238	0,1950	0,4536	0,9197	0,2374	55	0,4829	4,3177	0,8620
	19	0,16991	0,51047	0,2103	0,2038	0,6356	0,2252	0,4836	0,9458	0,2849	56	0,4388	3,9636	0,8325
	20	0,16903	0,50919	0,21735	0,2313	0,6509	0,2303	0,4663	0,9797	0,2902	57	0,4002	3,9311	0,8501
	21	0,15565	0,52444	0,2023	0,2219	0,7055	0,2220	0,4610	1,0099	0,2872	58	0,3881	3,9731	0,8606
	22	0,16677	0,56976	0,22428	0,2472	0,7597	0,2449	0,4478	1,3510	0,3114	59	0,2669	3,8814	0,8451
	23	0,16784	0,66319	0,22662	0,2412	0,8156	0,2454	0,4971	1,5519	0,2983	60	0,2767	3,5426	0,8400

		Analiza 2-letnia			Analiza 3-letnia			Analiza 5-letnia		
		ER _{W,T}	ER _{L,T}	ER _{WIG,T}	ER _{W,T}	ER _{L,T}	ER _{WIG,T}	ER _{W,T}	ER _{L,T}	ER _{WIG,T}
Miesiące po dacie utworzenia portfela (t)	24	0,18358	0,73666	0,25672	0,2366	0,9186	0,2708	0,4835	1,4027	0,3263
	25	–	–	–	0,3072	1,2365	0,2812	0,5041	2,1498	0,3334
	26	–	–	–	0,3613	1,2255	0,2812	0,5954	2,0322	0,3477
	27	–	–	–	0,4320	1,3875	0,3006	0,6465	2,2566	0,3885
	28	–	–	–	0,4576	1,5008	0,3249	0,6278	2,4889	0,4209
	29	–	–	–	0,4736	1,3883	0,3288	0,6315	2,2803	0,4125
	30	–	–	–	0,4539	1,3962	0,3204	0,6216	2,2991	0,4287
	31	–	–	–	0,4551	1,3823	0,3478	0,5445	2,2213	0,4810
	32	–	–	–	0,4521	1,3269	0,3479	0,4875	2,1805	0,4718
	33	–	–	–	0,4716	1,2926	0,3497	0,4858	2,1248	0,4740
	34	–	–	–	0,4666	1,3601	0,3755	0,4781	2,3368	0,4841
	35	–	–	–	0,5081	1,3431	0,3729	0,4975	2,3623	0,4745
	36	–	–	–	0,5161	1,2952	0,3841	0,5057	2,1850	0,5047
	37	–	–	–	–	–	–	0,6308	2,6320	0,5155

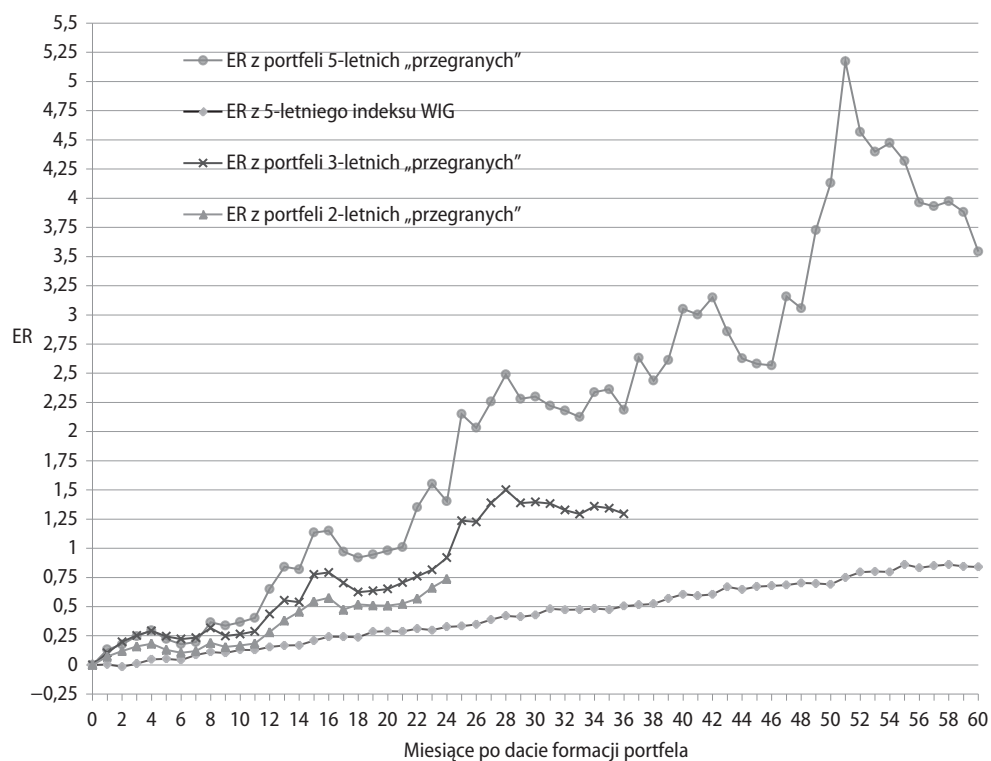
Źródło: jak pod tab.1.

Inwestowanie w walory znajdujące się w 5-letnim trendzie spadkowym wydaje się być najlepszą strategią inwestycyjną. Oczekiwana stopa zwrotu z tego typu portfeli wynosi bowiem aż 352,26% po 5-letnim okresie inwestycji. Na uwagę zasługuje fakt, że w 51. miesiącu stopa zwrotu z tego typu portfeli uzyskuje wartość 517,15%. Co istotne, przyrosty zwrotów przez pierwsze 51. miesiące analizy są regularne, z niewielką paraboliczną tendencją wzrostową i wyraźnym przyspieszeniem w końcowej fazie wzrostów (47.–51. miesiąc). Wysoka dynamika wzrostu w tych miesiącach może być dodatkowo potęgowana przez efekt zakotwiczenia i aktywności inwestorów stosujących analizę techniczną, którzy uznali pewną wartość (najprawdopodobniej poprzedni znaczący szczyt cenowy) za punkt odniesienia dla aktualnego trendu. Po 51. miesiącu następuje zmiana trendu, o nieco mniejszej sile niż końcowa faza trendu wzrostowego.

Realizacja zysku z przeciętnego portfela 2-, 3- lub 5-letnich akcji „przeigranych” w dowolnym momencie skutkowałaby większą stopą zwrotu w porównaniu do stopy zwrotu z portfela rynkowego, uzyskanej w tym samym okresie inwestowania. Ponadto zauważalna jest zależność, że im dłuższy był efekt momentum, tym silniejsza korekta po nim występująca. Portfele 5-letnich akcji „przeigranych” uzyskiwały bowiem wyższe stopy zwrotu niemalże po każdym miesiącu analizy niż portfele 3-letnich akcji „przeigranych”, które z kolei były na każdym etapie bardziej dochodowe od portfeli 2-letnich akcji „przeigranych”. Powyższa zależność jest zgodna z wynikami

uzyskanymi przez J. Schwagera²⁵. Osiągnięcie lokalnego maksimum cenowego na kilka miesięcy przed końcem okresu obserwacji przez portfele 3- oraz 5-letnich akcji „przeigranych” sugeruje z kolei występowanie korekty krótszej niż czas trwania pierwotnej nadreakcji. Uzyskane wyniki są zgodne z teoretycznymi założeniami oraz wynikami innych podobnych badań, a praktyczne zastosowanie strategii kontrariańskiej może skutkować osiągnięciem ponadprzeciętnej dochodowości. Maksymalne zyski, uzyskiwane z portfela 5-letnich akcji „przeigranych”, sięgające 352% w skali 5 lat (i nawet 517,15% po 51 miesiącach) są wyjątkowo wysokie.

Rysunek 2. Oczekiwane stopy zwrotu z inwestycji w portfele 2-, 3- oraz 5-letnich „przeigranych” po poszczególnych miesiącach od dnia formacji portfeli



Źródło: opracowanie własne na podstawie tabeli 3.

Znacznie wyższa rentowność strategii zakładającej jednorazową, równomierną inwestycję we wszystkie walory w danym portfelu i nieingerowanie w jego struk-

²⁵ J. Schwager, *Market sense...*, op.cit., s. 25–46.

turę przez cały okres analizy niż strategii zakładającej comiesięczną równomierną, co do kapitału, inwestycję we wszystkie walory w portfelu dodatkowo potwierdza prawidłowość zjawiska nadreakcji. Sugeruje bowiem, że spółki, dla których nastąpiła zmiana trendu spadkowego, dalej silniej wzrastają. Korzystniejsze jest bowiem utrzymywanie większego kapitału w spółkach, dla których zmiana trendu już nastąpiła, i które aktualnie znajdują się w fazie „odreagowania” nadreakcji²⁶, niż równomierne comiesięczne dzielenie kapitału między wszystkie walory. Należy jednak mieć na uwadze fakt, że metodologia drugiego z przeprowadzonych badań zakłada ciągle reinwestowanie kapitału przez cały okres trwania inwestycji, co także implikuje występowanie wyższych stóp zwrotu na koniec niniejszego okresu analizy. Ponadto także kryterium wyboru spółek do portfeli „zwycięzców” oraz „przegranych” na podstawie odpowiednio 2-, 3- oraz 5-letnich stóp zwrotu prawdopodobnie w lepszy sposób odzwierciedla spostrzeżenia i reakcje inwestorów, niż klasyfikacja bazująca na współczynniku CAR. Wyniki przeprowadzonych badań potwierdzają także wzajemną zależność przyszłych i przeszłych stóp zwrotu oraz występowanie efektu momentum.

6. Podsumowanie

Na podstawie dokonanej analizy występowania nadreakcji na polskim rynku kapitałowym oraz wyników przeprowadzonych badań można sformułować szereg wniosków.

- Istnieją poważne teoretyczne przesłanki występowania zjawiska nadreakcji i jej późniejszej korekty, w szczególności w przypadku wystąpienia informacji negatywnej. Przy czym obserwuje się tutaj zależność, że im silniejsza jest pierwotna nadreakcja, tym silniejsza występująca po niej korekta.
- Na GPW w Warszawie występuje zjawisko nadreakcji implikujące późniejszą korektę i zmianę trendu w 2-, 3-, oraz 5-letnich okresach. Należy jednak uwzględnić fakt, że poza 2-letnim okresem analizy jest ono istotne tylko dla początkowych trendów spadkowych (dla korekty występującej po nadreakcji na pojawiającą się negatywną informację). Jego istotność jest największa dla 2-letnich okresów, w których to nie wykazano podstaw do odrzucenia badanej hipotezy nawet przy prawdopodobieństwie popełnienia błędu w wysokości 0,1%. Dla 5-letnich okresów hipotezy nie należy odrzucać przy poziomie istotności $\alpha = 0,5$. W przypadku analizy 3-letniej istotność uzyskanych wyników jest już

²⁶ Czy też innymi słowy w fazie korekty po silnej zmianie ceny.

znacznie niższa i wykazuje 20-procentową szansę popełnienia błędu, a stopy zwrotu z portfeli akcji „zwycięzców” nie wykazują żadnej, dającej się zaobserwować tendencji. Efekt zmiany trendu, dla wszystkich analizowanych okresów, w przypadku spółek „spadkowych” jest jednak wyraźnie zauważalny.

- Stosowanie długoterminowej strategii kontrariańskiej na GPW w Warszawie może przynieść ponadprzeciętne zyski. Nie należy się ich jednak doszukiwać w zajmowaniu pozycji krótkiej dla najbardziej wzrostowych walorów, lecz w kupowaniu spółek spadkowych. Potwierdzono bowiem, że nadreakcja na złą informację, a co za tym idzie jej korekta, jest zdecydowanie silniejsza niż nadreakcja na informację pozytywną. W tym przypadku najskuteczniejszą strategią jest inwestycja w portfele 5-letnich akcji „przegranych”, którą cechuje wysoka pięcioletnia stopa zwrotu, równa 353,26% (zakładając ciągle reinwestowanie zysków i brak jakiegokolwiek ingerencji w strukturę portfela przez cały okres analizy). Dokonując tożsamej, co do zasad i czasu, inwestycji w portfel rynkowy, można oczekiwać zwrotu na poziomie 84,00% po 5. roku od daty utworzenia portfela. Co istotnie, portfele pięcioletnich akcji „przegranych” osiągnęły szczyt trendu wzrostowego w 51. miesiącu po dacie formacji portfela, notując nieprawdopodobnie wysoki, 517, 15-procentowy zwrot. Inwestycje w portfele 2- i 3-letnich akcji „przegranych” również cechuje zdecydowanie ponadprzeciętna oczekiwana stopa zwrotu. Dwuletnia średnia stopa zwrotu z portfeli złożonych z 2-letnich akcji przegranych wynosi bowiem 73,67%, a zwrot uzyskany na koniec 3-letniego okresu inwestycji w portfele 3-letnich akcji „przegranych” ukształtował się na poziomie 129,52% (maksymalna stopa zwrotu była równa 150,08% i została uzyskana po 28. miesiącu, licząc od daty tworzenia portfeli). Nie odnotowano natomiast statystycznie istotnej dochodowości strategii krótkiej sprzedaży, stosowanej wobec najsilniej rosnących spółek w tych okresach. Dlatego też zaleca się ograniczenie stosowania długoterminowej strategii kontrariańskiej tylko i wyłącznie do dokonywania kupna walorów znajdujących się w 2-, 3- oraz 5-letnich trendach spadkowych.

Co istotne, wszystkie uzyskane wyniki są ze sobą spójne i potwierdzają założenia wynikające z teoretycznych, a także psychologicznych aspektów podejmowania decyzji. Ponadto są zgodne co do zasady z wynikami uzyskiwanymi przez innych badaczy koncentrujących się na efekcie momentum i zjawisku zmiany trendu. Uzyskane wyniki nie tylko potwierdzają występowanie obu zjawisk, ale także, tak jak pozostałe badania, sugerują silniejszą korektę długookresowych trendów, a także znacznie wyraźniejszą irracjonalną nadreakcję na informację negatywną.

Długoterminowa strategia kontrariańska, polegająca na inwestowaniu w walory znajdujące się w trendzie spadkowym, ze względu na uzyskaną niezwykle wysoką,

oczekiwaną dochodowość, powinna stać się tematem dalszych teoretycznych rozważań i praktycznych badań. W kolejnych analizach należałoby zwrócić uwagę na jej dochodowość w innych, także dłuższych horyzontach inwestycyjnych. Ponadto badania mogłyby zostać poszerzone o weryfikację hipotezy o występowaniu nadreakcji dla różnych modeli klasyfikujących spółki jako najbardziej dochodowe bądź „przebrane” oraz niezależną weryfikację nadreakcji na negatywną i pozytywną informację. Powinno się także rozważyć tworzenie portfeli składających się z innej (większej bądź mniejszej) liczby spółek.

Bibliografia

1. Ball R., Brown P., *An empirical evaluation of accounting income numbers*, „Journal of Accounting Research” 1968, vol. 6, s. 159–178.
2. Barber B., Lyon J., *Detecting long-run abnormal stock returns. The empirical power and specification of test statistics*, „Journal of Financial Economics” 1997, vol. 43, s. 341–372.
3. Barber B., Odean T., *Boys will be boys: gender, overconfidence, and common stock investment*, „Quarterly Journal of Economics” 2000, vol. 141, s. 773–806.
4. Bernard V., Thomas J., *Post-earnings-announcement drift: delayed price response or risk premium?*, „Journal of Accounting Research” 1989, vol. 27, Supplement, s. 1–36.
5. Bernard V., Thomas J., *Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings*, „Journal of Accounting and Economics” 1990, vol. 13, s. 305–340.
6. Boehme R., Sorescu S., *The long-run performance following dividend initiations and resumptions: underreaction or product of chance*, „Journal of Finance” 2002, vol. 57, s. 871–901.
7. Chan L., Jegadeesh N., Lakonishok J., *Momentum Strategies*, „Journal of Finance” 1996, vol. 51, no. 5, s. 1681–1713.
8. Cohen R., Gompres P., Voulteenaho T., *Who underreacts to cash-flow news? Evidence from trading between individuals and institutions*, „Journal of Financial Economics” 2002, vol. 66, s. 409–462.
9. Czerwonka M., Gorlewski B., *Finanse behawioralne. Zachowania inwestorów i rynku*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012.
10. De Bondt W., Thaler R., *Does the stock market overreact?*, „Journal of Finance” 1995, vol. 40, 3, s. 793–805.
11. Dreman D., *Contrarian investment strategy*, Random House, New York 1979.

12. Dreman D., *Contrarian investment strategies: the next generation*, Simon&Schuster, New York 1998.
13. Dreman D., *The new contrarian investment strategy*, Random House, New York 1982.
14. Fama E., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, „Journal of Finance” 1970, vol. 25, no. 2, s. 383–417.
15. Foster G., Olsen C., Shevlin T., *Earnings released, anomalies, and the behavior of security returns*, „Accounting Review” 1984, vol. 59, s. 574–603.
16. Grinblatt M., Han B., *Prospect theory, mental accounting, and momentum*, „Journal of Financial Economics” 2005, vol. 78, no. 2, s. 311–339.
17. Grinblatt M., Titman S., Wermers R., *The value of active mutual management: an examination of stockholdings and trades of fund managers*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 2002, vol. 35, no. 3, s. 1088–1105.
18. Hirshleifer D., Teoh S.W., *Herd behavior and cascading in capital markets: a review and synthesis*, European Financial Management 2003, 9(1).
19. Kahneman D., Tversky A., *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, „Econometrica” 1979, vol. 47, no. 2, s. 263–292.
20. Mehidian S., Perry M.J., *Anomalies in US equity markets: a re-examination of January effect*, „Applied Financial Economics” 2002, vol. 12, no. 2, s. 53–62.
21. Michaely R., Thaler R., Womack K., *Price reactions to dividend initiations and omissions: overreaction to drift?*, „Journal of Finance” 1995, vol. 50, s. 573–608.
22. Nofsinger J.R., *Investment Madness: How psychology affects your investing... And what to do about it*, Prentice Hall, London 2001.
23. Plummer T., *Psychologia rynków finansowych*, WIG-Press, Warszawa 1995.
24. Rendeleman R., Jones C., *Latane, Empirical anomalies based on unexpected earnings and the importance of risk adjustment*, „Journal of Financial Economics” 1983, vol. 10, s. 269–287.
25. Schwager J., *Market sense and nonsense. How the markets really work (or how they don't)*, John Wiley & Sons, New Jersey 2013.
26. Szyszka A., *Behawioralne aspekty kryzysu finansowego*, „Bank i Kredyt” 2009, nr 40(4).
27. Szyszka A., *Finanse behawioralne. Nowe podejście do inwestowania na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2009.
28. Szyszka A., *Wycena papierów wartościowych na rynku kapitałowym w świetle finansów behawioralnych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2007.
29. Szyszka A., *Zjawisko kontynuacji stóp zwrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, „Bank i Kredyt” 2006.

30. Womack K., *Do brokerage analysts recommendation hale investment value*, „Journal of Finance” 1996, vol. 51, no. 1, s. 137–167.
31. Wójtowicz T., *Efekt momentum na GPW w Warszawie w latach 2003–2010*, „Ekonomia Menedżerska” 2011, nr 9, s. 63–74.
32. Zaleśkiewicz T., *Psychologia inwestora giełdowego. Wprowadzenie do finansów behawioralnych*, Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk 2003.
33. Zielonka P., *Czym są finanse behawioralne, czyli krótkie wprowadzenie do psychologii rynków finansowych*, „Materiały i Studia” 2003, nr 158.

Strony internetowe

1. *Historia GPW*, <http://www.gpw.pl/historia>
2. Notowania archiwalne, <http://gpwinfostrefa.pl/GPWIS2/pl/quotes/archive/1>
3. Raporty ESPI, <http://gpwinfostrefa.pl/GPWIS2/pl/reports/espi/current,0,0,0,1>
4. *Tablica rozkładu t-Studenta*, <http://www.math.uni.wroc.pl/~zpalma/tablicetstudenta.pdf>
5. *WIG – metodologia indeksu akcji Głównego Rynku GPW*, http://static.gpw.pl/pub/files/PDF/indeksy/zmiana1/2014_03_31_WIG.pdf

Analysis of the phenomenon of market overreaction on the Warsaw Stock Exchange in the period of 1992–2014

Summary

The article verifies the hypothesis of the phenomenon of overreaction on capital markets and the price correction resulting from it through an analysis of stock quoted on the Warsaw Stock Exchange in the years 1992–2014. Besides, it evaluates the profitability of the long-term contrarian strategy, which is based on the phenomenon of overreaction. The empirical research referring to the studies conducted by De Bond and Thaler in 1995 does not only confirm the occurrence of the phenomenon of overreaction on the Warsaw Stock Exchange in the analysed period but also emphasizes an extremely high profitability resulting from the application of the contrarian strategy.

Keywords: phenomenon of overreaction, contrarian strategy, behavioural finance.

Marcin Olbrycht

Kolegium Zarządzania i Finansów

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Analiza wpływu polityki pieniężnej na decyzje inwestycyjne sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce

Streszczenie

Tematem niniejszego artykułu jest oddziaływanie polityki pieniężnej na sektor małych i średnich przedsiębiorstw w zakresie podejmowania decyzji inwestycyjnych. Sektor ten generuje w Polsce około połowy nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw, co powoduje, że poziom inwestycji tego sektora odgrywa istotną rolę w gospodarce. Polityka pieniężna poprzez mechanizm transmisji monetarnej ma wpływ na decyzje przedsiębiorstw w zakresie inwestycji. Głównym problemem badawczym było znalezienie kluczowych czynników wpływu polityki pieniężnej na sektor MŚP w zakresie inwestycji. Pierwszy element analizy stanowiła pozytywna weryfikacja hipotezy, czy stopa inflacji ma większy wpływ na decyzje inwestycyjne przedsiębiorców z sektora MŚP niż wartość stóp referencyjnych. Na tej podstawie sformułowany został wniosek, że inflacja jest ważniejszym czynnikiem niż stopy referencyjne, ponieważ powoduje wzrost dochodów nominalnych przedsiębiorstw, przez co znajdują one dodatkowe środki na inwestycje. Druga hipoteza dotyczyła różnicy we wpływie polityki pieniężnej na poszczególne segmenty sektora MŚP. Zróżnicowanie wewnątrz tego sektora, szczególnie różnice pomiędzy mikroprzedsiębiorstwami z jednej strony a małymi i średnimi firmami z drugiej strony, powodują istotne różnice w oddziaływaniu polityki pieniężnej.

Słowa kluczowe: małe i średnie przedsiębiorstwa, MŚP, nakłady inwestycyjne, segmentacja przedsiębiorstw

1. Wprowadzenie

Najważniejszym motywem podjęcia tytułowego tematu badań jest rola sektora mikro, małych i średnich przedsiębiorstw (dalej jako sektor MŚP) w nowoczesnej gospodarce. W Polsce sektor ten, w liczbie prawie 1,8 mln firm, wytwarza 48,5% PKB i zapewnia miejsca pracy dla 6,3 mln osób¹. Czynnikiem sukcesu tego sektora są: dokładna kontrola kosztów, innowacyjność oraz wysoka jakość zasobów ludzkich. Inną istotną cechą przedsiębiorstw z sektora MŚP jest szybkość reakcji na zmiany rynkowe i elastyczność działania osiągnięta dzięki płaskiej strukturze zarządzania opartej na niewielkiej liczbie szczebli, szybkie kanały przepływu informacji i jedno centrum decyzyjne². Z tego względu istotnym zagadnieniem jest wpływ państwa na sektor MŚP, realizowany między innymi przez mechanizm transmisji polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego (NBP).

Decyzje inwestycyjne firm z sektora MŚP są istotnym czynnikiem rozwoju ich konkurencyjności na rynku, na którym spotykają się z silniejszą konkurencją ze strony dużych przedsiębiorstw i korporacji³. Blisko 50-procentowy udział sektora najmniejszych podmiotów gospodarczych w finansowaniu ogółu inwestycji sektora prywatnego w Polsce powoduje, że odgrywa on poważną rolę w generowaniu popytu krajowego. Wyraża się to kwotą prawie 75 mld PLN.

Celem niniejszego artykułu jest pokazanie oddziaływania polityki pieniężnej na sektor małych i średnich przedsiębiorstw w zakresie podejmowania decyzji inwestycyjnych. Główne hipotezy artykułu dotyczą wpływu polityki pieniężnej na finansowanie inwestycji przez sektor MŚP. Po pierwsze, analiza materiału badawczego ma na celu sprawdzenie hipotezy, że poziom inflacji ma większy wpływ na działalność inwestycyjną firm z sektora MŚP niż poziom stopy referencyjnej NBP. Drugą hipotezą jest pokazanie, że zróżnicowanie firm z sektora MŚP jest istotnym wyróżnikiem w oddziaływaniu NBP na ten sektor. Hipoteza ta odnosi się szczególnie do różnic pomiędzy mikroprzedsiębiorstwami a grupą małych i średnich firm. W celu

¹ J. Łapiński et al., *Małe i średnie przedsiębiorstwa w Polsce*, w: *Raport o stanie małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2011–2012*, red. A. Tarnawa, P. Zadura-Lichota, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2013, s. 15, 18, 24.

² S. Ignatiuk, *Konkurencyjność przedsiębiorstw z sektora MSP na rynku polskim*, „Economy and Management” 2011, 3, s. 7–10; R. Blackburn, *Segmenting the SME Market and Implications for Service Provision. A Literature Review*, Research Paper, ACAS, London 2012, s. 5.

³ M. Fic, J. Jędrzejczak-Gas, *Uwarunkowania rozwoju sektora MŚP – wybrane zagadnienia*, w: *Nierówności społeczne a wzrost gospodarczy. Aspekt międzynarodowy, sektorowy, regionalny i lokalny*, red. M.G. Woźniak, Zeszyt nr 5, Uniwersytet Rzeszowski, Rzeszów 2004, s. 199.

weryfikacji hipotez badawczych w pierwszej części zostały opisane determinanty podejmowania decyzji inwestycyjnych. W kolejnej części artykułu poddano analizie strukturę finansowania przedsiębiorstw z sektora MŚP. Ważne jest zweryfikowanie hipotezy o istotnej roli podziału sektora na grupę mikroprzedsiębiorstw i pozostałe, większe podmioty – małe i średnie przedsiębiorstwa. W ostatnim rozdziale, za pomocą wskaźnika korelacji liniowej Pearsona, dokonano testów obu hipotez, a otrzymane wyniki zostały odpowiednio opisane i porównane do wcześniejszych wywodów.

2. Czynniki podejmowania decyzji inwestycyjnych

W literaturze wymienia się różne czynniki podejmowania decyzji inwestycyjnych przez przedsiębiorstwa z sektora MŚP. M. Fic i J. Jędrzejczak-Gas wymieniają trzy typy uwarunkowań działalności inwestycyjnej MŚP: wewnętrzne (cechy społeczno-zawodowe właściciela/menedżera, rodzaj działalności, status prawny, wysokość kapitałów), lokalne i regionalne (rozwój gospodarczy regionu, warunki instytucjonalne, otoczenie biznesu, wsparcie samorządów regionalnych) oraz zewnętrzne (konjunktura gospodarcza, regulacje systemu finansowo-podatkowego, wysokość stóp procentowych, dostępność usług bankowych, finansowe i pozafinansowe wsparcie rządu)⁴. Z kolei M. Szczepaniec wymienia dziesięć determinant, którym ankietowani przedsiębiorcy (badanie QUALIFACT na próbie 1154 firm z sektora MŚP w 2007 r.) przypisali punkty w skali 1–10 jako czynnikom decydującym o podjęciu inwestycji⁵. Wskazano najważniejsze czynniki decydujące o podjęciu inwestycji: rosnący popyt (średnia ocena 7,39 pkt), wymagania klientów (7,32), posiadanie wolnych środków finansowych (6,47) i presję ze strony konkurencji (6,11). Za czynniki mniej ważne uznano: dostęp do funduszy UE (5,00), warunki kredytowania (4,74), dostęp do leasingu (4,24). Wzmacnia to pierwszą hipotezę badania, że wartość stopy inflacji bardziej wpływa na decyzje inwestycyjne firm MŚP niż cena pieniądza, gdyż determinanty zewnętrzne okazały się dla badanych przedsiębiorstw ważniejsze niż warunki kredytowania, w tym wysokość oprocentowania kredytów.

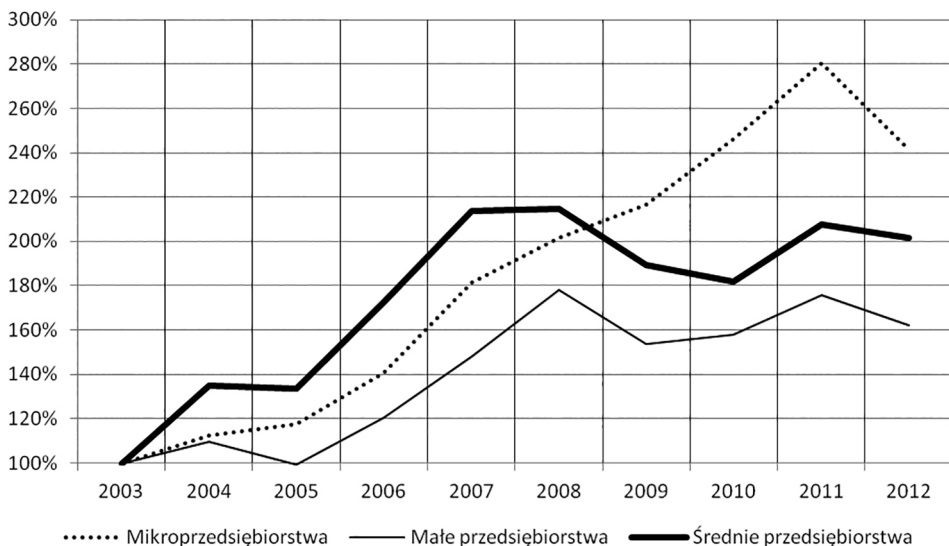
Przebieg dynamiki nakładów inwestycyjnych ze strony różnych kategorii pokazuje różnicowane reakcje poszczególnych grup MŚP w latach 2003–2012. Generalnie,

⁴ Ibidem, s. 5–6.

⁵ M. Szczepaniec, *Oddziaływanie bodźców w zakresie zwiększenia dostępu do kredytów inwestycyjnych dla małych i średnich przedsiębiorstw*, w: *Behawioralne determinanty rozwoju przedsiębiorczości w Polsce. Ekonomia behawioralna finansowania przedsiębiorczości*, red. P. Kulawczuk, A. Pozewiecki, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2010, s. 2.

w tym okresie tylko mikroprzedsiębiorcy zwiększali poziom nakładów w porównaniu rok do roku, z załamaniem dopiero w 2012 r., natomiast małe i średnie firmy notowały kilkakrotnie spadek nakładów inwestycyjnych⁶. Prawdopodobnie powodem, dla którego tylko mikroprzedsiębiorcy, prawie zawsze, stale zwiększali środki na inwestycje, była prorozwojowa strategia, stosowana nawet w okresie kryzysu, podczas gdy wyraźnie widać, że większe firmy, przejściowo, zmniejszały poziom nakładów inwestycyjnych, gdy pojawił się kryzys 2008–2009, a także w okresie pokryzysowym 2009–2010. Z tego też powodu wzrastał nawet udział mikroprzedsiębiorstw w strukturze nakładów inwestycyjnych przedsiębiorców ogółem kosztem dużych firm⁷. Na rysunku 1 pokazano różnice pomiędzy segmentem mikroprzedsiębiorstw a małymi i średnimi firmami.

Rysunek 1. Dynamika nakładów inwestycyjnych MŚP w latach 2003–2012



Źródła: opracowanie własne na podstawie J. Łapiński et al., *Małe i średnie przedsiębiorstwa w Polsce*, w: *Raport o stanie małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2011–2012*, red. A. Tarnawa, P. Zadura-Lichota, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2013, s. 39 (dane za lata 2003–2011); *Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2012–2013*, red. P. Zadura-Lichota, A. Tarnawa, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2014, s. 139 (dane za rok 2012).

⁶ Wszystkie dane za: J. Łapiński et al., *Małe... op.cit.*, s. 39 i następne.

⁷ A. Skowronek-Mielczarek, *Uwarunkowania rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013, s. 155–156.

Z drugiej strony, w wartościach bezwzględnych wśród MŚP to średnie firmy ponoszą największe nakłady inwestycyjne. W 2012 r. poziom ich nakładów inwestycyjnych wyniósł 32,8 mld PLN, podczas gdy małych firm tylko 17,3 mld PLN, a mikroprzedsiębiorstw 24,4 mld PLN⁸. Wynika z tego, że średnie przedsiębiorstwa (grupa) odgrywają najważniejszą rolę jako inwestorzy w sektorze MŚP.

Różnice pomiędzy mikro a małymi i średnimi przedsiębiorstwami pokazują szczególnie dane po przeliczeniu średniej z nakładów inwestycyjnych przypadającej na 1 firmę z danego sektora. W 2012 r. na 1 średnie przedsiębiorstwo przypadało 2115 tys. PLN nakładów inwestycyjnych, na 1 małe przedsiębiorstwo 304 tys. PLN, a na mikroprzedsiębiorstwo tylko 14 tys. PLN. Pokazuje to różnice w poziomie inwestycji w sektorze MŚP, w którym z jednej strony występują średnie firmy dysponujące przeciętnie kapitałem o wartości ponad 2 mln PLN rocznie na inwestycje, a z drugiej strony firmy mikro z zasobami o wartości 14 tys. PLN.

3. Struktura finansowania MŚP

W tabeli 1 pokazano, że mikroprzedsiębiorcy stanowią najbardziej liczną grupę w całym sektorze MŚP. Wśród nich jest najwięcej osób pracujących i ponad jedna trzecia zatrudnionych, osiągają najwyższe przychody i zdecydowanie wyższy (ponad dwa razy wyższy od innych grup) zysk brutto. Mikroprzedsiębiorcy są kluczowymi podatnikami w sektorze MŚP, gdyż ich zyski brutto przewyższają zsumowane zyski brutto małych i średnich przedsiębiorstw. Dzieje się tak przy przychodach podobnych do przychodów średnich firm, a firmy mikro działają bardzo efektywnie, osiągając zyski przy relatywnie niskich kosztach.

Małe firmy stanowią mniejszą grupę przedsiębiorstw, ale w przeliczeniu na 1 przedsiębiorstwo obejmującą stosunkowo dużo zatrudniających i pracujących. Ich wyniki finansowe są też wyższe w przeliczeniu na jedno przedsiębiorstwo niż wyniki mikroprzedsiębiorstw. Warto też zauważyć, że potrafią, razem jako kategoria przedsiębiorstw, wygenerować zysk brutto prawie równy średnim przedsiębiorstwom, chociaż ich przychody są o ponad 200 mld PLN niższe.

Średnie firmy to najmniej liczna grupa firm o najwyższym poziomie zatrudnienia w sektorze MŚP. Najwięcej też, w wartościach bezwzględnych, wynoszą ich nakłady inwestycyjne, a wyniku tego osiągają najwyższe przychody brutto. Jednak średnie firmy mają przy tym najwyższe koszty, gdyż pomimo przychodów prawie równych

⁸ Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2012–2013, red. P. Zadura-Lichota, A. Tarnawa, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2014, s. 139.

mikroprzedsiębiorcom, uzyskują 2,5 razy niższe zyski. Wśród ogółu przedsiębiorstw (łącznie z dużymi firmami) średnie przedsiębiorstwa w latach 2003–2011 wykazały największy wzrost nakładów inwestycyjnych na jedną firmę (14,1%), chociaż te nakłady nie rosły stale, rok do roku, tak jak to wykazują dane statystyczne dla mikroprzedsiębiorców⁹. Udział nakładów inwestycyjnych średnich firm wynosił w 2011 r. ponad 32 mld PLN, co czyni je największymi inwestorami w sektorze MŚP.

Tabela 1. Dane dotyczące przedsiębiorstw z sektora MŚP (za 2012 r.)

Dane	Mikro	Małe	Średnie	MŚP ogółem
Liczba aktywnych przedsiębiorstw (w tys.)	1 719,0	57,0	15,5	1 791,5
Liczba pracujących – właściciele i zatrudnieni (w mln os.)	3,5	1,2	1,6	6,3
Średnia na 1 przedsiębiorstwo (w os.)	2	21	103	4
Liczba zatrudnionych pracowników (w mln os.)*	1,3	1,1	1,6	4,0
Średnia na 1 przedsiębiorstwo (w os.)	1	19	103	2
Przychody ogółem (w mln PLN)	762 443	554 616	767 118	2 084 177
Średnia na 1 przedsiębiorstwo (w tys. PLN)	443	9 730	49 491	1 163
Zysk brutto (w mln PLN)	106 332	39 121	40 097	185 550
Średnia na 1 przedsiębiorstwo (w tys. PLN)	61	686	2 586	103

* Różnica między liczbą pracujących a zatrudnionych wynika z dużej liczby osób samozatrudnionych w sektorze MŚP (ponad 2,4 mln osób). Osoby te są wliczane do statystyk osób pracujących, ale nie są zaliczane do liczby osób zatrudnionych (za J. Łapiński et al., *Małe i średnie przedsiębiorstwa w Polsce, w: Raport o stanie małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2011–2012*, red. A. Tarnawa, P. Zadura-Lichota, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2013, s. 27).

Źródło: opracowanie własne na podstawie: GUS, *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2012 r.*, Warszawa 2014, s. 49–50.

Te wstępne dane pokazują, że istnieją poważne różnice wewnątrz sektora MŚP, które dotyczą finansowej strony ich działalności, a to z kolei jest czynnik poddany wpływom polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego. Z jednej strony jest widoczny segment mikroprzedsiębiorców, który obejmuje bardzo wiele podmiotów gospodarczych i ponad połowę pracujących w sektorze MŚP. Mikroprzedsiębiorcy mniej wydają na inwestycje i generują niższe przychody niż pozostałe segmenty MŚP, ale za to wykazują najwyższe zyski brutto, więc można założyć, że płacą wyższe podatki niż małe i średnie przedsiębiorstwa. Te ostatnie tworzą z drugiej strony mniej liczną, ale grupę przedsiębiorstw, które jednak więcej inwestują i osiągają większe przychody, chociaż ponoszą też relatywnie wyższe koszty. Powyższe fakty stanowią potwierdzenie hipotezy o istotnym znaczeniu różnic wewnątrz sektora MŚP.

⁹ Wszystkie dane za J. Łapiński et al., *Małe...*, op.cit., s. 34–41.

W cytowanym badaniu QUALIFACT statystyki pokazały, iż z kredytów najmniej korzystają mikroprzedsiębiorstwa, a najbardziej firmy małe i średnie. Przykładowo kredyt inwestycyjny złotowy wykazywało tylko 3% firm mikro, 10% małych firm i 17% średnich podmiotów gospodarczych. Natomiast spośród firm z sektora MŚP z kredytów korzystało 15% firm mikro, 25% małych firm i 31% średnich firm.

Mikro i małe przedsiębiorstwa chętniej sięgają po kredyt na rachunku bieżącym. Firmy średnie korzystają częściej z kredytów inwestycyjnych. Z kolei statystyki dotyczące skuteczności wniosków kredytowych pokazują, że małe i średnie przedsiębiorstwa częściej spotykają się z pozytywną decyzją (80% pozytywnych) niż firmy mikro (około 50%). Mniejsze firmy mają także więcej problemów z uzyskaniem kredytów długoterminowych niż średnie podmioty gospodarcze; ponoszą także wyższe koszty kredytowania w bankach niż średnie firmy, ponieważ banki stosują wobec nich wyższe oprocentowanie¹⁰. Jest tak dlatego, że najmniejsze podmioty gospodarcze nie dysponują dostatecznym zabezpieczeniem zobowiązań. Dostępność źródeł finansowania jest zatem zależna od wielkości przedsiębiorstwa. Firmy średnie mają ułatwiony dostęp do kredytów bankowych, franchisingu, factoringu i pożyczek z sektora pozabankowego¹¹.

Kolejne różnice dotyczą wykorzystania środków unijnych przez różne podmioty z sektora MSP. Wskazuje się, że konkurencja o środki UE między firmami mikro i małymi a średnimi podmiotami nie jest równa ze względu na różnice w zatrudnieniu oraz zbyt wysokie dolne progi dotacji. Często stosowany mechanizm refundacji w projektach unijnych także prowadzi do preferencji podmiotów średnich lub dużych i eliminuje np. mikrofirmy rzemieślnicze. Kolejną przeszkodą jest skomplikowana dokumentacja aplikacyjna, która wymaga odpowiednich zasobów kadrowych i wiedzy, a to z natury rzeczy jest trudniej dostępne dla mniejszych podmiotów¹². Prawidłowość w nierównym dostępie do funduszy UE pokazują badania ankietowe. W badaniach Lewiatana 55% firm średnich wnioskowało o dofinansowanie ze środków unijnych, podczas gdy tylko 12,5% firm mikro występowało o tego typu wsparcie¹³.

¹⁰ J. Brodowska-Szewczuk, *Źródła finansowania małych i średnich przedsiębiorstw*, Zeszyty naukowe Akademii Podlaskiej w Siedlcach, Seria: Administracja i Zarządzanie (10) 2009, nr 83, s. 138–140; D. Zuzek *Źródła finansowania rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce i Unii Europejskiej*, Uniwersytet Rolniczy, Kraków 2013, s. 521.

¹¹ D. Zuzek, *Źródła...*, op.cit., s. 520.

¹² C.T. Szyjko, *Innowacyjność MŚP a wykorzystanie funduszy Unii Europejskiej*, Polskie Towarzystwo Wspierania Przedsiębiorczości, Katowice 2010, s. 6–8.

¹³ Konfederacja Lewiatan, *Polskie MSP na drodze ku nowoczesności. Ujęcie według klas wielkości*, raport przygotowany na zlecenie Konfederacji Lewiatan na podstawie badania ankietowego CBOS, 2013, s. 46.

Różnice w dostępie do finansowania występują także w zależności od etapu rozwoju firmy. Nowe firmy to z natury rzeczy najczęściej mniejsze podmioty¹⁴, co sprawia, że są zmuszone bardziej korzystać z kapitału własnego¹⁵. Etap rozwoju przedsiębiorstwa jest czynnikiem, który ma wpływ na sposób finansowania rozwoju podmiotu gospodarczego. Na początku źródłem działalności są zasoby właścicieli i ewentualnie pożyczki od krewnych lub znajomych. Następnie, w fazie rozwojowej, przedsiębiorstwa z tego sektora korzystają z zatrzymanych zysków¹⁶. Dlatego najczęściej to mikroprzedsiębiorcy wskazują na brak środków finansowych jako czynnik hamujący ich rozwój¹⁷. Z czasem znaczenia nabiera możliwość finansowania działalności ze źródeł zewnętrznych¹⁸.

Przedsiębiorstwa z sektora MSP raczej nie biorą pod uwagę pozakredytowych źródeł finansowania, np. emisji akcji. Ponadto wielu przedsiębiorców chętniej sięga po pożyczki od znajomych i rodziny zamiast kredytów bankowych. Przyczyną są wysokie koszty oraz wymagane zabezpieczenia kredytu lub pożyczki w przypadku źródeł zewnętrznych¹⁹. Ogółem średnio tylko 15% firm z sektora MŚP korzysta z finansowania kredytowego²⁰, co jest postrzegane jako problem w rozwoju tego typu podmiotów gospodarczych. Rozwiązanie można upatrywać w rozwoju instrumentów dopasowanych do poszczególnych segmentów przedsiębiorstw z sektora MŚP²¹. Na ogół mikroprzedsiębiorstwa rzadziej korzystają z kredytów niż małe i średnie firmy, więc polityka pieniężna ma inny wpływ na ich strukturę finansowania.

4. Analiza korelacji pomiędzy polityką pieniężną a inwestycjami firm z sektora MŚP

Narodowy Bank Polski ma wpływ na podmioty gospodarcze poprzez mechanizm transmisji monetarnej. Polityka pieniężna oddziałuje na wielkość produkcji

¹⁴ Wg *Raportu o stanie małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2011–2012*, red. A. Tarnawa, P. Zadura-Lichota, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2013, s. 170; w 2012 r. powstało 517 tys. nowych podmiotów gospodarczych, z czego firm mikro było 498 tys., małych – 17 tys., średnich – 1,8 tys., a dużych – 0,5 tys.

¹⁵ D. Zuzek, *Źródła...*, op.cit., s. 521.

¹⁶ S. Ignatiuk, *Konkurencyjność...*, op.cit., s. 10.

¹⁷ *SMEs, Entrepreneurship and Innovation*, OECD Studies on SMEs and Entrepreneurship, 2010, s. 91.

¹⁸ S. Ignatiuk, *Konkurencyjność...*, op.cit., s. 17.

¹⁹ J. Brodowska-Szewczuk, *Źródła...*, op.cit., s. 136–137.

²⁰ Wszystkie dane za: M. Szczepaniec, *Oddziaływanie...*, op.cit., s. 6–7.

²¹ M. Szczepaniec, *Wielkość firmy a wzorce korzystania z usług bankowych*, „Bank i Kredyt” 2007, lipiec, s. 53.

i poziom cen. Mechanizm transmisji monetarnej funkcjonuje za pomocą trzech kanałów: kanału stopy procentowej, kanału kursu walutowego i kanału kredytowego²². Głównym narzędziem oddziaływania banku centralnego na cenę kredytów, w wyżej opisanym mechanizmie, są w sposób pośredni operacje otwartego rynku. Ich rentowność jest determinowana przez poziom stopy referencyjnej NBP, zatwierdzonej przez Radę Polityki Pieniężnej²³. Stopy referencyjne należą do podstawowych stóp procentowych banku centralnego, które kształtują dochodowość bonów pieniężnych sprzedawanych na rynku międzybankowym. W ten sposób pośrednio wartość stóp referencyjnych ma wpływ na oprocentowanie kredytów i pożyczek udzielanych przez banki komercyjne osobom fizycznym i podmiotom gospodarczym, w tym przedsiębiorstwom z sektora MŚP²⁴.

Z powyższych przyczyn stopa referencyjna została włączona do badania statystycznego jako jedna z dwóch zmiennych objaśniających, obok stopy inflacji, które mają wpływ na wielkość nakładów inwestycyjnych sektora MŚP. Analiza korelacji została wykorzystana w niniejszym badaniu do oceny współzależności i takich jej cech, jak kształt i siła oddziaływania pomiędzy polityką pieniężną a decyzjami inwestycyjnymi firm z sektora MŚP. Jako najbardziej popularny wskaźnik do tego typu obliczeń został wykorzystany współczynnik korelacji liniowej Pearsona²⁵, który został obliczony oddzielnie dla poziomu nakładów inwestycyjnych mikro, małych i średnich przedsiębiorstw oraz średniorocznych wartości stóp referencyjnych i stóp inflacji w latach 2003–2011. Odpowiednie dane źródłowe zostały zaprezentowane w tabeli 2.

Pierwszym elementem analizy jest przedstawienie materiału statystycznego w postaci diagramu korelacyjnego, aby zbadać zależność pomiędzy nakładami poszczególnych grup przedsiębiorstw z sektora MŚP a stopami referencyjnymi i stopami inflacji. Diagramy korelacyjne zostały zbudowane na podstawie szeregów korelacyjnych zawierających odpowiednie dane. Zgodnie z literaturą²⁶ uznano, że przy relatywnie małej liczbie obserwacji będzie to najlepsza metoda na sprawdzenie, czy w powstałych szeregach korelacyjnych istnieje zależność liniowa.

²² M. Kapuściński, T. Łyziak, J. Przystupa, E. Stanisławska, A. Sznajderska, E. Wróbel, *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Co wiemy w 2013 roku?*, Materiały i Studia 2014, nr 306, Narodowy Bank Polski, s. 8–9.

²³ NBP, *System operacyjny polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego w latach 2008–2012*, Warszawa 2012, s. 5.

²⁴ A. Kaźmierczak, *Polityka pieniężna w gospodarce otwartej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 144.

²⁵ B. Pułaska-Turyńska, *Statystyka dla ekonomistów*, wyd. III zm., Difin, Warszawa 2011, s. 303–304.

²⁶ *Ibidem*, s. 232.

Tabela 2. Poziom nakładów inwestycyjnych²⁷ mikro, małych i średnich przedsiębiorstw, stopy referencyjne²⁸ NBP i stopy inflacji²⁹ w Polsce w latach 2003–2012

Rok	Nakłady inwestycyjne mikroprzedsiębiorstw [w mln PLN]	Nakłady inwestycyjne małych przedsiębiorstw [w mln PLN]	Nakłady inwestycyjne średnich przedsiębiorstw [w mln PLN]	Stopy referencyjne NBP [w %]	Stopy inflacji [w %]
2003	10 088	10 680	16 259	5,88	0,83
2004	11 364	11 689	21 944	6,08	3,49
2005	11 842	10 613	21 703	5,15	2,13
2006	14 179	12 845	28 041	4,13	1,02
2007	18 321	15 827	34 759	4,58	2,49
2008	20 356	19 011	34 942	5,54	4,22
2009	21 853	16 416	30 806	3,88	3,45
2010	24 848	16 877	29 598	3,50	2,59
2011	28 282	18 757	33 785	4,13	4,27
2012	24 370	17 332	32 787	4,50	3,70

Źródło: *Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2012–2013*, red. P. Zadura-Lichota, A. Tarnawa, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2014, s. 139 (dane o nakładach inwestycyjnych); http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/dzienne/stopy_archiwum.htm, dostęp 01.03.2015 (poziom stóp referencyjnych NBP); <http://www.bankier.pl/gospodarka/wskazniki-makroekonomiczne/inflacja-rdr-pol>, dostęp 01.03.2015 r. (poziom wskaźnika stopy inflacji).

Podstawą obliczeń wskaźnika korelacji liniowej Pearsona jest porównanie wartości dwóch zmiennych i wobec tego na potrzeby badania dokonano sześciu obliczeń

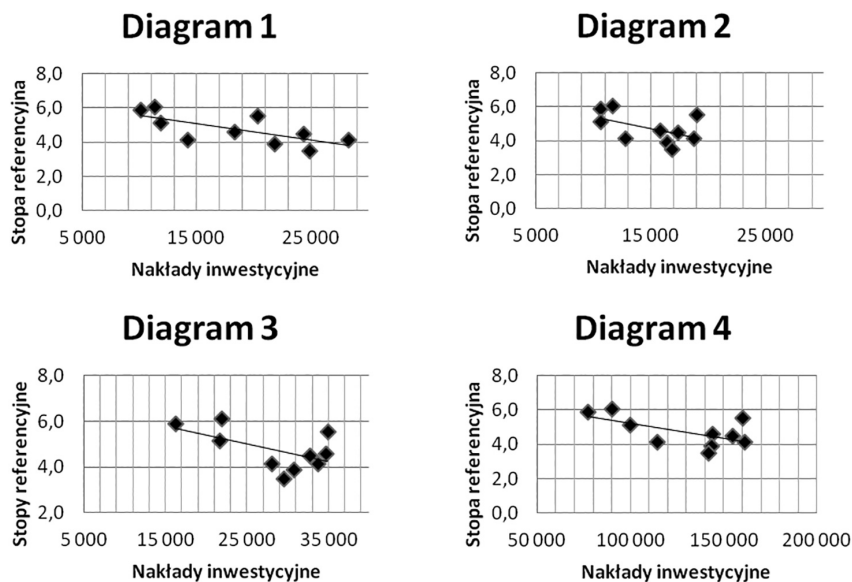
²⁷ Zgodnie z definicją GUS za nakłady inwestycyjne przyjmuje się „nakłady finansowe lub rzeczowe, których celem jest stworzenie nowych środków trwałych lub ulepszenie (przebudowa, rozbudowa, rekonstrukcja lub modernizacja) istniejących obiektów majątku trwałego, a także nakłady na tzw. pierwsze wyposażenie inwestycji”, http://stat.gov.pl/metainformacje/sloownik-pojec/definicje-pojec/223_pojecie.html, dostęp 7.06.2015.

²⁸ Zgodnie z informacjami ze strony Portalu Edukacji Ekonomicznej NBP stopa referencyjna jest zdefiniowana jako „rentowność bonów pieniężnych emitowanych przez Narodowy Bank Polski w trakcie podstawowych operacji otwartego rynku. Operacje te polegają na zakupie lub sprzedaży krótkoterminowych, z reguły 7-dniowych, bonów pieniężnych na rynku międzybankowym w celu przywrócenia równowagi płynnościowej w sektorze bankowym. Wysokość stopy referencyjnej wpływa na poziom WIBOR-u, który stanowi podstawę oprocentowania kapitału obcego”, <http://www.nbportal.pl/sloownik/stopa-referencyjna>, dostęp 7.06.2015 r. W pracy przyjęto średnią arytmetyczną z wartości stóp referencyjnych w danym roku.

²⁹ Zgodnie z informacjami ze strony Portalu Edukacji Ekonomicznej NBP, stopa inflacji jest zdefiniowana jako „indeks wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych. (...) Jest średnią ważoną cen towarów i usług nabywanych przez przeciętne gospodarstwo domowe”, <http://www.nbportal.pl/sloownik/wskaznik-cen-towarow-i-uslug-konsumpcyjnychcpi>, dostęp 7.06.2015.

korelacji nakładów inwestycyjnych poszczególnych segmentów sektora MSP oraz wartości stóp referencyjnych NBP i stopy inflacji (rysunek 2).

Rysunek 2. Diagramy korelacyjne wartości nakładów inwestycyjnych oraz poziomu stóp referencyjnych NBP w latach 2003–2012



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z tabeli 2.

Diagramy 1–4 przedstawiają zależność pomiędzy wartościami nakładów inwestycyjnych (odpowiednio diagram 1 – mikro, 2 – małych, 3 – średnich, 4 – wszystkich przedsiębiorstw) a stopami referencyjnymi w latach 2003–2012. Rozrzut punktów pokazuje zależność, w przybliżeniu liniową (pokazuje to naniesiona linia trendu), ujemną, gdyż wraz ze spadkiem wartości stóp referencyjnych rośnie wartość nakładów inwestycyjnych.

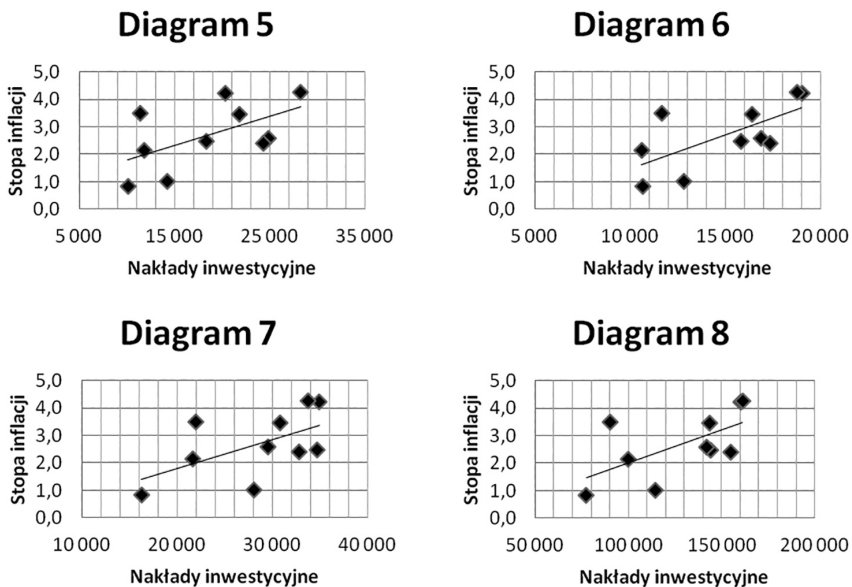
Tabela 3. Obliczenia współczynnika korelacji liniowej Pearsona nakładów inwestycyjnych i stopy referencyjnej w latach 2003–2012

Współczynnik korelacji liniowej Pearsona	Nakłady inwestycyjne mikroprzedsiębiorstw	Nakłady inwestycyjne małych przedsiębiorstw	Nakłady inwestycyjne średnich przedsiębiorstw	Nakłady inwestycyjne przedsiębiorstw
	-0,70	-0,51	-0,56	-0,59

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z tabeli 2.

Wyniki zawarte w tabeli 3 pokazują, że największa korelacja w stosunku do stóp referencyjnych zachodzi wobec nakładów inwestycyjnych mikroprzedsiębiorstw. Umiarkowany wpływ stóp referencyjnych występuje wobec inwestycji małych i średnich podmiotów gospodarczych. Można to tłumaczyć tym, że mikroprzedsiębiorstwa cechują się słabszym poziomem kapitału, więc chociaż rzadziej niż pozostałe podmioty biorą kredyty, to ich koszt jednak ma poważny wpływ na decyzje inwestycyjne. Jest to spójne z wynikami badań Konfederacji Lewiatan³⁰. Ten paradoks można próbować wytłumaczyć faktem, że część sprzedaży produktów i usług mikroprzedsiębiorców jest zależna od odbiorców, którzy finansują się kredytami. Stąd tak duża zależność inwestycji firm mikro od poziomu stóp referencyjnych. Natomiast małe i średnie przedsiębiorstwa, jako podmioty o silniejszej pozycji rynkowej, zawsze mogą zneutralizować wzrost stóp procentowych przez negocjacje warunków z bankami lub finansowanie działalności inwestycyjnej z alternatywnych źródeł (fundusze unijne, leasing, emisja akcji).

Rysunek 3. Diagramy korelacyjne wartości nakładów inwestycyjnych oraz poziomu stóp inflacji w latach 2003–2012



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z tabeli 2.

³⁰ Konfederacja Lewiatan..., op.cit., s. 54.

Diagramy na rysunku 3 przedstawiają zależność pomiędzy wartościami nakładów inwestycyjnych (odpowiednio diagram 5 – mikro, 6 – małych, 7 – średnich, 8 – wszystkich przedsiębiorstw) a stopą inflacji w latach 2003–2012. Rozrzut punktów pokazuje zależność, w przybliżeniu liniową (pokazuje to naniesiona linia trendu), dodatnią, gdyż wraz ze wzrostem wartości stopy inflacji, rośnie wartość nakładów inwestycyjnych.

Tabela 4. Obliczenia współczynnika korelacji liniowej Pearsona nakładów inwestycyjnych i stopy inflacji w latach 2003–2012

Współczynnik korelacji liniowej Pearsona	Nakłady inwestycyjne mikro-przedsiębiorstw	Nakłady inwestycyjne małych przedsiębiorstw	Nakłady inwestycyjne średnich przedsiębiorstw	Nakłady inwestycyjne przedsiębiorstw
	0,66	0,74	0,63	0,70

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z tabeli 2.

W wynikach z tabeli 4 są widoczne różnice pomiędzy mikroprzedsiębiorcami a małymi i średnimi podmiotami gospodarczymi. W korelacji nakłady inwestycyjne – stopy referencyjne różnice są jednoznacznie widoczne. Natomiast w korelacji do stopy inflacji najwyższy wskaźnik korelacji wykazują wartości nakładów inwestycyjnych małych przedsiębiorców, chociaż różnica pomiędzy poszczególnymi segmentami sięga tylko kilku procent.

Wyraźnie jest widoczne, że stopa inflacji wpływa bardziej na inwestycje w sektorze MŚP niż poziom stopy referencyjnej. Wartość korelacji nakładów inwestycyjnych firm z sektora MŚP oraz stóp inflacji w latach 2003–2012 jest wyższa niż wartość korelacji nakładów inwestycyjnych MŚP i stóp referencyjnych. To oznacza, że wzrost cen ma silniejszy wpływ na wzrost inwestycji firm z sektora MŚP niż obniżanie stóp referencyjnych. Jest to zbieżne m.in. z cytowanymi wcześniej wynikami badania QUALIFACT, gdzie czynniki ogólnogospodarcze były bardziej istotne dla decyzji inwestycyjnych badanych firm z sektora MŚP niż warunki kredytowania, w tym poziom stóp procentowych. Powyższe wyniki potwierdzają także wnioski z innych badań ankietowych wśród przedsiębiorców z sektora MŚP o wysokiej wrażliwości tych firm na czynnik inflacji³¹. Inflacja powoduje zwiększenie dochodów nominalnych przedsiębiorstw, przez co dysponują one dodatkowymi środkami na inwestycje. W ten sposób firmy z sektora MŚP pozyskują środki własne na nakłady inwestycyjne. Jest to istotne, gdyż tego typu przedsiębiorstwa na finansowanie działalności

³¹ Ibidem, s. 53.

częściej wykorzystują środki własne niż kredytowe. Stąd inflacja staje się dla nich ważniejszym czynnikiem wzrostu niż stopy referencyjne.

5. Podsumowanie

Oddziaływanie państwa na sektor MŚP, też za pomocą polityki pieniężnej, ma duże znaczenie ze względu na znaczącą pozycję najmniejszych firm w gospodarce. W Stanach Zjednoczonych już w latach 60. Rezerwa Federalna wprowadzała politykę preferencji dla kredytowania firm MŚP przez instytucje finansowe³². Obecnie istnieje wiele programów skierowanych celowo do MŚP, co stanowi kolejny argument dla rozwoju badań w tym obszarze.

Zaprezentowane w tym artykule analizy pokazują, że polityka pieniężna ma silniejszy wpływ na sektor MŚP poprzez stopę inflacji niż przez stopy referencyjne. Wynika to z faktu, że wzrost poziomu cen sprzyja wzrostowi przychodów w ujęciu nominalnym, co generuje dodatkowe środki na inwestycje. Ponadto została udowodniona hipoteza o ważnej roli segmentacji wewnątrz MŚP. Czynnikiem ten jest bardzo istotny: polityka pieniężna może mieć inne skutki dla najmniejszych podmiotów typu mikroprzedsiębiorstwa, a inne dla segmentu małych i średnich firm. Ten fakt implikuje wniosek, że konkretne instrumenty polityki gospodarczej powinny być dobierane z uwzględnieniem tego zjawiska.

Na podstawie powyższych wyników rysują się kolejne kierunki badań. Najbardziej ciekawy wydaje się temat segmentacji MŚP z punktu widzenia polityki pieniężnej czy innych polityk szczegółowych państwa. Tego rodzaju systematyzacja nie musi być oparta na podziale na mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa, który wywodzi się z polityki Komisji Europejskiej³³. Tworzenie typologii dopasowanych do poszczególnych celów gospodarczych na pewno poprawi skuteczność oddziaływania na sektor MŚP.

Bibliografia

1. Blackburn R., *Segmenting the SME Market and Implications for Service Provision. A Literature Review*, Research Paper, ACAS, London 2012.
2. Brodowska-Szewczuk J., *Źródła finansowania małych i średnich przedsiębiorstw*, Zeszyty naukowe Akademii Podlaskiej w Siedlcach, Seria: Administracja i Zarządzanie (10)2009, nr 83.

³² A. Kaźmierczak, *Polityka...*, op.cit., s. 158.

³³ Blackburn, *Segmenting...*, op.cit., s. 9.

3. Fic M., Jędrzejczak-Gas J., *Uwarunkowania rozwoju sektora MŚP – wybrane zagadnienia*, w: *Nierówności społeczne a wzrost gospodarczy. Aspekt międzynarodowy, sektorowy, regionalny i lokalny*, red. M.G. Woźniak, Zeszyt nr 5, Uniwersytet Rzeszowski, Rzeszów 2004.
4. GUS, *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2012 r.*, Warszawa, 2013.
5. GUS, *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2013 r.*, Warszawa 2014.
6. Ignatiuk S., *Konkurencyjność przedsiębiorstw z sektora MSP na rynku polskim*, „Economy and Management” 2011, nr 3.
7. Kapuściński M., Łyziak T., Przystupa J., Stanisławska E., Sznajderska A., Wróbel E., *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Co wiemy w 2013 roku?*, Materiały i Studia 2014, nr 306, Narodowy Bank Polski.
8. Kaźmierczak A., *Polityka pieniężna w gospodarce otwartej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
9. Konfederacja Lewiatan, *Polskie MSP na drodze ku nowoczesności. Ujęcie według klas wielkości*, raport przygotowany na zlecenie Konfederacji Lewiatan na podstawie badania ankietowego CBOS, 2013.
10. Łapiński J., Nieć M., Rzeźnik G., Zakrzewski R., Talar M., *Małe i średnie przedsiębiorstwa w Polsce*, w: *Raport o stanie małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2011–2012*, red. A. Tarnawa, P. Zadura-Lichota, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2013.
11. NBP, *System operacyjny polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego w latach 2008–2012*, Warszawa 2012.
12. Pułaska-Turyna B., *Statystyka dla ekonomistów*, wyd. III zm., Difin, Warszawa 2011.
13. *Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2012–2013*, red. P. Zadura-Lichota, A. Tarnawa, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2014.
14. Skowronek-Mielczarek A., *Małe i średnie przedsiębiorstwa. Źródła finansowania*, C.H. Beck, Warszawa 2007.
15. Skowronek-Mielczarek A., *Uwarunkowania rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013.
16. *SMEs, Entrepreneurship And Innovation*, OECD Studies on SMEs and Entrepreneurship, 2010.
17. Szczepaniec M., *Oddziaływanie bodźców w zakresie zwiększenia dostępu do kredytów inwestycyjnych dla małych i średnich przedsiębiorstw*, w: *Behawioralne determinanty rozwoju przedsiębiorczości w Polsce. Ekonomia behawioralna finansowania przedsiębiorczości*, red. P. Kulawczuk, A. Pozewiecki, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2010.

18. Szczepaniec M., *Wielkość firmy a wzorce korzystania z usług bankowych*, „Bank i Kredyt” 2007, lipiec.
19. Szyjko C.T., *Innowacyjność MŚP a wykorzystanie funduszy Unii Europejskiej*, Polskie Towarzystwo Wspierania Przedsiębiorczości, Katowice 2010.
20. Zadura-Lichota P. *Sytuacja mikroprzedsiębiorstw w Polsce w latach 2011–2012, w: Raport o stanie małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2011–2012*, red. A. Tarnawa, P. Zadura-Lichota, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2013.
21. Zuzek D., *Źródła finansowania rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce i Unii Europejskiej*, Uniwersytet Rolniczy, Kraków 2013.

Strony internetowe

1. <http://www.bankier.pl/gospodarka/wskazniki-makroekonomiczne/inflacja-rdr-pol>
2. http://stat.gov.pl/metainformacje/slownik-pojec/definicje-pojec/223_pojecie.html
3. http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/dzienne/stopy_archiwum.htm
4. <http://www.nbportal.pl/slownik/wskaznik-cen-towarow-i-uslug-konsumpcyjnychcpi>
5. <http://www.nbportal.pl/slownik/stopa-referencyjna>

Analysis of Impact of Monetary Policy on the SME Sector Investment Decisions in Poland

Summary

The aim of the present article is to show the impact of the monetary policy on the sector of small and medium-sized enterprises in the area of investment decision making. The SME sector generates about half corporate investment outlays, which makes this sector investment level play a significant role in the economy. The monetary policy, through the monetary transmission mechanism, affects corporate investment decisions. The major research area was to find the key factors of the impact of monetary policy on the SME sector in the area of investment. The first element of analysis was a positive verification of the hypothesis that the rate of inflation has a greater impact of SME corporate investment decisions than the values of reference rates. On this basis a conclusion was formulated that inflation is a more important factor than reference rates because it causes a rise in the nominal corporate incomes,

due to which companies find additional funds for investment. The second hypothesis concerned the difference in the impact of monetary policy on every SME. The differentiation within the sector, and in particular differences between micro businesses on the one hand, and small and medium-sized companies on the other, is a significant determinant in the impact exerted by monetary policy.

Keywords: small and medium-sized enterprises, SMEs, investment outlays, corporate segmentation

Artur Mika

Kolegium Zarządzania i Finansów

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Procedura restrukturyzacji oraz uporządkowanej likwidacji instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych (*resolution*) jako jeden z filarów unii bankowej w ramach UE

Streszczenie

W początkowej części artykułu przeanalizowano przesłanki wprowadzenia nowych rozwiązań w zakresie uporządkowanej likwidacji podmiotów działających na rynku finansowym. Następnie zostały omówione ramy prawno-instytucjonalne procedury *resolution* i jej umiejscowienie w strukturze unii bankowej. W kolejnej części omówiono zakres podmiotowy restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, przesłanki tej procedury, jej przebieg oraz stosowane instrumenty. W następnej części artykułu podjęto próbę oceny rozwiązań w zakresie *resolution* zastosowanych w UE. Tezą postawioną w artykule jest stwierdzenie, że procedura ta niesie wiele korzyści (w szczególności sprzyja stabilności systemu finansowego i ochronie finansów publicznych, zapewnia klientom instytucji kredytowych oraz firm inwestycyjnych ciągłość dostępu do świadczonych przez te podmioty usług, jak również charakteryzuje się większą sprawnością w porównaniu do tradycyjnej upadłości), jednak niesie za sobą również pewne ryzyko (szczególnie związane z instrumentem umorzenia lub konwersji długu) oraz kontrowersje (np. ingerencja w prawa akcjonariuszy bądź udziałowców lub wzrost obciążeń dla podmiotów sektora finansowego).

Słowa kluczowe: restrukturyzacja i uporządkowana likwidacja instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, *bank resolution*, unia bankowa, *Single Resolution Mechanism*, *bail-in*, stabilność finansowa, ryzyko systemowe, kryzysy finansowe, upadłość instytucji finansowych

1. Wprowadzenie

Celem niniejszego artykułu jest analiza rozwiązań prawno-instytucjonalnych zastosowanych w Unii Europejskiej w obszarze uporządkowanej likwidacji instytucji kredytowych oraz firm inwestycyjnych. Rozwiązania te zostały wprowadzone w reakcji na rozpoczęty w 2007 r. globalny kryzys finansowy i stanowią jeden z filarów unii bankowej, która w sposób znaczący ukształtuje system finansowy UE w najbliższych latach. Przesądza to o wysokiej istotności podejmowanej w artykule tematyki.

Globalny kryzys finansowy w sposób oczywisty obnażył brak skutecznego zestawu instrumentów, jakie powinny być zostać zastosowane wobec instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, dotkniętych trudnościami lub znajdujących się na progu niewypłacalności. Brak tych instrumentów w UE kontrastował z faktem, że były one stosowane w innych regionach świata, w szczególności w USA – przez Federalną Korporację Ubezpieczeń Depozytów (*Federal Deposit Insurance Corporation* – FDIC), nawet wobec podmiotów o znaczących rozmiarach, jak np. bank detaliczny Washington Mutual¹. W przeciwieństwie do Stanów Zjednoczonych w Unii Europejskiej mandaty instytucji gwarantujących depozyty były ograniczone głównie do funkcji wypłaty środków gwarantowanych (funkcjonowały zgodnie z modelem *pay-box*), nie powierzono im natomiast funkcji *resolution*.

W początkowej części artykułu przeanalizowano przesłanki wprowadzenia nowych rozwiązań w zakresie uporządkowanej likwidacji podmiotów działających na rynku finansowym. W szczególności zaakcentowano fakt, że brak tych rozwiązań oddziaływał na pogłębienie kryzysu fiskalnego w UE.

Następnie zostały omówione ramy prawno-instytucjonalne procedury uporządkowanej likwidacji i jej umiejscowienie w strukturze unii bankowej. W tym fragmencie przedstawiono ideę unii bankowej, jej filary oraz główne podstawy prawne *resolution*.

¹ J. Pruski, *Perspektywy resolution w Polsce*, w: Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, *Procedura restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banku – doświadczenia światowe, rozwiązania dla UE i dla Polski*, Zeszyt BRE Bank-CASE 2013, nr 124, s. 7.

W kolejnej części omówiono zakres podmiotowy procedury restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, jej przesłanki, przebieg, jak również stosowane instrumenty, tj. instrument zbycia działalności, instrument instytucji pomostowej, wydzielenia aktywów oraz umorzenia lub konwersji zobowiązań (*bail-in*).

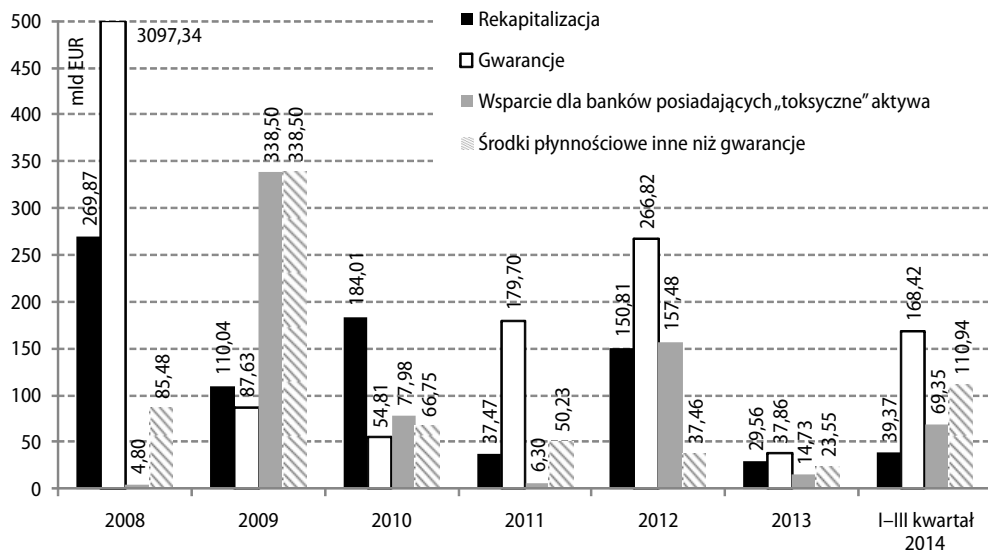
Następnie podjęto próbę oceny procedury restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji zastosowanej w UE. Została szczegółowo przeanalizowana wartość dodana, jaką wnosi wprowadzenie *resolution*, korzyści z niej wynikające, jak również potencjalne ryzyko i kontrowersje. Konkluzję płynącą z tej części artykułu stanowi postawiona w nim teza, którą jest stwierdzenie, że procedura *resolution* niesie szereg korzyści (w szczególności sprzyja stabilności systemu finansowego i ochronie finansów publicznych, zapewnia klientom instytucji kredytowych oraz firm inwestycyjnych ciągłość dostępu do świadczonych przez te podmioty usług, jak również charakteryzuje się większą sprawnością w porównaniu do tradycyjnej upadłości), jednak powoduje również pewne ryzyko (szczególnie związane z instrumentem *bail-in*) oraz kontrowersje (np. ingerencja w prawa akcjonariuszy bądź udziałowców).

2. Uzasadnienie dla unijnych reform w zakresie *resolution*

Rozpoczęty w 2007 r. globalny kryzys finansowy uwidoczniał, że w UE brakowało instrumentarium pozwalającego na restrukturyzację i uporządkowaną likwidację podmiotów bez zaangażowania pieniędzy podatników. W konsekwencji wydatkowanie środków publicznych na pomoc dla sektora finansowego przyczyniło się do istotnego wzrostu poziomu długu publicznego w UE. Skalę wydatkowania środków publicznych na wspomniane działania pomocowe, wiążącą się m.in. z brakiem wdrożenia stosownych narzędzi *resolution*, zilustrowano na rysunku 1.

Rozpoczęty w 2007 r. globalny kryzys finansowy uwidoczniał także, że brak harmonizacji procedur restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji instytucji kredytowych oraz firm inwestycyjnych pomiędzy państwami członkowskimi UE był zjawiskiem niekorzystnym z punktu widzenia stabilności finansowej zarówno w poszczególnych państwach, jak i na poziomie całej UE. Miało to miejsce z jednego zasadniczego powodu – w niektórych państwach członkowskich wobec podmiotów działających w sektorze finansowym stosowano te same procedury i narzędzia, które są stosowane wobec przedsiębiorstw sektora niefinansowego, a więc nie uwzględniano w dostatecznym stopniu specyfiki podmiotów działających na rynku finansowym. Brak uwzględnienia tej specyfiki skutkuje zjawiskami zagrażającymi stabilności finansowej.

Rysunek 1. Wysokość i formy zaaprobowanej pomocy publicznej dla sektora finansowego w krajach UE27 w okresie 2008–III kw. 2014



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu.

Po pierwsze, w przypadku tradycyjnej procedury likwidacyjnej nie jest zachowana ciągłość działania likwidowanego podmiotu – brakuje zapewnienia kontynuacji kluczowych funkcji podmiotu w likwidacji, takich jak np. zapewnienie klientom dostępu do depozytów. W konsekwencji odbiorcy usług finansowych tracą dostęp do tych usług po zawieszeniu działalności danego podmiotu przez organ nadzoru finansowego. Gdy np. gospodarstwa domowe są odcięte od swoich oszczędności właśnie przez brak zapewnienia ciągłości kluczowych funkcji podmiotu w tradycyjnej procedurze likwidacyjnej, będą one zmuszone wycofywać swe środki z innych podmiotów działających na rynku finansowym, żeby finansować bieżące wydatki. Może wówczas dojść do niebezpiecznego zjawiska masowego wycofywania depozytów, nawet z tych podmiotów, których kondycja finansowa nie budzi zastrzeżeń. W takiej sytuacji ma więc miejsce jednocześnie zjawisko „paniki bankowej” oraz „efektu zarażania”, gdyż problemy jednego podmiotu przenoszone są na inne. Niewątpliwą wartością dodaną procedury *resolution* jest zapewnienie kontynuacji kluczowych funkcji podmiotu w likwidacji, co chroni system finansowy przed opisanymi wyżej zjawiskami, korzystnie wpływając na podtrzymanie jego stabilności.

Po drugie, w przypadku tradycyjnej procedury upadłości, stosowanej wobec podmiotów działających w sektorze finansowym, dochodzi do jeszcze jednego

negatywnego zjawiska, którego można uniknąć, stosując procedurę *resolution*. Chodzi o zjawisko „awaryjnej wyprzedaży aktywów”. Dochodzi do niego, gdy syndyk masy upadłościowej dąży do sprzedaży aktywów po cenie, którą na dany moment oferuje rynek. Cena ta może być znacząco zaniżona, odbiegając od ceny, która byłaby możliwa do uzyskania, gdyby podmiot nie był likwidowany. Co więcej, przy tego rodzaju wyprzedaży aktywów ma miejsce negatywne zjawisko procykliczności – jeśli sytuacja na rynku finansowym jest niekorzystna, ceny oferowane za wyprzedawane aktywa będą dodatkowo zaniżone. Może też dojść do sytuacji, w której w trakcie dekonstrukcji czy załamania płynności w systemie finansowym podczas kryzysu rynek danych aktywów w praktyce nie będzie funkcjonował. Procedura *resolution* wychodzi naprzeciw również temu problemowi, gdyż jednym z jej instrumentów jest firma zarządzająca aktywami, której celem jest ich sprzedaż dopiero wówczas, gdy będzie możliwe uzyskanie ceny rynkowej².

Oprócz wyżej wskazanych trudności wiążących się z brakiem wdrożenia procedury restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, warto podkreślić jeszcze jeden problem. Kryzys finansowy uwidoczniał brak systemowych rozwiązań w zakresie likwidacji instytucji finansowych działających w UE w sposób transgraniczny. Ze względu na wysoki stopień integracji rynków finansowych w Unii Europejskiej wiele instytucji finansowych prowadzi działalność poza krajem macierzystym, w krajach goszczących. Niejednokrotnie oddziały tych instytucji finansowych mają w państwach przyjmujących znaczenie systemowe, dlatego też upadłość podmiotu działającego transgranicznie może przyczynić się do destabilizacji rynku finansowego nie tylko w kraju macierzystym, lecz także w krajach goszczących. Brak harmonizacji w zakresie uporządkowanej likwidacji na szczeblu UE oraz funkcjonowanie zróżnicowanych rozwiązań krajowych sprawiły, że w niedostatecznym stopniu uwzględniano stabilność finansową w krajach przyjmujących oraz skutki upadłości w skali całej UE, a nie tylko w skali państwa macierzystego.

Rozpoczęty w 2007 r. globalny kryzys finansowy odślnił znaczące różnice pomiędzy krajami UE a krajami w innych regionach świata. W państwach członkowskich UE przed kryzysem brakowało skutecznych narzędzi uporządkowanej likwidacji instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, co kontrastowało z faktem, że były one stosowane w Stanach Zjednoczonych przez FDIC oraz w niektórych krajach Azji, Ameryki Południowej oraz Afryki³. W wyniku kryzysu finansowego nastąpiła tendencja do wprowadzania narzędzi uporządkowanej likwidacji instytucji

² Ibidem, s. 7.

³ J. Pruski, *Perspektywy...*, op.cit.

finansowych, co zaowocowało faktem, że w 2012 r. w niektórych państwach członkowskich UE rozwiązania te zostały zaimplementowane (tabela 1)⁴.

Tabela 1. Implementacja procedury *resolution* w wybranych krajach UE (koniec 2012 r.)

Państwo	Likwidacja instytucji finansowych oparta na		
	prawie upadłościowym	<i>resolution</i>	innych rozwiązaniach
Belgia	×	×	
Bułgaria	×		
Czechy	×		
Estonia	×		
Finlandia	×	×	
Francja		×	
Grecja		×	
Malta			×
Niemcy	×	×	
Polska			×
Rumunia	×		×
Słowacja	×		
Słowenia	×	×	
Szwecja		×	
Węgry			×
Wielka Brytania		×	
Włochy			×

Źródło: opracowanie własne na podstawie *International Association of Deposit Insurers*, „IADI Annual Survey 2012”, Basel 2013, <http://www.iadi.org/di.aspx?id=173>, dostęp 20.03.2015.

3. Ramy prawno-instytucjonalne procedury restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji oraz jej umiejscowienie w strukturze unii bankowej

Koncepcja unii bankowej wyłoniła się w reakcji na rozpoczęty w 2007 r. globalny kryzys finansowy, który wymusił działania mające na celu stabilizację sektora bankowego. W 2012 r. Komisja Europejska ogłosiła „Plan działania na rzecz unii

⁴ *International Association of Deposit Insurers*, „IADI Annual Survey 2012”, Basel 2013, <http://www.iadi.org/di.aspx?id=173>, dostęp 20.03.2015. Najnowsze dostępne dane dotyczą roku 2012.

bankowej” (COM (2012) 510) oraz „Plan działania na rzecz pogłębionej i rzeczywistej unii gospodarczej i walutowej”, w których sprecyzowała przewidywany harmonogram działań. Unia bankowa funkcjonuje w ramach strefy euro, jednak kraje spoza strefy również mogą podjąć decyzję o dołączeniu do niej. Opiera się ona na niżej omówionych filarach.

1. Jednolity mechanizm nadzorczy (*Single Supervisory Mechanism – SSM*). W ramach mechanizmu wyposażono Europejski Bank Centralny (EBC) w mandat sprawowania nadzoru mikroostrożnościowego nad bankami w państwach strefy euro (gdzie EBC ma nadzorować około 6000 największych banków) oraz w innych państwach, które przystąpią do SSM. Banki o mniejszych rozmiarach będą nadal nadzorowane przez nadzorców krajowych. Mandat w zakresie nadzoru mikroostrożnościowego EBC sprawuje od listopada 2014 r., na podstawie:
 - a) Rozporządzenia Rady (UE) nr 1024/2013 z dnia 15 października 2013 r. powierzającego Europejskiemu Bankowi Centralnemu szczególne zadania w odniesieniu do polityki związanej z nadzorem ostrożnościowym nad instytucjami kredytowymi⁵;
 - b) Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1022/2013 z dnia 22 października 2013 r. zmieniającego rozporządzenie (UE) nr 1093/2010 w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego) w odniesieniu do powierzenia Europejskiemu Bankowi Centralnemu szczególnych zadań zgodnie z rozporządzeniem Rady (UE) nr 1024/2013⁶.
2. Jednolity mechanizm restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (*Single Resolution Mechanism – SRM*). Podstawą prawną funkcjonowania tego mechanizmu są niżej wymienione przepisy.
 - a. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE z dnia 15 maja 2014 r. ustanawiająca ramy na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych [...], (Dyrektywa BRRD)⁷. Dyrektywa zapewnia minimalną harmonizację procesu *resolution* w państwach

⁵ Dz.Urz. UE 2013 L 287, s. 63.

⁶ Dz.Urz. UE 2013 L 287, s. 5.

⁷ Pełna nazwa Dyrektywy brzmi: „Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE z dnia 15 maja 2014 r. ustanawiająca ramy na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych oraz zmieniająca dyrektywę Rady 82/891/EWG i dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2001/24/WE, 2002/47/WE, 2004/25/WE, 2005/56/WE, 2007/36/WE, 2011/35/UE, 2012/30/UE i 2013/36/EU oraz rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1093/2010 i (UE) nr 648/2012 Tekst mający znaczenie dla EOG”, Dz.Urz. UE 2014 L 173, s. 190.

- członkowskich UE oraz wymaga, aby każde państwo członkowskie wyznaczyło instytucję publiczną odpowiedzialną za uporządkowaną likwidację instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych⁸. Środki przewidziane w Dyrektywie BRRD mają być stosowane przez państwa członkowskie od 1 stycznia 2015 r.⁹.
- b. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 806/2014 z dnia 15 lipca 2014 r. ustanawiające jednolite zasady i jednolitą procedurę restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji instytucji kredytowych i niektórych firm inwestycyjnych w ramach jednolitego mechanizmu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji oraz jednolitego funduszu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 1093/2010¹⁰. Na styczeń 2016 r. przewidziano rozpoczęcie stosowania przepisów tego rozporządzenia dotyczących instrumentów restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji oraz składek na rzecz jednolitego funduszu.
 - c. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1022/2013 z dnia 22 października 2013 r. zmieniające rozporządzenie (UE) nr 1093/2010 w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego) w odniesieniu do powierzenia Europejskiemu Bankowi Centralnemu szczególnych zadań zgodnie z rozporządzeniem Rady (UE) nr 1024/2013¹¹.
 - d. Dyrektywa 2013/36/UE¹² i rozporządzenie 575/2013¹³ w sprawie wymogów ostrożnościowych z 26 czerwca 2013 r. – pakiet CRD IV/CRR.

Oprócz wymienionych powyżej filarów unii bankowej na etapie planów jest utworzenie dodatkowego filaru w postaci Europejskiego Systemu Ubezpieczenia Depozytów. Komisja Europejska do końca 2015 r. ma przedłożyć stosowne propozycje w tej sprawie¹⁴. Warto również dodać, że procesowi ujednolicania ram regulacyjnych

⁸ W Polsce rolę tego typu instytucji publicznej będzie pełnił Bankowy Fundusz Gwarancyjny.

⁹ Przy czym instrument umorzenia lub konwersji długu ma być stosowany od 1 stycznia 2016 r.

¹⁰ Dz.Urz. UE 2014 L 225, s. 1.

¹¹ Dz.Urz. UE 2013 L 287, s. 5.

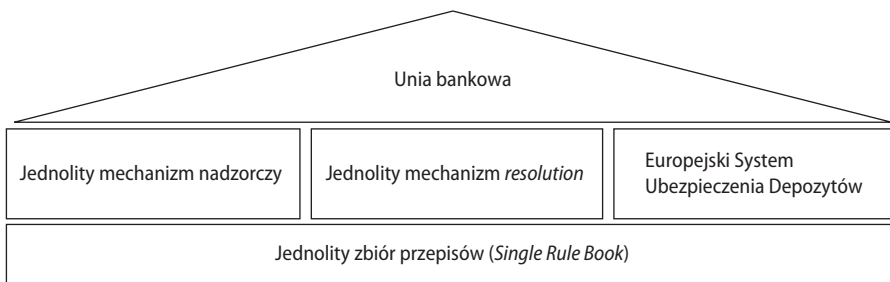
¹² Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE, Dz.Urz. UE 2013 L 176, s. 338.

¹³ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012, Dz.Urz. UE 2013 L 176, s. 1.

¹⁴ Five Presidents' Report „Completing Europe's Economic and Monetary Union”, 22 June 2015, s. 2, http://ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/single-market-strategy/factsheet-completing-banking-union_en.pdf, dostęp 29.10.2015.

w ramach unii bankowej służyła ponadto aktualizacja regulacji w zakresie krajowych systemów gwarantowania depozytów, co miało miejsce poprzez Dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/49/UE z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie systemów gwarancji depozytów¹⁵. Zestaw aktów prawnych, w skład których wchodzi m.in. wskazane wyżej, w terminologii unii bankowej zyskał nazwę jednolitego zbioru przepisów (*Single Rule Book*). Filary, na których opiera się unia bankowa, można zatem obrazowo przedstawić za pomocą rysunku 2.

Rysunek 2. Filary unii bankowej



Źródło: opracowanie własne.

Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (EUNB) został wyznaczony jako organ odpowiedzialny za tworzenie oraz wdrażanie standardów technicznych i wytycznych dotyczących stosowania wskazanych powyżej jednolitych ram regulacyjnych, na których opiera się unia bankowa.

Stosowaniem w ramach SRM ujednoczonych zasad oraz procedur restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji ma zajmować się Jednolita Rada ds. Restrukturyzacji i Uporządkowanej Likwidacji (*Single Resolution Board – SRB*), która w styczniu 2015 r. osiągnęła zdolność operacyjną oraz krajowe organy ds. *resolution*. Jednolity mechanizm restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji obowiązuje w państwach członkowskich, które przystąpiły do jednolitego mechanizmu nadzorczego. W pozostałych państwach członkowskich za funkcjonowanie *resolution* mają odpowiadać krajowe organy uporządkowanej likwidacji.

SRM jest finansowany z jednolitego funduszu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (*Single Resolution Fund – SRF*), zasilanego ze składek uiszczanych przez banki (fundusz ma osiągnąć docelowy poziom kapitalizacji w wysokości około 55 mld EUR do 1 stycznia 2024 r.). Obowiązek przekazania składek przewiduje

¹⁵ Dz.Urz. UE 2014 L 173, s. 149.

Umowa o przekazywaniu i uwspólnianiu składek na rzecz jednolitego funduszu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, podpisana w maju 2014 r. przez państwa członkowskie, z wyjątkiem Wielkiej Brytanii i Szwecji. Oprócz jednolitego funduszu *resolution* w państwach członkowskich przewidziane jest funkcjonowanie również krajowych mechanizmów finansowania, które do 31 grudnia 2024 r. mają osiągnąć docelowe poziomy kapitalizacji. SRM zakłada, że kosztami *resolution* mają być obarczeni w pierwszej kolejności udziałowcy oraz wierzyciele likwidowanego podmiotu, natomiast środki jednolitego funduszu restrukturyzacji mają być uruchamiane jako ostatnie w kolejności. Ponadto intencją legislatorów było, aby finansowanie kosztów restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji spoczywało na podmiotach działających w sektorze finansowym, a nie na podatnikach, czemu służyć ma pobieranie składek od pierwszych z wymienionych.

4. Zakres, przebieg i instrumenty *resolution*

Jeśli chodzi o zakres podmiotowy procedury restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, będzie ona stosowana wobec:

- instytucji kredytowych (w tym banków) oraz wobec firm inwestycyjnych, które są objęte zakresem Dyrektywy CRD¹⁶, jak również wobec jednostek zależnych obu z wymienionych,
- finansowych spółek holdingowych, finansowych spółek holdingowych o działalności mieszanej¹⁷ oraz holdingów mieszanych¹⁸, które mają siedzibę na terytorium Unii, jak też wobec ich spółek córek,
- oddziałów instytucji finansowych, które mają główną siedzibę poza terytorium UE.

Jeśli chodzi o przebieg *resolution*, warto nadmienić, że przed rozpoczęciem tej procedury podejmowane są działania interwencyjne ze strony nadzorców finansowych oraz działania przewidziane w planach naprawy. Na mocy Dyrektywy BRRD

¹⁶ Dyrektywa 2013/36/UE, op.cit.

¹⁷ O których mowa w Dyrektywie 2002/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 16 grudnia 2002 r. w sprawie dodatkowego nadzoru nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń oraz przedsiębiorstwami inwestycyjnymi konglomeratu finansowego i zmieniającej dyrektywy Rady 73/239/EWG, 79/267/EWG, 92/49/EWG, 92/96/EWG, 93/6/EWG i 93/22/EWG oraz dyrektywy 98/78/WE i 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady (Dz.Urz. WE L 35 z 11.2.2003, s. 1).

¹⁸ Zgodnie z art. 4, ust. 11 Ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (Dz.U. nr 140, poz. 939), holding mieszany jest definiowany jako „grupa podmiotów, w której pierwotnym podmiotem dominującym jest podmiot niebędący bankiem, instytucją kredytową, instytucją finansową ani dominującym podmiotem nieregulowanym w rozumieniu art. 3 pkt 5 ustawy o nadzorze uzupełniającym, a przynajmniej jednym podmiotem zależnym jest bank krajowy, bank zagraniczny lub instytucja kredytowa”.

instytucje kredytowe oraz firmy inwestycyjne będą bowiem zobligowane do przygotowania tego rodzaju planów, zarówno na poziomie indywidualnym, jak i na poziomie grupy kapitałowej. Celem jest ustalenie *ex ante* działań służących uzdrowieniu ich kondycji finansowej w zależności od różnych scenariuszy oraz wariantów ryzyka. Plany naprawy mają również pomóc organowi restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w zaplanowaniu ewentualnych działań służących kontynuacji kluczowych funkcji danego podmiotu. Ponadto organy te będą władne egzekwować podjęcie przez dany podmiot pewnych kroków, mających na celu przywrócenie jego stabilności finansowej oraz jego reorganizację.

Oprócz planów naprawy funkcjonować będą również plany uporządkowanej likwidacji, za których sporządzanie, zarówno na poziomie indywidualnego podmiotu, jak i na poziomie grupowym, będzie odpowiadał organ restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji. Plany mają określać odmienne warianty uporządkowanej likwidacji, zakładające również konieczność przeprowadzania tego procesu w warunkach niestabilności systemu finansowego. Mają one także zawierać szczegóły planowanego zastosowania narzędzi uporządkowanej likwidacji. Jeżeli organy restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji zidentyfikują przeszkodę, która mogłaby zagrozić skutecznej realizacji planu, będą władne do wezwania danego podmiotu (lub całej grupy) do usunięcia tej przeszkody. Warto podkreślić, że przyznanie wymienionych wyżej kompetencji organom restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji nie pozbawia organów nadzoru finansowego stosowanych przez nich narzędzi. Organ nadzoru będą bowiem nadal dysponować narzędziami wczesnej interwencji, stosowanymi na etapie, w którym procedura *resolution* nie została jeszcze uruchomiona. Narzędzia te będą wykorzystywane, gdy nadzorcy stwierdzą pogarszanie się sytuacji finansowej danego podmiotu, w tym zagrożenie niewypłacalnością. Wspomniane instrumenty obejmują w szczególności możliwość zobowiązania podmiotu do wdrożenia działań przewidzianych w jego planie naprawy, wymianę bądź usunięcie zarządu lub/i kadry kierowniczej, jak również możliwość powołania zarządcy nadzwyczajnego, który jest uprawniony np. do podwyższenia kapitału, przeprowadzenia reorganizacji oraz do przeprowadzenia przejścia przez podmiot będący w odpowiedniej kondycji.

Jeśli działania podejmowane na etapie wczesnej interwencji oraz przewidziane w planach naprawy okażą się nieskuteczne, następuje uruchomienie procedury *resolution*. Ma ona być uruchamiana po łącznym spełnieniu następujących przesłanek¹⁹:

- organ nadzoru po konsultacjach z organem ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji lub organ ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, po

¹⁹ Art. 32, ust. 1 Dyrektywy BRRD.

konsultacji z organem nadzoru, stwierdził, że instytucja jest na progu upadłości lub że jest zagrożona upadłością; stwierdzenia tego dokonuje się np. w przypadku naruszenia wymogów kapitałowych, problemów z regulowaniem zobowiązań czy konieczności udzielenia nadzwyczajnego wsparcia publicznego;

- przy ograniczeniach czasowych i innych istotnych okolicznościach, nie istnieje rozsądne prawdopodobieństwo, by jakiegokolwiek alternatywne działania, w tym środki wczesnej interwencji, podjęte w stosunku do podmiotu, mogły w rozsądnym czasie zapobiec upadłości instytucji;
- działanie w ramach restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji jest konieczne w interesie publicznym.

Po uruchomieniu procedury *resolution* organ ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji może zastosować różne narzędzia. Celem ich zastosowania jest zapewnienie, aby dany podmiot zagrożony niewypłacalnością został zlikwidowany w sposób skuteczny, możliwie szybki i niezagrażający stabilności systemu finansowego. Instrumenty wykorzystywane w procesie uporządkowanej likwidacji mają, w zamyśle ich twórców, zapewnić ciągłość kluczowych funkcji likwidowanego podmiotu oraz to, aby straty w pierwszej kolejności ponosili akcjonariusze bądź udziałowcy, a także nieubezpieczeni wierzyciele, dzięki czemu nie będą zaangażowane środki podatników, które wcześniej były wykorzystywane na udzielanie pomocy publicznej dla podmiotów sektora finansowego.

Instrumenty możliwe do zastosowania w trakcie restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji przez *resolution authority* zostały przedstawione niżej.

- Zbycie działalności – instrument polegający na dokonaniu sprzedaży instytucji lub części jej działalności jednemu nabywcy lub większej liczbie nabywców; co istotne – bez zgody akcjonariuszy.
- Instytucja pomostowa – w ramach tego narzędzia organ ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji przenosi całość lub część działalności likwidowanego podmiotu do podmiotu pomostowego, który całkowicie lub częściowo należy do co najmniej jednego organu publicznego lub jest kontrolowany przez organ ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji. Celem instytucji pomostowej jest zapewnienie ciągłości świadczenia podstawowych usług finansowych na rzecz klientów podmiotu będącego na progu upadłości oraz ciągłości prowadzenia podstawowej działalności finansowej, co jest nader istotne, gdy nie ma chętnych do przejęcia całości lub części likwidowanego podmiotu. Instytucja pomostowa ulega likwidacji, gdy następuje jej połączenie z innym podmiotem lub gdy jej aktywa i pasywa zostaną zbyte na rzecz danego podmiotu przejmującego.
- Wydzielenie aktywów – w ramach tego instrumentu organ *resolution* dokonuje przeniesienia aktywów (szczególnie tych o obniżonej jakości), praw lub

zobowiązań podmiotu objętego restrukturyzacją i uporządkowaną likwidacją do odrębnego podmiotu, który ma nimi zarządzać. Celem tego podmiotu jest zarządzanie przeniesionymi do niego aktywami w taki sposób, aby zmaksymalizować ich wartość do czasu ostatecznej sprzedaży lub uporządkowanej likwidacji działalności.

- Umorzenie lub konwersja długu (*bail-in*) – w ramach tego instrumentu, począwszy od 1 stycznia 2018 r., czyli od daty obowiązywania, niezabezpieczone zobowiązania podmiotu objętego procedurą *resolution* są umarzone lub konwertowane na kapitał własny w celu dokapitalizowania go. Dzięki zastosowaniu narzędzia umorzenia lub konwersji długu odpowiednia część strat podmiotu będącego na progu upadłości oraz odpowiednia część kosztów związanych z jego likwidacją jest ponoszona przez akcjonariuszy i wierzycieli tego podmiotu, dzięki czemu nie są angażowane środki podatników. Instrument *bail-in* pozwala na restrukturyzację i uporządkowaną likwidację podmiotów o znaczeniu systemowym w sposób niezagrażający stabilności finansowej, a ponadto motywuje akcjonariuszy oraz wierzycieli do dokładniejszego monitorowania podmiotu.

Narzędzie umorzenia lub konwersji długu przewiduje, że straty w pierwszej kolejności powinny być przypisywane akcjonariuszom przez umorzenie akcji, przeniesienie lub przez ich znaczne rozwodnienie. Jeśli działanie to okaże się niewystarczające, umorzeniu lub konwersji mają zostać poddane inne instrumenty kapitałowe, a następnie dług podporządkowany. Umorzenie bądź konwersja długu uprzywilejowanego powinna nastąpić po całkowitym umorzeniu bądź konwersji długu podporządkowanego.

Warto odnotować, że w świetle Dyrektywy BRRD, narzędzie umorzenia lub konwersji długu nie może być zastosowane wobec niektórych zobowiązań, w szczególności:

- depozytów gwarantowanych,
- zobowiązań zabezpieczonych, w tym obligacji zabezpieczonych,
- niektórych zobowiązań, wynikających z udziału w systemach płatności,
- zobowiązań w stosunku do pracowników, związanych z należnymi płacami, świadczeniami emerytalnymi lub innymi stałymi składnikami wynagrodzenia, z wyjątkiem zmiennych składników wynagrodzenia, które nie są regulowane przez układ zbiorowy pracy,
- zobowiązań w stosunku do wierzycieli komercyjnych lub handlowych, wynikających z dostawy dla instytucji lub podmiotu towarów i świadczenia na ich rzecz usług, które mają krytyczne znaczenie dla prowadzenia przez nie bieżącej działalności, w tym usług informatycznych, usług użyteczności publicznej oraz usług wynajmu, obsługi i utrzymania budynków i pomieszczeń,

- zobowiązań w stosunku do organów podatkowych i instytucji zabezpieczenia społecznego, pod warunkiem że zobowiązania te mają uprzywilejowany charakter w ramach obowiązującego prawa,
- zobowiązań w stosunku do systemów gwarancji depozytów, wynikających z konieczności uiszczenia obowiązkowych składek na te systemy.

Organ ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji może dodatkowo wyłączyć lub częściowo wyłączyć określone zobowiązania z zakresu uprawnień do umorzenia lub konwersji, w szczególności gdy umorzenie lub konwersja nie są możliwe w rozsądnym terminie lub wyłączenie jest absolutnie niezbędne do kontynuowania działalności podmiotu objętego *resolution* lub też zastosowanie tego instrumentu generowałoby ryzyko zarażania w systemie finansowym i miało negatywny wpływ na jego stabilność.

Organy ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji mogą stosować instrumenty restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji indywidualnie lub w dowolnej kombinacji, przy czym instrument wydzielenia aktywów powinien być stosowany jedynie równocześnie z innymi instrumentami, aby zapobiec uzyskaniu przez podmiot będący na progu upadłości nieuzasadnionej przewagi konkurencyjnej.

5. Próba oceny procedury restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji zastosowanej w UE

Należy podkreślić, że od zaprojektowania europejskich rozwiązań w zakresie *resolution* nie upłynęło jeszcze dostatecznie dużo czasu, aby móc rzetelnie ocenić ich efektywność. Tym niemniej, *ex ante* można zidentyfikować potencjalne atuty oraz dyskusyjne strony tej procedury.

Jako atut *resolution* i pewną wartość dodaną, którą proces ten wnosi, można wyróżnić osłabienie współzależności pomiędzy kryzysem w sektorze finansowym a kryzysem fiskalnym państw członkowskich UE. Dotychczas trudna sytuacja podmiotów sektora finansowego powodowała konieczność udzielania im pomocy publicznej, a więc zaangażowania środków podatników, co negatywnie wpływało na stan finansów publicznych oraz sprzyjało zwiększaniu zadłużenia rządów. Negatywna współzależność pomiędzy kryzysem w sektorze finansowym a kryzysem finansów publicznych polegała na tym, że aby banki mogły nadal funkcjonować i w przyszłości kupować dług rządowy, finansując tym samym deficyty budżetowe, rządy musiały udzielać im pomocy finansowej. Jeśli dane banki o znaczących rozmiarach stawały w obliczu trudności finansowych, rządy zwiększały swe zadłużenie celem zgromadzenia środków finansowych niezbędnych do ewentualnego udzie-

lenia pomocy publicznej. Z kolei wzrost zadłużenia rządów powodował spadek ceny długu rządowego wskutek wzrostu ryzyka tego długu. W konsekwencji dług ten, posiadany przez banki, tracił na wartości, przez co dodatkowo zmniejszała się wartość aktywów banków, które miały ten dług w swych bilansach. W ramach *resolution* natomiast kosztami uporządkowanej likwidacji mają być obciążone podmioty działające w sektorze finansowym, które wpłacają składki na finansowanie *resolution*, a straty mają być w pierwszej kolejności ponoszone przez akcjonariuszy i nieubezpieczonych wierzycieli.

Zalety *resolution* w porównaniu do klasycznej upadłości zostały omówione poniżej.

- Klasyczna upadłość nie uwzględnia systemowych skutków jej przeprowadzenia. Nie jest bowiem analizowany potencjalny wpływ upadłości jednego podmiotu na system finansowy jako całość. Nie są uwzględniane zjawiska takie jak „efekt domina”, czy też „efekt zarażania” oraz nie ma dążenia do ochrony dobra publicznego, jakim jest stabilność finansowa. W tym sensie wartość dodana *resolution* polega na ochronie interesu publicznego przez zapewnienie ciągłości działania podmiotu objętego tą procedurą. W przypadku klasycznej upadłości ochrona tego interesu nie jest celem, a pozostaje nim jedynie ochrona interesów wierzycieli upadającego podmiotu poprzez dążenie do maksymalizacji odzyskiwanych należności.
- Zawieszenie działalności podmiotu, które często poprzedza wszczęcie postępowania upadłościowego, dla deponentów oznacza utratę dostępu do rachunków oszczędnościowo-rozliczeniowych, rachunków oszczędnościowych czy też lokat do czasu, aż zdeponowane środki zostaną im wypłacone przez system gwarantowania depozytów. Pozbawienie gospodarstw domowych dostępu do środków finansowych może powodować utratę płynności oraz niemożność finansowania bieżących wydatków. W rezultacie znaczącemu osłabieniu może ulec zaufanie gospodarstw domowych do systemu finansowego, w przyszłości skutkujące rezygnacją z powierzenia oszczędności temu systemowi. Warto odnotować, że w przypadku *resolution*, dzięki zapewnieniu kontynuacji działania podmiotu objętego tą procedurą, deponenti mają dostęp do zgromadzonych środków.
- W przypadku klasycznej upadłości niejednokrotnie dochodzi do znaczącej utraty wartości aktywów upadającego podmiotu, co może być spowodowane aktualnymi warunkami rynkowymi oraz koniecznością szybkiej ich sprzedaży celem zaspokojenia roszczeń wierzycieli. W przypadku *resolution* przed tą sytuacją chronią instrumenty takie, jak bank pomostowy oraz wydzielenie aktywów do podmiotu zarządzającego, którego celem jest maksymalizacja ich wartości.
- Przeprowadzenie klasycznej upadłości jest na ogół procesem niezwykle złożonym i długotrwałym za sprawą procedur sądowych oraz konieczności prowadzenia

negocjacji przez udziałowców i wierzycieli. Sprawność działania sądów w poszczególnych państwach członkowskich UE może się ponadto znacząco od siebie różnić. Proces *resolution* ma natomiast charakter administracyjny, a nie sądowy (innymi słowy, jest przeprowadzany przez organ *resolution*, a nie przez sąd) i ma być ukończony w krótkim okresie. Warto również podkreślić, że w przypadku *resolution*, w przeciwieństwie do klasycznej upadłości, nie są angażowane zasoby sądów (np. osobowe, infrastrukturalne), które finansowane są z pieniędzy podatników, a ponadto proces restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji pozytywnie wpływa na „udrożnienie” sądów, zdejmując z nich liczne obowiązki związane z przeprowadzaniem upadłości.

Oprócz niewątpliwych korzyści związanych z uporządkowaną likwidacją instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, można wyróżnić szereg kontrowersji i wątpliwości dotyczących tego procesu. Zostaną one teraz omówione.

1. Jednolity fundusz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji do 1 stycznia 2024 r. ma osiągnąć wielkość 55 mld EUR. Należy zauważyć, że kwota ta może okazać się zbyt niska do przeprowadzenia uporządkowanej likwidacji dużych podmiotów, jak np. Deutsche Bank czy BNP Paribas, których aktywa sięgają setek miliardów EUR. W takich uwarunkowaniach pomoc publiczna przeznaczona na ratowanie podmiotów działających w sektorze finansowym może być nadal niezbędna, a wówczas nie zostałby osiągnięty jeden z celów procedury restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji.
2. W metodologii²⁰ kalkulacji składek na krajowe fundusze *resolution* przewidziano, że małe podmioty²¹ będą uiszczać składki nieoparte na ryzyku, ale ryczałtowe, których wielkość będzie uzależniona od rozmiarów danego podmiotu. Wysokość ryczałtów ma wahać się od 1000 EUR²² do 50 000 EUR²³. Rozwiązanie takie może budzić wątpliwości o tyle, że ustalone w sposób arbitralny wysokości ryczałtów

²⁰ Commission Delegated Regulation (EU) 2015/63 of 21 October 2014 supplementing Directive 2014/59/EU of the European Parliament and of the Council with regard to *ex ante* contributions to resolution financing arrangements, Official Journal of the European Union L11/44, 17.1.2015.

²¹ Definiowane są one jako podmioty, które spełniają oba następujące warunki:

- a) suma ich łącznych zobowiązań (bez funduszy własnych i ubezpieczonych depozytów) jest mniejsza lub równa 300 mln EUR;
- b) ich suma bilansowa nie przekracza 1 mld EUR.

²² Dla instytucji finansowych, których łączna suma zobowiązań bez funduszy własnych i ubezpieczonych depozytów będzie mniejsza lub równa 50 mln EUR oraz których suma bilansowa będzie mniejsza niż 1 mld EUR.

²³ Dla instytucji finansowych, których łączna suma zobowiązań bez funduszy własnych i ubezpieczonych depozytów będzie mieścić się w przedziale (250 mln EUR – 300 mln EUR) oraz których suma bilansowa będzie mniejsza niż 1 mld EUR.

mogą stanowić dla najmniejszych i najmniej ryzykownych banków nadmierne obciążenie. Przy takim rozwiązaniu mały podmiot (w szczególności bank spółdzielczy), charakteryzujący się niskim poziomem ryzyka, będzie uiszczal składkę ryczałtową w takiej samej wysokości jak mały podmiot o podwyższonym ryzyku. W tej sytuacji bardziej uzasadnionym rozwiązaniem byłoby stosowanie wobec małych podmiotów kalkulacji składek na podstawie ryzyka. Poza tym, zważywszy, że małe podmioty w sektorach bankowych różnych krajów mają odmienną specyfikę oraz zyskowność, np. ta sama kwota 50 000 tys. EUR może dla małych podmiotów w polskim sektorze banków spółdzielczych stanowić znaczące obciążenie zysku, podczas gdy dla małych podmiotów, np. w niemieckim sektorze bankowości spółdzielczej może nie być odczuwalna. Wydaje się więc, że w metodologii kalkulacji składek na *resolution* nie uwzględniono w wystarczającym stopniu odmiennych specyfik lokalnych sektorów bankowych w różnych państwach członkowskich UE.

3. Wątpliwość może budzić także niezwykle wysoki stopień skomplikowania procesu *resolution* w ramach SRM, przejawiający się wielością instytucji zaangażowanych w ten proces (EBC, Jednolita Rada SRM, Komisja Europejska, Rada UE), jak również wysoka złożoność procesu decyzyjnego. Widoczny jest przy tym pewien przerost instytucjonalny i pojawia się obawa, że w praktyce mogą wystąpić trudności w wypracowaniu konsensusu pomiędzy ww. ciałami oraz pewne rozmycie odpowiedzialności.
4. Zastosowanie procedury *resolution* ma na celu m.in. zniwelowanie ryzyka systemowego oraz zapobieżenie „efektowi domina”, jednak nie zawsze cel ten udaje się osiągnąć. Pokazał to przypadek austriackiego Hypo Alpe Adria Bank, uznawany za pierwszy przypadek zastosowania w Europie *resolution*²⁴. W listopadzie 2014 r. aktywa tego banku o wartości ok. 18 mld EUR zostały wydzielone do podmiotu zarządzającego aktywami Heta Asset Resolution. Dnia 1 marca 2015 r. podmiot ten został poddany procedurze *resolution* przez austriackiego likwidatora banków Finanzmarktaufsicht (FMA), który ogłosił moratorium na spłatę jego zobowiązań do 31 maja 2016 r.²⁵. Likwidacja tego podmiotu przyczyniła się do pogorszenia sytuacji finansowej małego banku Duesseldorfer Hypothekenbank, który w sprawozdaniu finansowym za 2013 r. sprawozdał posiadanie 348 mln EUR obligacji Heta Asset Resolution i który w 2015 r. został

²⁴ J. Ramotowski, *Resolution zaczyna zbierać żniwo w Europie*, „Obserwator Finansowy”, <http://www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/bankowosc/resolution-zaczyna-zbierac-zniwo-w-europie>, dostęp 8.06.2015.

²⁵ Ibidem.

uratowany przez konsorcjum niemieckich banków oraz fundusz inwestycyjny²⁶. Sytuacja ta pokazała, że rozwiązanie, w którym inwestorzy kupujący obligacje banków zostają obciążeni stratami, może prowadzić do „efektu domina”.

5. Zapewnienie ciągłości działania podmiotu objętego *resolution* ma zapobiec „panice bankowej”, runowi na banki i masowemu odpływowi depozytów. Mimo tego, jeśli informacja o wszczęciu postępowania uporządkowanej likwidacji zostanie upubliczniona przez media, to mimo wszystkich wysiłków podejmowanych przez organ uporządkowanej likwidacji, może nastąpić masowe wycofywanie środków przez deponentów, którzy będą mieli do nich dostęp właśnie dzięki ciągłości działania danego podmiotu. Aby zapobiec tej sytuacji, kluczowe znaczenie będzie miała działalność informacyjna organów *resolution*, jednak mimo jej podejmowania istnieje ryzyko wystąpienia irracjonalnego „efektu owczego pędu” wśród deponentów.
6. Kolejna kontrowersja dotyczy ingerencji w prawa akcjonariuszy, udziałowców i wierzycieli podmiotu objętego *resolution*. Jak zauważono w recitalu 13 Dyrektywy BRRD: „Stosowanie przewidzianych w niniejszej dyrektywie instrumentów restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji oraz wykonywanie określonych w niej uprawnień w zakresie prowadzenia restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji może stanowić ingerencję w prawa akcjonariuszy i wierzycieli. W szczególności uprawnienie organów do przeniesienia akcji bądź całości lub części aktywów instytucji na rzecz prywatnego nabywcy bez zgody akcjonariuszy stanowi ingerencję w prawa własności akcjonariuszy. Ponadto uprawnienie do podjęcia decyzji, które zobowiązania – w świetle celów zapewnienia ciągłości usług i uniknięcia negatywnego wpływu na stabilność finansową – należy przenieść poza instytucję, będącą na progu upadłości, może naruszać zasadę równego traktowania wierzycieli”.
7. Kontrowersje może wywoływać również instrument umorzenia lub konwersji długu.
 - W wyniku jego zastosowania nieubezpieczeni wierzyciele podmiotu wbrew własnej woli, przymusowo stają się jego akcjonariuszami/udziałowcami, co kłóci się z zasadami wolnego rynku i poszanowaniem praw własności.
 - Instrument umorzenia lub konwersji długu ma być stosowany w celu przywrócenia kapitału podmiotu będącego na progu upadłości, tak aby umożliwić mu kontynuowanie działalności. Należy jednak zauważyć, że tego rodzaju podwyższenie kapitału nie ma charakteru realnego, a wyłącznie nominalny – jest bowiem zabiegiem księgowym, w wyniku którego jedna

²⁶ Ibidem.

z pozycji pasywów – zobowiązania jest przekształcana w inną – w kapitał zakładowy. Procesowi temu nie towarzyszy nabycie aktywów, przez co koliduje z zasadą, że kapitał zakładowy musi mieć pełne i realne pokrycie. Podwyższenie kapitału zakładowego w wyniku konwersji wierzytelności może w ten sposób przyczynić się do tworzenia mylnego wrażenia co do poprawy wypłacalności spółki.

- Fakt, że nieubezpieczone depozyty (powyżej 100 000 EUR) mogą zostać objęte instrumentem umorzenia lub konwersji długu stanowi dla deponentów kolejny czynnik ryzyka, w związku z czym mogą oni żądać dodatkowej premii za ryzyko, przez co dany bank będzie zmuszony zaoferować większe oprocentowanie lokat. Ponadto wspomniany dodatkowy czynnik ryzyka zniechęca klientów (w szczególności korporacyjnych) do lokowania środków finansowych, przez co utrudnione staje się budowanie długoterminowej bazy depozytowej, z której może być finansowana działalność kredytowa.
- Analogicznie, utrudnione i bardziej kosztowne może okazać się pozyskiwanie długoterminowych innych źródeł finansowania banku, gdyż inwestorzy, chcący zainwestować w długoterminowy dług danego podmiotu, będą brać pod uwagę fakt, iż dług ten może być skonwertowany na kapitał podstawowy, przez co mogą domagać się oni wyższej premii za ryzyko.
- Z punktu widzenia polskiego systemu finansowego, procedura *resolution* może przynieść korzyści wskazane we wcześniejszej części niniejszego artykułu, do których należy zaliczyć m.in. osłabienie wpływu potencjalnego kryzysu w sektorze finansowym na stan finansów publicznych, uwzględnienie systemowych skutków likwidacji podmiotów, zapewnienie klientom instytucji finansowych ciągłości dostępu do usług, zapobieganie utracie wartości aktywów likwidowanych podmiotów oraz szybkość procesu w porównaniu do klasycznej upadłości. Tym niemniej należy mieć na uwadze, że analizowana procedura, wdrażana w Polsce w głównej mierze poprzez nowelizację Ustawy z dnia 14 grudnia 1994 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym²⁷, będzie wiązała się z kosztami ponoszonymi przez instytucje finansowe. W tej sytuacji kluczową rolę odegra takie skalibrowanie wysokości opłat i ich rozłożenie w czasie, aby nie stanowiły one nadmiernego obciążenia dla podmiotów sektora finansowego oraz nie wpływały negatywnie na jego efektywność. W szczególności dotyczy to sektora spółdzielczego, który ze swej

²⁷ Dz.U. z 2009 r. nr 84, poz. 711. Wersja z 9.10.2015 r. projektu nowelizacji ustawy jest dostępna na stronie internetowej: <https://legislacja.rcl.gov.pl/docs//2/161376/161401/161402/dokument188619.pdf>, dostęp 28.10.2015.

natury charakteryzuje się stosunkowo niskimi wskaźnikami efektywności. Przykładowo wg stanu na 30.06.br. wskaźnik ROA dla sektora banków spółdzielczych wyniósł 0,68%, przy wskaźniku koszty/dochody – C/I na poziomie 71,80%²⁸. Co więcej, podmioty bankowości spółdzielczej będą dodatkowo obciążone kosztami w związku z planowanym tworzeniem systemów ochrony instytucjonalnej (*Institutional Protection Schemes* – IPS). Wobec powyższego niezwykle istotne będzie, aby planowana metodologia kalkulacji składek na finansowanie *resolution* była oparta na algorytmie antycyklicznym, dzięki czemu w przypadku trudności na krajowym rynku finansowym opłaty nie będą dodatkowo pogarszać sytuacji podmiotów tego rynku.

6. Podsumowanie

Celem niniejszego artykułu było przeanalizowanie rozwiązań prawno-instytucjonalnych zastosowanych w Unii Europejskiej w sferze uporządkowanej likwidacji instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, które to rozwiązania zostały wprowadzone w reakcji na rozpoczęty w 2007 r. globalny kryzys finansowy, stanowiąc jeden z filarów unii bankowej. W początkowej części artykułu zawarto uzasadnienie dla wprowadzenia w UE nowych rozwiązań w zakresie uporządkowanej likwidacji podmiotów działających na rynku finansowym. Następnie omówiona została architektura instytucjonalna unii bankowej, jej filary, w tym ramy prawne restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji. Potem został przedstawiony zakres podmiotowy procedury *resolution*, przesłanki jej uruchomienia, przebieg, jak również stosowane instrumentarium. W kolejnej części artykułu wylistowano potencjalne korzyści oraz ryzyko wiążące się z procedurą restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji. Główną tezą artykułu jest wyłaniające się z jego ostatniej części stwierdzenie, że procedura ta niesie szereg korzyści (m.in.: redukcja ryzyka systemowego, osłabianie współzależności pomiędzy kryzysem na rynku finansowym a kryzysem fiskalnym, zapewnienie klientom instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych ciągłości dostępu do usług finansowych oraz większa sprawność w porównaniu do procedur tradycyjnej upadłości), ale wiąże się także z pewnymi kontrowersjami, w szczególności dotyczącymi instrumentu umorzenia lub konwersji długu, ingeren-

²⁸ Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, *Raport o sytuacji banków w I półroczu 2015 r.*, Warszawa 2015, s. 28, https://www.knf.gov.pl/Images/RAPORT_O_SYTUACJI_BANKOW_2015-06_tcm75-43047.pdf, dostęp 28.10.2015.

cji w prawa akcjonariuszy bądź udziałowców czy wzrostu obciążeń dla podmiotów sektora finansowego.

Bibliografia

Dokumenty prawne

1. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE z dnia 15 maja 2014 r. ustanawiająca ramy na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych oraz zmieniająca dyrektywę Rady 82/891/EWG i dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2001/24/WE, 2002/47/WE, 2004/25/WE, 2005/56/WE, 2007/36/WE, 2011/35/UE, 2012/30/UE i 2013/36/EU oraz rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1093/2010 i (UE) nr 648/2012. Tekst mający znaczenie dla EOG, Dz.Urz. UE 2014 L 173.
2. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 806/2014 z dnia 15 lipca 2014 r. ustanawiające jednolite zasady i jednolitą procedurę restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji instytucji kredytowych i niektórych firm inwestycyjnych w ramach jednolitego mechanizmu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji oraz jednolitego funduszu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 1093/2010, Dz.Urz. UE 2014 L 225.
3. Commission Delegated Regulation (EU) 2015/63 of 21 October 2014 supplementing Directive 2014/59/EU of the European Parliament and of the Council with regard to *ex ante* contributions to resolution financing arrangements, Official Journal of the European Union L11/44, 17.1.2015.
4. Ustawa z dnia 14 grudnia 1994 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, Dz.U. z 2009 r. nr 84, poz. 711.
5. Ustawa o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji – projekt z 09.10.2015 r., <https://legislacja.rcl.gov.pl/docs//2/161376/161401/161402/dokument188619.pdf>

Wydawnictwa zwarte

1. Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, *Procedura restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banku – doświadczenia światowe, rozwiązania dla UE i dla Polski*, Zeszyt BRE Bank-CASE 2013, nr 124.
2. Deutsche Bundesbank, *Europe's new recovery and resolution regime for credit institutions*, Monthly Report June 2014.
3. *Europejska Unia Bankowa*, red. M. Zaleska, Difin, Warszawa 2015.

4. Gordon J.N., Ringe W.G., *Bank Resolution in Europe: the Unfinished Agenda of Structural Reform*, Law Working Paper no. 282/2015, European Corporate Governance Institute, January 2015.

Materiały internetowe

1. BBVA Research, *Regulation Outlook: Compendium on bank resolution regimes: from the FSB to the EU and US frameworks*, Madrid, June 2014, <https://www.bbva-research.com/wp-content/uploads/2014/06/Regulation-Outlook.pdf>
2. Centrum für Europäische Politik, Fundacja Forum Obywatelskiego Rozwoju, „Dyrektywa UE: Restrukturyzacja i uporządkowana likwidacja banków – analiza z dnia 18 marca 2013 r.”, <https://www.for.org.pl/pl/d/d3c1d616b3b837ac1c91c8cf90045e39>
3. Five Presidents’ Report, *Completing Europe’s Economic and Monetary Union*, 22 June 2015, http://ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/single-market-strategy/factsheet-completing-banking-union_en.pdf
4. Freshfields Bruckhaus Deringer, *Key points from the EU Recovery and Resolution Directive*, http://www.freshfields.com/uploadedFiles/SiteWide/News_Room/Insight/RRP/EU%20Directive%20key%20points.pdf
5. *High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector*, chaired by Erkki Liikanen, Final Report, Brussels, 2 October 2012, http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/high-level_expert_group/report_en.pdf
6. *International Association of Deposit Insurers*, „IADI Annual Survey 2012”, Basel 2013, <http://www.iadi.org/di.aspx?id=173>
7. PWC, *EU Bank Recovery and Resolution Directive: Triumph or Tragedy?*, January 2014, https://www.pwc.com/im/en/publications/assets/pwc_eu_bank_recovery_and_resolution_directive_triumph_or_tragedy.pdf
8. Ramotowski J., *Resolution zaczyna zbierać żniwo w Europie*, „Obserwator Finansowy”, [sshttp://www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/bankowosc/resolution-zaczyna-zbierac-zniwo-w-europie](http://www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/bankowosc/resolution-zaczyna-zbierac-zniwo-w-europie)
9. Rawcliffe G., *European Bank Resolution – Goodbye to Bail-Outs*, Western Asset, <https://www.westernasset.com/au/qe/research/whitepapers/european-bank-resolution-goodbye-to-bail-outs-2013-07.cfm>

Procedure of Restructuring and Resolution of Credit Institutions and Investment Companies as a Pillar of the Banking Union within EU

Summary

The first part of the article analyses the premises for the introduction of new solutions in the area of resolution of entities operating on the financial market. The second part is devoted to the legal and institutional framework of the procedure of resolution and its place in the structure of the banking union. The third part discusses the subject scope of restructuring, premise for the procedure, its course as well as the applied instruments. The fourth part includes an attempt to evaluate solutions in the area of resolution applied in the EU. The thesis advanced in the article is the statement that the procedure brings a number of advantages (in particular, it favours the stability of the financial system and public finance protection, it ensures the continuity of access to services provided by these entities to the customers of credit institutions and investment companies, and it proves to be more efficient in comparison with a traditional bankruptcy). However, it also carries certain risks (primarily related to the instrument of remission or debt conversion) and courts controversies (e.g. interference in the shareholders rights or a rising burden of the financial sector entities).

Keywords: restructuring and resolution of credit institutions and investment companies, bank resolution, banking union, Single Resolution Mechanism, bail-in, financial stability, systemic risk, financial crises, financial institutions bankruptcy

Ewa Mińska-Struzik

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

Eksport jako źródło innowacji

Streszczenie

W artykule przedstawiono wciąż relatywnie słabo rozpoznany i przez to niedoceniany mechanizm uczenia się przez eksport (*learning by exporting*). Stanowi on jeden z kanałów transferu wiedzy technicznej z zagranicy, ważny zwłaszcza w warunkach opóźnienia technologicznego kraju pochodzenia eksporterów. Obecność na rynku zagranicznym, kontakt z wymagającymi nabywcami oraz obserwacje poczyną konkurentów w określonych warunkach sprzyjają wprowadzaniu innowacji i, w konsekwencji, podnoszeniu produktywności eksporterów. Celem artykułu jest charakterystyka zjawiska uczenia się przez eksport i wskazanie uwarunkowań jego występowania. Rozważaniom opartym na literaturze przedmiotu towarzyszy syntetyczna prezentacja wyników autorskich badań w odniesieniu do tytułowego problemu badawczego.

Słowa kluczowe: uczenie się przez eksport, transfer wiedzy technicznej, innowacje, przedsiębiorstwa *high-tech*

1. Wprowadzenie

We współczesnej gospodarce kluczowym zasobem, niezbędnym do budowania trwałej przewagi konkurencyjnej, jest innowacyjna technologia. Zdolność do jej tworzenia i twórczego wykorzystania w dużym stopniu determinuje potencjał konkurencyjny przedsiębiorstw, sektorów, regionów czy wreszcie całych gospodarek narodowych. Presja doskonalenia, skutkującego systematycznym wdrażaniem

ulepszeń w produktach i procesach ich wytwarzania, jest obecnie tak silna, że można bez wahania stwierdzić, iż żyjemy w warunkach permanentnej zmiany technologicznej. Oczywiście jest jednak, że tylko nieliczni aktorzy (i to niekiedy wyłącznie tymczasowo) pełnią funkcje liderów w tym procesie. Zdecydowana większość to tak zwani „naśladowcy” (*followers*)¹.

Na poziomie mikro umiejętność podążania za zmianą stanowi wynik specyficznych dla danej firmy postaw i zachowań przyjmowanych i podejmowanych w określonym kontekście mezo- i makroekonomicznym. Na wyższych poziomach gospodarki zdolność ta nie jest prostą sumą zdolności technologicznych pojedynczych przedsiębiorstw, jednak z całą pewnością od nich zależy. Tym, co ją dodatkowo determinuje jest ilość i jakość powiązań pomiędzy poszczególnymi aktorami zmiany na każdym z poziomów gospodarki i pomiędzy nimi, jak również ponad granicami państwowymi².

W niniejszym artykule uwaga zostanie skupiona właśnie na tych ostatnich – na wybranych powiązaniach ponadgranicznych, mogących stanowić źródło wiedzy technicznej, cenne zwłaszcza w kontekście krajowych niedostatków zarówno w zakresie akumulacji kapitału, jak i kwalifikacji pracowników. Charakteryzując międzynarodowe kanały dyfuzji wiedzy technicznej, intuicyjnie przyjmuje się, że najistotniejsze dla wzrostu krajowego potencjału innowacyjnego są bezpośrednie inwestycje zagraniczne (BIZ). Rozumowanie takie wydaje się uprawnione, jeśli weźmie się pod uwagę, że międzynarodowym przepływom kapitału w formie BIZ towarzyszy zarówno transfer technologii ucieleśnionej w produktach i procesach, jak i (co jest coraz powszechniejszą praktyką) przemieszczanie B+R do kraju goszczącego, a także uwzględnwszy korzystne efekty przenikania technologicznego (*spillover*) – do krajowych podmiotów. Tymczasem wyniki badań empirycznych, prezentowanych w światowej literaturze przedmiotu, przekonują, że ponad połowę efektów *spillover* przypisać należy nie BIZ, ale importowi maszyn i dóbr pośrednich, realizowanemu w transakcjach z podmiotami niepowiązanymi kapitałowo³.

¹ M. Hobday, *East Asian Latecomer Firms: Learning the Technology of Electronics*, „World Development” 1995, vol. 23, s. 1171–1193.

² Koncepcja innowacji jako systemu to coraz powszechniejszy pogląd na istotę omawianego zjawiska. W podejściu systemowym podkreśla się wpływ instytucji zewnętrznych na działalność innowacyjną firm i innych uczestników procesu innowacyjnego, eksponując znaczenie różnych kanałów rozprzestrzeniania się informacji, wiedzy i umiejętności oraz swoiste „zanurzenie” w relacje społeczne na określonym tle kulturowym i politycznym. Więcej na ten temat patrz w: M. Weresa, *Systemy innowacyjne we współczesnej gospodarce światowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2012.

³ W. Keller, *Geographic Localization of International Technology Diffusion*, „American Economic Review” 2002, vol. 92(1), s. 120–142.

Podążając tropem transakcji handlowych jako głównego kanału przenikania wiedzy technicznej, warto przyrzeć się również stronie eksportu. Można się tu bowiem spodziewać podażowego odpowiednika efektów *spillover*. Prowadzenie sprzedaży na rynku zagranicznym i poczynione podczas jej realizacji obserwacje oraz zgromadzone doświadczenie mogą także stanowić źródło wiedzy technicznej dla przedsiębiorstwa. Mechanizm „uczenia się przez eksport” (*learning by exporting*), jakkolwiek intuicyjnie łatwy do uchwycenia, jak dotąd nie został potwierdzony w badaniach empirycznych w sposób równie przekonujący, co dyfuzja technologii kanałem importowym, stąd wielu autorów dość sceptycznie odnosi do możliwości jego wystąpienia⁴. Celem artykułu jest charakterystyka zjawiska *learning by exporting* i ustalenie przyczyn wciąż relatywnie słabego jego rozpoznania. Rozważaniom opartym na literaturze przedmiotu towarzyszy prezentacja wyników autorskich badań w odniesieniu do tytułowego problemu badawczego⁵.

2. Uczenie się przez eksport – geneza i konceptualizacja pojęcia

Termin „uczenie się przez eksport” pojawił się w literaturze trzy dekady temu jako konsekwencja obserwacji korzystnego wpływu eksportu na wzrost i rozwój azjatyckich gospodarek nowo uprzemysłowionych. Koncepcja *learning by exporting* (LBE) zakłada, że zaangażowanie się w działalność eksportową stymuluje innowacyjność, indukując korzystne zmiany organizacyjne oraz podnosi kompetencje komunikacyjne przedsiębiorstw, co następnie przekłada się na wzrost ich produktywności⁶. O wzroście produktywności wskutek uczenia się przez eksport można mówić na przykład wtedy, gdy zagraniczny kontrahent narzuca eksporterowi wyższe standardy jakości niż odbiorcy krajowi, wskazując przy tym, jak owe standardy osiągnąć, bądź gdy presja ze strony zagranicznej konkurencji wymusza korzystne zmiany w przedsiębiorstwach

⁴ W. Keller, *International Technology Diffusion*, „Journal of Economic Literature” 2004, vol. 42(3), s. 752–782.

⁵ Badania przeprowadzono w ramach realizacji projektu „Alternatywne metody stymulowania innowacyjności w polskiej gospodarce – identyfikacja, miary skuteczności, rekomendacje” (grant MNiSW numer N N112 118039). Ich metodyka i pełne rezultaty zostały szczegółowo omówione w monografii: E. Mińska-Struzik, *Od eksportu do innowacji – uczenie się przez eksport polskich przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 2014. Niniejszy artykuł stanowi autorską syntezę rozważań przedstawionych we wskazanej książce.

⁶ Warto jednak zwrócić uwagę, że nie wszystkie „efekty eksportowe” można przypisać LBE. Eksport może bowiem oddziaływać na poprawę produktywności także innymi kanałami – poprzez eksportowanie korzyści skali lub zmniejszanie odpadów przy produkcji eksportowej.

eksportujących. Może to dalej przyczynić się do powstania korzyści zewnętrznych na rynku krajowym. W tę stronę oddziaływać będą inwestycje nakierowane na wzrost eksportu, szkolenie kadr czy dostosowywanie produktów do wymagań zagranicznych odbiorców. Imitowanie tego typu posunięć przez firmy zorientowane na rynek krajowy, bez konieczności ponoszenia znaczących kosztów początkowych, określa się jako efekt demonstracji. Ekspansja eksportowa może przyczynić się również do powstania korzyści zewnętrznych innego typu, polegających na przykład na promocji krajowych podmiotów na rynkach eksportowych, i tym samym ułatwić wyjście za granicę kolejnym generacjom eksporterów, obniżając poziom tak zwanych kosztów utraconych (*sunk costs*), towarzyszących podjęciu sprzedaży eksportowej.

Gdy analizuje się zjawisko uczenia się przez eksport na poziomie konceptualnym, wyraźnie widoczne jest podobieństwo do uczenia się przez działanie (*learning-by-doing*). Termin ten, użyty po raz pierwszy przez Arrowa⁷, oznacza systematyczny wzrost doświadczenia wśród pracowników produkcyjnych i kadry menedżerskiej w zakresie rozwiązywania problemów technicznych lub organizacyjnych. W miarę akumulacji doświadczenia i zmniejszania luki kompetencyjnej uczenie się przez działanie zaczyna generować malejące przychody. W tym kontekście „uczenie się przez działanie polegające na eksporcie” znajduje uzasadnienie, jako że firmy wchodzące na rynek zagraniczny stykają się z nabywcami o odmiennych wymaganiach i z oczekiwaniem spełnienia innych niż krajowe standardów jakościowych. Bywają też wystawione na konieczność sprostania krótszym terminom dostaw. Młodzi, mniej doświadczeni eksporterzy napotkają prawdopodobnie na większą lukę kompetencyjną, stąd podejmowana przez nich sprzedaż na rynku zagranicznym może stać się źródłem relatywnie większych korzyści niż w odniesieniu do doświadczonych eksporterów⁸.

Dość ogólna definicja uczenia się przez eksport, zoperacjonalizowana na potrzeby empirycznych badań tego zjawiska, każe utożsamiać je ze zmianą w procesie stochastycznym generowania przyrostów produktywności, indukowaną zachowaniem firmy podejmującej eksport⁹. Korzyści z tytułu przyrostów efektywności dzielą się na statyczne i dynamiczne. Te pierwsze mogą się ujawnić już dzięki eksploataowaniu korzyści skali wynikających ze zwiększenia rynku zbytu, do jakiego dochodzi na skutek podjęcia eksportu. W takich warunkach nie występuje jeszcze uczenie

⁷ K.J. Arrow, *Economic welfare and the allocation of resources for inventions*, w: *The rate and direction of inventive activity*, red. R. Nelson, Princeton University Press, Princeton 1962.

⁸ Por. A.M. Fernandes, A.E. Isgut, *Learning-by-Exporting Effects: Are They for Real?*, MPRA Paper, no. 3121, University of Munich, <http://ideas.repec.org/p/pramprapa/3121.html>, 2009, dostęp 10.03.2012.

⁹ Por. D. Castellani, *Export behavior and productivity growth: evidence from Italian manufacturing firms*, *Weltwirtschaftliches Archiv* 2002, vol. 138, s. 605–628.

się przez eksport, które nie może być utożsamiane z prostą konsekwencją samej obecności na nowym rynku. Jest ono raczej funkcją doświadczenia i zaangażowania eksportera, których skutki mogą się ujawnić dopiero w ujęciu dynamicznym. Serti i Tomasi¹⁰ zaliczają uczenie się do efektów będących następstwem ekspansji eksportowej (*post-entry effects*). Ujawniają się one wskutek mierzenia się przez eksportera z nowymi wyzwaniami wynikającymi z kontaktów z odbiorcami lub presji konkurencji. Ich przejawem jest konieczność udoskonalenia stosowanej technologii, czego nie ma w przypadku efektów statycznych, powstających w wyniku eksploataowania prostych korzyści skali. Źródłem takich pro wzrostowych impulsów w firmach eksportujących mogą być¹¹:

- ułatwiony dostęp do nowych produktów i technik wytwarzania na rynku zagranicznym,
- możliwość uzyskania pomocy technicznej ze strony nabywców lub profesjonalnych usługodawców za granicą,
- kontakt z konkurentami i imitowanie stosowanych przez nich technik marketingowych czy rozwiązań menedżerskich.

Podsumowując: uczenie się przez eksport dotyczy przedsiębiorstw, które wchodzi z swoją ofertą na rynek zagraniczny i stają przed nieodczuwaną wcześniej potrzebą wdrożenia innowacji. Kontakt z nabywcami bardziej wymagającymi niż krajowi, w połączeniu z presją zagranicznej konkurencji tworzy konieczność spełnienia wyższych standardów jakościowych. Skutkuje to na przykład zmianami dostawców materiałów wykorzystywanych w procesie produkcji, wprowadzaniem nowych funkcji w oferowanej produkcie, modyfikacją sposobu czy skróceniem czasu dostawy.

Innymi słowy, doświadczenie zgromadzone dzięki eksportowi i wchodzeniu w interakcje z podmiotami rynku zagranicznego stymuluje przedsiębiorstwa do rozwoju w zakresie stosowanych technologii oraz wspierających je rozwiązań organizacyjnych czy marketingowych. Należy przy tym podkreślić, że z czasem innowacyjne rozwiązania wdrażane są nie tylko w odniesieniu do produktów eksportowych i procesów ich wytwarzania, ale także dotyczą tej części oferty, która kierowana jest na rynek krajowy. Uczenie się przez eksport jest zatem procesem prowadzącym do wzrostu

¹⁰ F. Serti, C. Tomasi, *Self-selection and post-entry effects of exports: Evidence from Italian manufacturing firms*, „Review of World Economics” 2008, vol. 144(4), s. 660–694.

¹¹ Por. G. Blalock, P. Gertler, *Learning from exporting revisited in a less developed country*, „Journal of Development Economics” 2004, vol. 75, s. 397–416; D. Greenaway, R. Kneller, *Firm heterogeneity, exporting and foreign direct investment*, „The Economic Journal” 2007, vol. 117, s. 134–161; N. Hiep, H. Otha, *Superiority of exporters and the causality between exporting and firm characteristics in Vietnam*, Research Institute for Economics & Business Administration, Kobe University Discussion Paper 2009, no. 239; H. Utar, *The role of foreign technical and professional services in learning by exporting*, http://spot.colorado.edu/~utar/index_files/XPSservice.pdf, 2011, dostęp 3.08.2013.

nie tylko obrotów i rentowności samej sprzedaży zagranicznej, lecz także produktywności całego przedsiębiorstwa, dzięki wyzwalanym w tym procesie innowacjom.

3. Synteza wyników badań empirycznych nad uczeniem się przez eksport

W badaniach empirycznych eksporterzy okazują się zwykle bardziej produktywni, dokonują większych nakładów kapitałowych, dysponują bardziej zaawansowaną technologią produkcji, a poziom wypłacanych przez nich wynagrodzeń jest wyższy w porównaniu z przedsiębiorstwami zorientowanymi wyłącznie na rynek krajowy. Firmy te, dzięki wyższej produktywności, są predestynowane i skłonne do podjęcia eksportu. Potwierdzenie tak zwanej autoselekcji nie wystarcza jednak do uznania, że eksport zwrotnie oddziałuje na przyrosty produktywności, a rezultaty badań nad takim kierunkiem przyczynowości pozostają wciąż dość niejednoznaczne. Ich kompleksowy przegląd pozwala jednak na uchwycenie pewnych prawidłowości.

Badania ilościowe nad uczeniem się przez eksport można zasadniczo podzielić na dwie grupy. Pierwsza obejmuje prace, w których ostatecznie odrzucono hipotezę o występowaniu efektów uczenia się przez eksport. W drugiej, znajdują się studia empiryczne, w których wskazano na uwarunkowania wystąpienia takiego uczenia się. Jeśli zidentyfikowane warunki nie zostaną spełnione, uczenie się będzie osłabione lub nie wystąpi w ogóle. W pierwszej ze wskazanych grup można dalej wyróżnić dwie podgrupy, kierując się kryterium roku publikacji wyników oraz pochodzenia badanych przedsiębiorstw. Zdecydowany brak potwierdzenia dla występowania efektów uczenia się przez eksport charakterystyczny jest dla starszych badań, to jest przeprowadzanych w latach 90. XX w.¹² oraz nieco późniejszych. Dotyczyły one przedsiębiorstw z gospodarek wysoko rozwiniętych lub rozwijających się, w których występują pewne mankamenty w zakresie realizowanej strategii rozwoju eksportu, prowadzące do utrwalania tradycyjnej przewagi komparatywnej lub obierania mało dynamicznych technologicznie kierunków wywozu¹³.

¹² Patrz: S.K. Clerides, S. Lach, J.R. Tybout, *Is Learning by Exporting Important? Micro-Dynamic Evidence from Colombia, Mexico, and Morocco*, „The Quarterly Journal of Economics” 1998, vol. 113, s. 903–947; A.B. Bernard, J. Jensen, *Exceptional exporter performance: cause, effect, or both?*, „Journal of International Economics” 1999, vol. 47(1), s. 1–25; B.Y. Aw, S. Chung, M.J. Roberts, *Productivity and turnover in the export market: Micro-level evidence from the Republic of Korea and Taiwan (China)*, „World Bank Economic Review” 2000, vol. 14(1), s. 65–90.

¹³ Patrz: Y. Kılıçaslan, L. Erdoğan, *Industry Orientation, Exporting and Productivity*, „Modern Economy” 2012, vol. 3(1), s. 81–90; T.A. Luong, *Is there Learning by Exporting? Evidence from the Automobile Industry in China*, China Trade Research Group Working Paper 2011/006, <http://doc.mbalib.com/view>

Rezultaty badań publikowanych po 2000 r. sugerują, że wystąpienie uczenia się przez eksport jest możliwe, ale obwarowane koniecznością spełnienia dodatkowych warunków. Pierwszym z istotnych determinantów uczenia się przez eksport jest czynnik czasu. W procesie rozwoju firmy czas jest niezbędny do skumulowania określonej masy doświadczeń, umożliwiających podjęcie decyzji o ekspansji eksportowej. Widoczny powinien być zatem związek między wiekiem przedsiębiorstwa a osiąganiem takich poziomów produktywności, które umożliwiają wejście na rynek zagraniczny i są niezbędne do zainicjowania mechanizmu uczenia się. Z drugiej strony przedsiębiorstwa młodsze, o krótszej historii eksportowej wydają się bardziej podatne na działanie impulsów prorozwojowych, do których należy zaliczyć również te dochodzące z rynku zagranicznego. W miarę upływu czasu efekty uczenia się przez eksport działać mogą jednak coraz słabiej.

Na to ostatnie wskazują wyniki wielu badań, których autorzy potwierdzili przyrosty produktywności, utrzymujące się jedynie przez rok do dwóch lat po podjęciu sprzedaży zagranicznej¹⁴. Skłonność do uczenia się wyłącznie u młodych eksporterów wykazali natomiast Delgado, Farinas i Ruano w badaniu z wykorzystaniem danych z przedsiębiorstw hiszpańskich, Alvarez i Lopez w badaniu przedsiębiorstw chilijskich oraz Fafchamps, Hamine i Zeufack – dla firm marokańskich¹⁵. Dłuższa

/6df4d5bef45807b81f8f35a10aa59e19.html, 2011, dostęp 10.03.2012; H. Vu, S. Lim, M. Holmes, *Higher productivity in Exporters: Self-selection, learning by exporting or both? Evidence from Vietnamese manufacturing SMEs*, MPRA Paper, no. 40708, Munich 2012.

¹⁴ Cytowane badania dotyczyły zarówno przedsiębiorstw pochodzących z krajów wysoko rozwiniętych, jak i rozwijających się. Patrz m.in.: S. Girma, D. Greenaway, R. Kneller, *Entry to export markets and productivity: A microeconomic analysis of matched firms*, University of Nottingham, www.nottingham.ac.uk/economics/staff/details/papers/, dostęp 1.07.2011; G. Blalock, P. Gertler, *Learning...*, op.cit.; C.H. Hahn, *Exporting and performance of plants: Evidence from Korean manufacturing*, NBER Working Paper 2004, no. 10208, Cambridge, <http://www.nber.org/papers/w10208>, dostęp 10.03.2012; B. Saxa, *Learning-by-Exporting or Managerial Quality? Evidence from the Czech Republic*, CERGE-EI Working Paper Series 2008, no. 358, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1488800>, dostęp 20.01.2012; A.M. Fernandes, A.E. Isgut, *Learning-by-Exporting...*, op.cit.; A. Hanley, J. Monreal-Pérez, *Are Newly Exporting Firms more Innovative? Findings from Matched Spanish Innovators*, Kiel Institute for World Economics Working Paper 2011, no. 1735, http://www.ifw-kiel.de/publications/kap_e?selectedYear=2011, dostęp 10.03.2012; M. Mukim, *Does exporting increase productivity? Evidence from India*, http://personal.lse.ac.uk/mukim/mukim_jmp.pdf, dostęp 10.03.2012; J. Shin, J. Bogin, *Learning-by-Exporting: Evidence from Korea*, <http://anbogin.mysite.syr.edu/Research.html>, dostęp 10.03.2012; D. Maggioni, *Learning by exporting in Turkey: An investigation for existence and channels*, „Global Economy Journal” 2012, vol. 12(2), s. 1–20.

¹⁵ M. Delgado, J. Farinas, S. Ruano, *Firm productivity and export markets: a non-parametric approach*, „Journal of International Economics” 2002, vol. 57, s. 397–422; R. Alvarez, R. Lopez, *Exporting and performance: evidence from Chilean plants*, „Canadian Journal of Economics” 2005, vol. 38, s. 1384–1400; M. Fafchamps, S.E. Hamine, A. Zeufack, *Learning to Export: Evidence from Moroccan Manufacturing*, „Journal of African Economies” 2008, vol. 17(2), s. 305–355.

historia eksportowa sprzyjała z kolei uczeniu się przedsiębiorstw rosyjskich i słoweńskich¹⁶. De Loecker wykazał ponadto, że efekty LBE mogą utrzymywać się również dłużej po podjęciu eksportu, podkreślając szczególną specyfikę w zakresie przebiegu omawianego zjawiska w przedsiębiorstwach pochodzących z gospodarek transformacji systemowej¹⁷.

W badaniach przedsiębiorstw z gospodarek rozwijających się negatywna weryfikacja hipotezy o występowaniu uczenia się przez eksport generalnie miała miejsce wyraźnie rzadziej. Niższe poziomy rozwoju gospodarczego, skutkujące występowaniem luki technologicznej względem zagranicy, powodują większą podatność firm na uczenie się przez eksport. Luka ta jest dodatkowo zależna od branży – im bardziej innowacyjne są jej produkty, tym producenci z krajów rozwijających się bardziej odstają od swoich zagranicznych odpowiedników. W takich okolicznościach kontakt z rynkiem zagranicznym, oczekiwania jakościowe importerów oraz presja zagranicznej konkurencji stymulują podnoszenie kompetencji technologicznych.

Spodziewane efekty uczenia się mogą być silniejsze, gdy eksporterzy prowadzą dodatkowo samodzielne prace badawczo-rozwojowe¹⁸. Niektórzy autorzy wykazali ponadto, że działalność B+R bez zaangażowania w eksport nie gwarantuje przedsiębiorstwom wzrostów produktywności¹⁹. Zdiagnozowali oni bowiem efekty uczenia się przez eksport tylko w tych firmach, które prowadziły prace B+R ukierunkowane na indukowanie efektów uczenia się. Alternatywę dla samodzielnie prowadzonych (aczkolwiek wymagających dużych nakładów kapitałowych) prac badawczo-rozwojowych mogą stanowić innego typu działania w kierunku zwiększenia zdolności technologicznych, które bliski kontakt z rynkiem zagranicznym zdecydowanie ułatwia. Na

¹⁶ V. Golikova, K. Gonchar, B. Kuznetsov, *Entry into export markets as an incentive to innovate. Evidence from the Russian manufacturing industry survey*, Higher School of Economics Research Paper no. WP BRP 11/EC/2011, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2002932>, dostęp 3.08.2013; K.N. Schmeiser, *Learning to Export: Export Growth and the Destination Decision of Firms*, „Journal of International Economics” 2012, vol. 87(1), s. 89–97; J. De Loecker, *A Note on Detecting Learning by Exporting*, NBER Working Paper, no. 16548, <http://www.nber.org/papers/w16548>, dostęp 10.03.2012.

¹⁷ J. De Loecker, *Do exports generate higher productivity? Evidence from Slovenia*, „Journal of International Economic” 2007, vol. 73(1), s. 69–98.

¹⁸ Por. B.Y. Aw, M.J. Roberts, T. Winston, *Export market participation, investments in R&D and worker training, and the evolution of firm productivity*, „The World Economy” 2007, vol. 30(1), s. 83–104; C. Bravo-Ortega, J.M. Benavente, A. Gonzalez, *Innovation, Exports and Productivity: Learning and Self-selection in the Chilean Case*, http://www.webmeets.com/files/papers/lacea-lames/2011/313/Innovation_XRDTFP2011.pdf, dostęp 10.03.2012.

¹⁹ N. Yashiro, D. Hirano, *Anatomy of Learning-from-Exporting: Role of Foreign Knowledge Acquisition*, RIETI Discussion Paper Series 01-E-053, October 2010, <http://www.rieti.go.jp/en/publications/summary/10100009.html>, dostęp 10.03.2012; K. Ito, *Sources of Learning-by-Exporting Effects: Does Exporting Promote Innovation?* FREIT Working Paper 2011, no. 295, <http://www.freit.org/WorkingPapers>, dostęp 10.03.2012.

przykład Utar wykazał, że przyrosty produktywności po podjęciu eksportu ujawniły się w tych firmach chilijskich, które na rynku zagranicznym uzyskały dostęp do usług wspierających wdrażanie technologii²⁰. Zbliżone ustalenia poczynili też Salomon i Jin w badaniu firm hiszpańskich²¹.

Siła i przebieg uczenia się przez eksport zależne są również od wielkości przedsiębiorstwa, choć w odniesieniu do tej kwestii wyniki badań pozostają mocno zróżnicowane. Mañez-Castillejo i in., badający przedsiębiorstwa hiszpańskie, wykazali, że w małych podmiotach efekty uczenia się występowały wyraźnie później od momentu podjęcia sprzedaży zagranicznej²². W dużych natomiast uwidoczniły się szybciej, jak również były bardziej znaczące. Z kolei Eliasson, Hanson i Lindvert zidentyfikowali efekty uczenia się przez eksport wyłącznie w mikroprzedsiębiorstwach (zatrudniających mniej niż 10 pracowników). W żadnej innej grupie poddanych badaniu szwedzkich firm nie odnotowano dalszych przyrostów produktywności po rozpoczęciu sprzedaży zagranicznej²³. Silniejsze uczenie się przez eksport w przedsiębiorstwach małych miało także miejsce w firmach argentyńskich, będących przedmiotem studium Albornoza i Ercolaniego²⁴.

Wielu badaczy podkreśla znaczenie kierunków i intensywności eksportu dla wystąpienia efektów uczenia się. Z badań nad firmami włoskimi przeprowadzonych przez Castellaniego wynika, że sama obecność na rynku zagranicznym to wciąż za mało, by zainicjować uczenie się. Do generowania przyrostów produktywności wymagana jest silniejsza orientacja eksportowa. Castellani konkluduje, że uczenie się polega na systematycznym gromadzeniu doświadczeń, na co potrzeba nie tylko czasu, ale i dodatkowych inwestycji, co w dużym stopniu skorelowane jest z wysokością przychodów z eksportu²⁵. Andersson i Löf dowodzą, że dla wystąpienia efektów uczenia się przez eksport ważna jest łącznie regularność i intensywność eksportu²⁶. W przeprowadzonym przez cytowanych autorów badaniu z wykorzystaniem danych z kilku tysięcy firm szwedzkich podatne na uczenie się przez eksport (tj. wykazujące

²⁰ H. Utar, *The role...*, op.cit.

²¹ R. Salomon, B. Jin, *Does knowledge spill to leaders or laggards? Exploring industry heterogeneity in learning by exporting*, „Journal of International Business Studies” 2008, vol. 39, s. 132–150.

²² J.A. Mañez-Castillejo M. Rochina-Barrachina, J.A. Sanchis-Llopis, *Does Firm Size Affect Self-selection and Learning-by-Exporting?*, „The World Economy” 2010, vol. 33(3)

²³ K. Eliasson, P. Hansson, M. Lindvert, *Do Firms Learn by Exporting or Learn to Export? Evidence from Small and Medium-sized Enterprises*, *Small Business Economics* 2012, vol. 39(2), s. 453–472.

²⁴ F. Albornoza, M. Ercolani, *Learning by exporting: do firm characteristics matter? Evidence from Argentinian panel data*, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1023501>, dostęp 10.03.2012.

²⁵ D. Castellani, *Export...*, op.cit.

²⁶ M. Andersson, H. Löf, *Learning-by-Exporting Revisited – the role of intensity and persistence*, „Scandinavian Journal of Economics” 2009, vol. 111(4), s. 893–916.

istotne statystycznie przyrosty produktywności) okazały się wyłącznie te podmioty, które eksportowały regularnie z wysoką intensywnością. Te firmy, które sprzedawały za granicą systematycznie, ale pozostawały zorientowane na rodzimy rynek (w strukturze ich przychodów dominowała sprzedaż krajowa), nie czerpały korzyści z eksportu w obszarze poprawy produktywności, tak samo jak przedsiębiorstwa, które realizowały transakcje eksportowe wyłącznie od czasu do czasu. Ważność intensywności i regularności prowadzonej sprzedaży eksportowej dla siły efektów uczenia się potwierdziły też wyniki badania przeprowadzonego dla brytyjskich firm wysokiej techniki²⁷. Z kolei Chongvilaivan, analizując specyfikę branżową zjawisk związanych z uczeniem się przez eksport, wykazał, że efekty uczenia się wystąpiły wyłącznie w tych przedsiębiorstwach singapurskich, które należały do działów przemysłu odznaczających się wysoką intensywnością eksportu²⁸.

Eaton, Kortum i Kramarz jako jedni z pierwszych wskazali na konieczność uwzględniania kierunków eksportu w badaniach nad heterogenicznością firm uczestniczących w handlu międzynarodowym²⁹. Autorzy ci ogniskowali uwagę na poziomie kosztów utraconych, które rosną w odniesieniu do rynków o wyższym poziomie rozwoju. Jest to jak najbardziej spójne ze wskazaniem sekwencyjnych modeli internacjonalizacji i zwraca uwagę na fakt, że ekspansja na bardziej oddalone (ekonomicznie, technologicznie, geograficznie i kulturowo) rynki wiąże się z koniecznością pokrycia wyższych kosztów, do czego zdolne są wyłącznie podmioty *ex ante* najbardziej produktywne³⁰. Wielu autorów dowodzi jednak, że efekty w zakresie przyrostów produktywności po dokonaniu ekspansji zagranicznej są również zróżnicowane ze względu na rodzaj rynku eksportowego. W badaniu nad przedsiębiorstwami japońskimi przyrosty produktywności miały miejsce wyłącznie w odniesieniu do firm, które podjęły eksport do USA i/lub Europy³¹. Odznaczały się one zarówno wyższymi poziomami produktywności *ex ante*, jak i większymi przyrostami produktywności *ex post*. Wyjaśnienia można poszukiwać w tym, że przedsiębiorstwa eksportujące na rynki azjatyckie w większości dostarczały produkty

²⁷ J.H. Love, P. Ganotakis, *Learning by exporting: lessons from high-technology SMEs*, „International Business Review” 2013, vol. 22(1), s. 1–17.

²⁸ A. Chongvilaivan, *Learning by exporting and High Tech Capital Deepening in Singapore Manufacturing Industries 1974–2006*, Applied Economics 2012, vol. 44(20), s. 2551–2568.

²⁹ J. Eaton, S. Kortum, F. Kramarz, *Dissecting trade: Firms, industries, and export destinations*, „American Economic Review” 2004, vol. 94(2), s. 150–154.

³⁰ V. Smeets, F. Warzynski, *Learning by Exporting, Importing or Both? Estimating productivity with multi-product firms, pricing heterogeneity and the role of international trade*, Working Paper 10–13, Department of Economics, Aarhus University, http://econpapers.repec.org/paper/hhsaareco/2010_5f013.htm, dostęp 10.03.2012.

³¹ K. Ito, *Sources...*, op.cit.

filiom japońskich korporacji, stąd ich możliwości uczenia się były raczej ograniczone. Potwierdzają to ustalenia z badań przedsiębiorstw chińskich, słoweńskich oraz ugandyjskich³². Trofimenko na podstawie wyników studium z wykorzystaniem danych o przedsiębiorstwach kolumbijskich konstatuje, że o przyrostach produktywności po podjęciu eksportu decyduje swoista kombinacja cech przedsiębiorstw i rynków eksportowych³³. Autorka dowodzi, że podmioty, które podejmowały eksport na rynki o zbliżonych do rodzimego poziomach rozwoju, realizowały przyrosty produktywności przed wejściem na rynek zagraniczny. Rozpoczęcie eksportu skutkowało natomiast gwałtownym negatywnym szokiem, po którym osiągnięcie wyjściowych poziomów produktywności było poważnie utrudnione. Wybór rynków o średnim lub wysokim poziomie rozwoju, ale nienależących do OECD, skutkowało z kolei szokiem pozytywnym, ale jego efekty zanikały z upływem czasu. Tymczasem podejmowanie eksportu do gospodarek OECD gwarantowało znaczące przyrosty produktywności, których dodatnie efekty systematycznie kumulowały się, pozytywnie oddziałując na przedsiębiorstwo w dłuższym okresie.

Podobnie Graner i Isaksson w badaniu firm kenijskich wykazali, że autoselekcja wśród eksporterów na rynki pozaafrykańskie była znacznie silniejsza³⁴. Do prowadzenia eksportu na obszarze kontynentu zdolne były nawet firmy mniej produktywne, podczas gdy podjęcie eksportu poza Afrykę możliwe było wyłącznie przy *ex ante* wysokich poziomach produktywności. Ciekawe ustalenie dotyczy uczenia się przez eksport, które inaczej niż we wcześniej cytowanych studiach ujawniło się wyłącznie w handlu z partnerami pochodzącymi z krajów Południa. Autorzy tłumaczą, iż mimo że luka technologiczna sprzyja stymulowaniu efektów uczenia się, to jednak gdy jest ona zbyt duża, niewystarczające możliwości absorpcji technologii blokują uczenie się.

Cytowani wcześniej Mañez-Castillejo i in. kładli w swoim badaniu nacisk na różnicowanie przedsiębiorstw pod względem wielkości i płynące stąd odmiennosci

³² T.A. Luong, *Is there...*, op.cit.; L. Wang, *Quality Differentiation, Input Choices and Learning by Exporting: Evidence from Chinese Exports*, FREIT Working Paper 2011, no. 419, <http://www.freit.org/WorkingPapers>, dostęp 10.03.2012; J. De Loecker, *Do exports generate...*, op.cit., E. Bbaale, F. Buyinza, *Is Learning-by-exporting and Self-selection Market Specific? Evidence from Uganda's Manufacturing Sector*, Bank of Uganda Working Paper 2011, no. BOUWP/12/11, http://www.bou.or.ug/bou/publications_research/research_working_papers.html, dostęp 10.03.2012.

³³ N. Trofimenko, *Learning by Exporting: Does It Matter Where One Learns? Evidence from Colombian Manufacturing Plants*, Kiel Institute for World Economics Working Paper 2005, no. 1262, http://www.ifw-kiel.de/publications/kap_e?selectedYear=2005, dostęp 10.03.2012.

³⁴ M. Graner, A. Isaksson, *Firm Efficiency and the Destination of Exports: Evidence from Kenyan Plant-level Data*, http://www.unido.org/fileadmin/user_media/Publications/Pub_free/Firm_efficiency_and_destination_of_exports.pdf, dostęp 10.03.2012.

w przebiegu i sile uczenia się. Autorzy ci zauważyli również, że firmy większe, w których efekty uczenia się okazały się silniejsze, częściej wybierały bardziej wymagające rynki eksportowe³⁵. Ponownie wskazuje to, że o sile uczenia się decydują nie tylko poszczególne determinanty, lecz także pewna ich kombinacja.

Przegląd wyników różnych prac badawczych w przekroju krajów pozwala zauważyć, że różne studia badawcze w niektórych przypadkach dostarczają jednakowych (np. dla Niemiec, Słowenii czy Wielkiej Brytanii), a w innych odmiennych rezultatów (np. dla USA, Hiszpanii, Turcji, Polski, Chin czy Indii). W odniesieniu do gospodarek rozwijających się ustalenia poszczególnych studiów badawczych nie były w zasadzie w żadnym przypadku jednoznaczne, choć każdorazowo liczebnie przeważały prace potwierdzające występowanie efektów LBE. Ponieważ jednak generalna tendencja do częstszego uzyskiwania pozytywnych rezultatów w nowszych badaniach potwierdziła się w odniesieniu do niemal wszystkich gospodarek³⁶, zróżnicowanie wyników można próbować tłumaczyć jakością danych z różnych okresów, jakich dotyczyły konkretne studia, oraz zastosowaniem różnych technik ekonometrycznych.

Jakkolwiek badania ekonometryczne z wykorzystaniem danych panelowych umożliwiają kwantyfikację zjawisk i w tym sensie jawią się jako „lepsze” niż jakościowe studia przypadku, bo dające nadzieję na większą precyzję wyników, nie są jednak wolne od obciążeń. Dane panelowe nie umożliwiają zaobserwowania istotnych determinantów decyzji eksportowych – przyjętej strategii rozwoju firmy, skłonności zarządu do podejmowania ryzyka wynikającego z umiędzynarodowienia czy „okazji” na rynku zagranicznym, skłaniających do podejmowania eksportu w sposób spontaniczny.

Uwaga zogniskowana jest na wąsko ujmowanym „produkcie finalnym” uczenia się przez eksport, w postaci zmian w poziomach produktywności, jakie zaszły w przedsiębiorstwie po dokonaniu pierwszej transakcji eksportowej. Tymczasem zidentyfikowane w poprzednim punkcie źródła (jak kontakt z odbiorcą, obserwacja i naśladowanie konkurentów, uzyskanie pomocy technicznej) oferują cenne impulsy do uczenia się, jednak eksploatacja korzyści z nich płynących nie jest natychmiastowa i nie dokonuje się skokowo. Uczenie się przez eksport jest z całą pewnością dynamicznym procesem, jednak w dominującej perspektywie badawczej zdecydowanie brakuje miejsca na refleksje nad okolicznościami jego inicjacji, a następnie przebiegiem i wynikami.

³⁵ J.A. Mâñez-Castillejo, M. Rochina-Barrachina, J.A. Sanchis-Llopis, *Does Firm...*, op.cit., s. 315–346.

³⁶ Poza Niemcami, dla których wyniki badań były jednoznacznie negatywne.

Należy na przykład zauważyć, że skutkujący uczeniem się kontakt z odbiorcą może mieć miejsce jeszcze zanim eksport zostanie efektywnie podjęty. Jest to tym bardziej prawdopodobne, jeśli wytwarzany produkt ma mieć unikatowe cechy, zgodne ze specyfikacją zamawiającego.

Kolejne ważne pytanie dotyczy tego, czy uczenie się przez eksport może być zainicjowane wyłącznie przez podjęcie eksportu po raz pierwszy, czy także przez wejście na nowy rynek zbytu, bardziej wymagający niż dotychczas obsługiwane. W tym drugim przypadku to zmiana kierunków eksportu, a nie samo jego uruchomienie rozpoczyna uczenie się, niemożliwe do uchwycenia w badaniach początkujących eksporterów. Możliwa jest też do wyobrażenia sytuacja, w której firma wysoce produktywna nie podejmuje eksportu nie dlatego, że nie jest zdolna do pokonania bariery kosztów utraconych, ale ze względu na zachowawcze podejście ze strony zarządu czy właścicieli, obawiających się podejmowania ryzyka związanego z internacjonalizacją. W takich okolicznościach to nie przyrost produktywności, a zmiana zarządu czy realizowanej strategii, skłaniające do podjęcia eksportu, mogą stanowić bezpośredni impuls do uruchomienia uczenia się przez eksport.

Nawet jeśli upraszczająco przyjmiemy pierwszą transakcję eksportową jako bodziec do uruchomienia uczenia się przez eksport, istotne jest przy tym określenie, kiedy (w historii przedsiębiorstwa) miał on miejsce. Dojrzałe podmioty, z długą historią funkcjonowania na rynku wydają się naturalnie silniej predestynowane do podejmowania eksportu. Wbrew intuicji badania empiryczne nie potwierdzają tych przypuszczeń. Można próbować to tłumaczyć na dwa sposoby. Starsze przedsiębiorstwa mogły już innymi sposobami rozwinąć technologię na tyle, że zdążyły wyczerpać potencjał uczenia się. Mogły także wykształcić procedury i rutyny, które utrudniają (blokuja) uczenie³⁷.

Biorąc pod uwagę, że niektóre firmy prowadzą eksport jedynie tymczasowo, powstaje kolejna wątpliwość co do możliwości przekonującego potwierdzenia występowania zjawiska uczenia się przez eksport. Jeśli ma ono rzeczywiście miejsce, zgodnie z mechanizmem histerezy, jego efekty powinny być widoczne nawet wtedy, gdy eksport zostaje przerwany. Można się tu również odwołać do koncepcji krzywej uczenia się Wrighta, w świetle której przyrosty produktywności w początkowych fazach działalności są najwyższe, a następnie wraz z akumulacją doświadczenia maleją³⁸. Jeśli zatem potraktować podjęcie eksportu jako swoisty nowy początek

³⁷ A. Blomstermo, K. Eriksson, D.D. Sharma, *Knowledge and time: A forgotten factor in the internationalisation process of firms*, w: *Critical perspectives on internationalization*, red. V. Havila, M. Forsgren, H. Håkansson, Elsevier, Oxford 2002.

³⁸ T. Wright, *Factors affecting the cost of airplanes*, „Journal of Aeronautical Sciences” 1936, vol. 3(4), s. 122–128.

w działalności przedsiębiorstwa, to przyrosty produktywności, stanowiące jego bezpośrednią konsekwencję, powinny być najwyższe, a z upływem czasu maleć. Jeśli zatem eksport zostanie przerwany, największe możliwe do zrealizowania przyrosty produktywności zdążą się już dokonać.

Należy jednak mieć na względzie, że podjęcie eksportu przez przedsiębiorstwo może być efektem działania czynników egzogenicznych, jak specyficzne dla branży zmiany cen eksportowych, stwarzające w danym momencie okazję do korzystnego wejścia na rynek zagraniczny³⁹. Taki motyw podjęcia eksportu może dominować właśnie w tych przedsiębiorstwach, w których sprzedaż zagraniczna prowadzona jest sporadycznie. Wzrostów produktywności, jakimi skutkuje podjęcie eksportu w odpowiedzi na wystąpienie czynnika egzogenicznego, nie powinno się jednak utożsamiać z uczeniem się przez eksport, którego źródła leżą przecież w powiązaniach z podmiotami rynku zagranicznego. Tymczasem w badaniach na dużych bazach danych o przedsiębiorstwach ustalenie motywów podejmowania eksportu w pojedynczych przypadkach nie jest w żadnym razie możliwe.

Wiele wskazówek płynących z literatury dotyczącej internacjonalizacji przedsiębiorstw czy organizacyjnego uczenia się pozostaje więc wciąż poza obszarem dociekań badań ilościowych nad uczeniem się przez eksport. Trudność ich ujęcia w sformalizowanym modelu oraz niedostępność adekwatnych danych powoduje więc nieuwzględnianie wciąż wielu czynników istotnych dla przebiegu omawianego zjawiska, co może wpływać na otrzymywane rezultaty.

4. Uczenie się przez eksport polskich przedsiębiorstw

W Polsce, ze względu na ograniczenia w dostępie do dużych baz danych na pożądanym poziomie szczegółowości, badania nad uczeniem się przez eksport pozostają wciąż na etapie wstępnym. Podobnie jak w badaniach zagranicznych, wyniki pierwszych prac nie potwierdziły występowania omawianego zjawiska w polskich przedsiębiorstwach. Z późniejszych, w tym i z badań przeprowadzonych przez autorkę artykułu, wynikają już pewne wnioski, co do warunków, jakimi obwarowane jest ujawnienie się korzystnych efektów uczenia się przez eksport.

Pierwsze studium empiryczne przeprowadził Hagemeyer z wykorzystaniem danych z formularzy GUS F-01/F-02 za lata 1996–2004⁴⁰. Autor koncentrował się

³⁹ B. Saxa, *Learning-by-Exporting...*, op.cit.

⁴⁰ J. Hagemeyer, *Czynniki wpływające na decyzje przedsiębiorstw o eksporcie. Analiza danych mikroekonomicznych*, „Bank i Kredyt” 2006, lipiec, s. 30–43.

przede wszystkim na badaniu mechanizmu autoselekcji wśród polskich eksporterów, którego występowanie jednoznacznie potwierdził. Wyniki testów przyczynowości wiodącej od eksportu do wzrostu produktywności nie pozwoliły mu na wykazanie efektów uczenia się przez eksport. Hagemeyer zauważył jednak, że jakkolwiek tempo przyrostów produktywności po wejściu na rynek zagraniczny wyraźnie słabnie, to około czwartego roku obecności na rynku zagranicznym widoczny jest skokowy, znaczący wzrost. Niestety dostępny szereg czasowy nie pozwalał na dalsze obserwacje i kontynuowanie formalnej analizy.

Drugie studium, w którym badano wpływ eksportu na produktywność polskich przedsiębiorstw, zawiera praca Bukowskiego⁴¹. Uczenie się przez eksport nie było w omawianym badaniu wzmiankowane wprost, ale w zestawie zmiennych objaśniających dynamikę produktywności znalazła się intensywność eksportu, mierzona udziałem przychodów eksportowych w całości przychodów ze sprzedaży przedsiębiorstwa. Zmienna ta okazała się nieistotna statystycznie, co mogłoby sugerować brak uczenia się przez eksport.

O ile wcześniejsze badania z wykorzystaniem danych pochodzących z polskich przedsiębiorstw nie pozwoliły na wyciągnięcie wniosku, że te uczą się przez eksport, o tyle studium Hagemeyera i Kolasy wykazało już występowanie premii eksportowej, czyli istotnej różnicy w poziomach i dynamice produktywności pomiędzy eksporterami a nieeksporterami. Autorzy zinterpretowali ją jako efekt zarówno autoselekcji, jak i uczenia się. Wskazali ponadto na pewne korzyści zewnętrzne, towarzyszące internacjonalizacji polskich przedsiębiorstw, jakie ujawniły się u konkurentów i dostawców⁴².

We wszystkich wymienionych wyżej pracach badany był związek między prowadzeniem eksportu a przyrostami produktywności. Nie testowano związku między prowadzeniem eksportu a skłonnością do innowacji. Ponadto stosowanie relatywnie prostych modeli uniemożliwiło ujęcie w nich wielu ważnych determinantów uczenia się przez eksport. Tym samym pytanie badawcze o przebieg mechanizmu uczenia się przez eksport w polskich przedsiębiorstwach wciąż pozostaje otwarte, co uzasadnia podejmowanie dalszych prób poszukiwania adekwatnych odpowiedzi. Próbę taką podjęła autorka artykułu, projektując i realizując własne badania, złożone z trzech etapów, realizowanych kolejno w okresie od grudnia 2011 r. do grudnia 2013 r.

⁴¹ M. Bukowski, I. Magda, Ł. Marc, J. Zawistowski, *Źródła i perspektywy wzrostu produktywności w Polsce*, Instytut Badań Strukturalnych, Warszawa 2006.

⁴² J. Hagemeyer, M. Kolasa, *Internationalization and economic performance of enterprises: evidence from firm-level data*, National Bank of Poland Working Paper 2008, no. 51.

W ramach realizacji etapu pierwszego pozyskano bazę danych przekrojowych z badania przeprowadzonego przez Główny Urząd Statystyczny w ramach Community Innovation Survey (CIS) 2006–2008 (badanie PNT-02 z 2009 r.). Baza zawierała informacje na temat działalności innowacyjnej blisko 8,5 tys. przedsiębiorstw przemysłu przetwórczego. Ze względu na restrykcje wynikające z zasad tajemnicy statystycznej baza nie zawierała niestety ani żadnych danych finansowych⁴³, ani informacji szczegółowych o przedsiębiorstwach, jak rok założenia, struktura kapitałowa, rok podjęcia eksportu, znaczenie sprzedaży zagranicznej w strukturze przychodów. Na tej podstawie nie było zatem możliwe oszacowanie skali działalności eksportowej oraz częstotliwości, z jaką poszczególne firmy prowadziły eksport, co w świetle wyników badań cytowanych w poprzednim punkcie, należy uznać za kluczowe w diagnozie efektów uczenia się. Mimo wymienionych ograniczeń na tym etapie badań możliwe stało się jednak uchwycenie siły związku między eksportem a działalnością innowacyjną polskich przedsiębiorstw. Ustalono też schematy zachowań polskich innowatorów z uwzględnieniem klasyfikacji branżowej i wynikającego z niej zaawansowania techniki oraz podziału na eksporterów i nieeksporterów. W tym celu posłużono się narzędziami statystyki opisowej oraz analizą regresji z wykorzystaniem modelu logistycznego.

Na drugim etapie postępowania badawczego opracowano autorski kwestionariusz badania ankietowego, na podstawie którego przeprowadzono wywiady z losowo dobranymi przedstawicielami dwustu przedsiębiorstw wysokiej techniki. Firmę kwalifikowano do badania wyłącznie na podstawie przynależności do określonego działu produkcji przemysłowej, bez względu na to, czy prowadzi ona sprzedaż zagraniczną. Celem tak zaprojektowanych prac badawczych była diagnoza występowania i uwarunkowań uczenia się przez eksport oraz towarzyszących im efektów zewnętrznych (przenikania technologicznego) w przedsiębiorstwach wysokiej techniki, dla których na etapie pierwszym eksport okazał się relatywnie silniejszym bodźcem do wdrożenia innowacji niż w odniesieniu do przedsiębiorstw o niższych poziomach zaawansowania techniki.

Trzeci i zarazem ostatni etap procedury badawczej obejmował wielokrotne studium przypadku, którego celem było pogłębienie badań nad siedmioma przedsiębiorstwami. Uczestniczyły one w badaniu ankietowym, ale w czasie jego przeprowadzania nie prowadziły eksportu, natomiast zadeklarowały, że aktywnie przygotowują się do podjęcia sprzedaży zagranicznej. Przedsiębiorstwa te obserwowano przez blisko dwa lata po ankietyzacji, w celu uchwycenia potencjalnego wpływu przygotowań

⁴³ Nawet dane o nakładach na innowacje i przychodach ze sprzedaży innowacyjnych produktów podano wyłącznie jako odsetki całkowitych nakładów i przychodów.

eksportowych i rozpoczęcia sprzedaży zagranicznej na prowadzoną działalność innowacyjną. Rezultaty zrealizowanych badań można syntetycznie podsumować w pięciu punktach.

1. Jak już wspomniano, eksport okazuje się relatywnie najsilniejszym stymulantem wprowadzania innowacji w przedsiębiorstwach wysokiej techniki. Każę to skupić uwagę właśnie na nich jako na podmiotach szczególnie podatnych na uruchomienie mechanizmu uczenia się przez eksport. To wniosek o tyle cenny, że w strukturze polskiego wywozu produkty *high-tech* mają wciąż bardzo mały udział (6%, przy średniej dla krajów Unii Europejskiej na poziomie ponad 15%). Zwiększanie eksportu przedsiębiorstw wysokiej techniki może więc nie tylko poprawić niekorzystną strukturę wywozu, ale przełożyć się również na wzrost innowacyjności omawianej grupy przedsiębiorstw.

2. Wprowadzanie innowacji pod wpływem doświadczenia zgromadzonego dzięki kontaktom z rynkiem zagranicznym jest częstsze w przedsiębiorstwach *high-tech* eksportujących regularnie i intensywnie, to jest posiadających wyższe udziały sprzedaży zagranicznej w strukturze przychodów. Zauważa się jednak, że skłonność do wprowadzania innowacji wiedzionych doświadczeniem eksportowym maleje, gdy odsetek przychodów pozyskiwanych z rynku zagranicznego wzrasta powyżej 50%. Przedsiębiorstwa o bardzo silnej orientacji na rynek zagraniczny nie różnicują proinnowacyjnych impulsów na te pochodzące z rynku rodzimego i obcego. Takich przedsiębiorstw jest jednak bardzo mało. Wśród polskich podmiotów *high-tech* w przeszło połowie przedsiębiorstw udział eksportu w strukturze przychodów nie przekracza 10%, a niemal 48% omawianych firm eksportuje jedynie sporadycznie. Żeby efekty uczenia się przez eksport mogły się w ogóle ujawnić, niezbędne jest więc najpierw zwiększenie skali umiędzynarodowienia omawianych firm.

3. Dla uruchomienia efektów uczenia się przez eksport ważny jest także wybór rynku eksportowego. Rynki o niższym poziomie rozwoju technologicznego nie oferują wystarczających impulsów w kierunku wdrażania innowacji. Na intensywność uczenia się wpływa kierowanie sprzedaży zagranicznej na rynki wyżej rozwinięte oraz zacieśnianie relacji z tamtejszymi nabywcami. Należy jednak podkreślić, że najsilniejsze efekty uczenia się przez eksport, mierzone wprowadzanymi innowacjami technologicznymi, odnotowano w przedsiębiorstwach obsługujących rynki zagraniczne o zróżnicowanych poziomach rozwoju.

Ponieważ obsługa większej liczby zróżnicowanych rynków świadczy o szerszym geograficznym zakresie umiędzynarodowienia sprzedaży przedsiębiorstwa, można go uznać za kolejny, obok intensywności i regularności prowadzonych transakcji, ważny stymulant wprowadzania innowacji. Stanowi on pewną „polską specyfikę” w przebiegu uczenia się przez eksport. W żadnym z dotychczasowych badań nie

stwierdzono bowiem występowania podobnej zależności – w większości stymulantem uczenia się był wyłącznie eksport na wyżej rozwinięte rynki zbytu, w nielicznych na rynki o podobnym poziomie rozwoju.

4. Wystąpienie efektów uczenia się przez eksport wspiera strategicznie zaplanowana działalność innowacyjna w postaci szkolenia kadr oraz samodzielnie prowadzonych prac badawczo-rozwojowych. Wyniki badań wskazują, że to właśnie doświadczenie eksportowe skłania przedsiębiorstwa do uruchamiania takiej działalności, jeśli wcześniej nie była ona prowadzona. Szkolenie kadr wprowadzane jest częściej w przedsiębiorstwach eksportujących regularnie i intensywnie, podczas gdy do podjęcia prac badawczo-rozwojowych skłania przedsiębiorstwa fizyczna obecność na rynku zbytu, dzięki posiadanemu oddziałowi (filii) sprzedaży.

5. Wśród badanych źródeł uczenia się przez eksport wyraźnie wyróżniają się nabywcy. Bliskie relacje z nimi w istotnie większym stopniu niż presja konkurencyjna okazują się ważyć na sile uczenia się.

Zastosowanie mieszanych metod badawczych, w tym wywiadów bezpośrednich i obserwacji nieuczestniczącej, dawało okazję do pogłębienia analizy. Podjęto więc również próbę zbadania przenikania efektów uczenia się przez eksport do podmiotów nieprowadzących sprzedaży zagranicznej. Przenikanie to okazało się słabe, co, jak ustalono, wynika przede wszystkim z faktu, że przedsiębiorstwa, które nie prowadzą eksportu, w większości nie poszukują żadnych informacji o rynku zagranicznym. Paradoksalnie w przedsiębiorstwach tych panuje przekonanie, co do braku konieczności dokonywania jakichkolwiek innowacji technologicznych, gdyby eksport miał jednak zostać podjęty. Poczynioną obserwację można tłumaczyć tym, że dopiero intencja podjęcia eksportu, skutkująca gromadzeniem wiedzy o wymaganiach rynku zagranicznego, uświadamia wagę barier, z jakimi trzeba się w toku internacjonalizacji mierzyć, w tym także tych związanych ze zbyt niskim stopniem rozwoju produktu czy choćby jego niedopasowaniem do wymagań jakościowych odbiorców innych niż rodzimi. Przedsiębiorstwa nieprowadzące eksportu mają tylko ogólne pojęcie o tym, z jakimi dostosowaniami i aktywnością musiałaby się wiązać sprzedaż zagraniczna, ale nie doceniają ich wagi w takim stopniu, jak czynią to eksporterzy.

Jedynie te przedsiębiorstwa, które aktywnie przygotowywały się do podjęcia sprzedaży zagranicznej, cechowała realna ocena barier ekspansji zagranicznej, związanych z innowacyjnością oferowanych produktów. Można zatem stwierdzić, że pozyskały one pewien zasób wiedzy, koniecznej do podjęcia eksportu, co jednak nie było jeszcze równoznaczne z rozpoczęciem procesu uczenia się przez eksport. Rezultaty wielokrotnego studium przypadku na trzecim etapie badań nie umożliwiły bowiem potwierdzenie hipotezy o tym, że uczenie się przez eksport jest inicjowane, zanim sprzedaż zagraniczna zostanie efektywnie podjęta.

5. Podsumowanie

Żadne z dotychczasowych badań empirycznych nad uczeniem się przez eksport nie dostarczyły rozstrzygających dowodów na występowanie omawianego zjawiska w każdych okolicznościach. Metaanaliza wyników różnych prac badawczych, prowadzona w porządku chronologicznym, pozwala zauważyć, że w nowszych badaniach ich autorom częściej udawało się potwierdzić występowanie efektów uczenia się. W wielu przypadkach okazywało się ono jednak ograniczone w czasie lub miało miejsce wyłącznie w wybranych typach przedsiębiorstw (w określonych branżach, firmach młodych stażem, z dużym udziałem eksportu w przychodach ze sprzedaży). Niejednoznaczność wyników bywa wykorzystywana przez sceptyków jako argument w obronie stanowiska o pozorności zjawiska uczenia się przez eksport i bezzasadności wyodrębniania pojęcia oraz dalszych analiz mechanizmu uczenia.

Należy mieć jednak na uwadze ograniczenia samych metod badawczych. Doskonalenie technik ekonometrycznych umożliwia co prawda częstsze potwierdzanie występowania uczenia się przez eksport, niż miało to miejsce dwie dekady temu. Jednak formalne modelowanie i ograniczenia dużych baz danych, pozyskiwanych siłą rzeczy głównie ze źródeł zewnętrznych, nie pozwalają na równoczesne uchwycenie bardzo licznych i wzajemnie na siebie oddziałujących determinantów omawianego zjawiska. Wydaje się zatem, że brak jednoznacznych rozstrzygnięć należy interpretować raczej jako dowód złożoności i różnic w uwarunkowaniach sprzyjających powstawaniu oraz kształtujących przebieg uczenia się przez eksport. Powinno to tym bardziej zachęcać do zwiększania liczby badań w przekroju branż i typów przedsiębiorstw, w celu poszukiwania specyficznych dla nich uwarunkowań uczenia się. Należałoby też częściej kombinować podejście ilościowe z jakościowymi studiami przypadku, by nie stracić z pola widzenia zmiennych trudnych do uchwycenia w badaniach przekrojowych.

Zaprezentowane rezultaty badań nad uczeniem się przez eksport polskich przedsiębiorstw wydają się ważne zarówno w kontekście kształtowania polityki gospodarczej, jak i opracowywania strategii rozwojowych firm. Wiedza dotycząca możliwości wystąpienia efektów uczenia się przez eksport, biorąc pod uwagę wciąż małą aktywność w zakresie sprzedaży zagranicznej polskich przedsiębiorstw, a w tym w szczególności firm *high-tech*, pozwala na stwierdzenie, że niezbędne do wdrożenia narzędzia stymulowania eksportu mogą okazać się również przydatne w zakresie uruchamiania potencjału innowacyjnego – pobudzania i intensyfikacji działalności innowacyjnej oraz wprowadzania nowych rozwiązań technologicznych w produktach i procesach ich wytwarzania.

Dla dalszej eksploracji związku pomiędzy zakresem umiędzynarodowienia a skłonnością do wprowadzania ulepszeń w produktach zasadne byłoby pogłębienie badań z uwzględnieniem przebiegu procesu internacjonalizacji polskich przedsiębiorstw. Na pewno warto również rozszerzyć badania na inne niż wysoka poziomy techniki.

Bibliografia

1. Albornoz F., Ercolani M., *Learning by exporting: do firm characteristics matter? Evidence from Argentinian panel data*, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1023501>
2. Alvarez R., Lopez R., *Exporting and performance: evidence from Chilean plants*, „Canadian Journal of Economics” 2005, vol. 38, s. 1384–1400.
3. Andersson M., Löf H., *Learning-by-Exporting Revisited – the role of intensity and persistence*, „Scandinavian Journal of Economics” 2009, vol. 111(4), s. 893–916.
4. Arrow K.J., *Economic welfare and the allocation of resources for inventions*, w: *The rate and direction of inventive activity*, red. R. Nelson, Princeton University Press, Princeton 1962.
5. Aw B.Y., Chung S., Roberts M.J., *Productivity and turnover in the export market: Micro-level evidence from the Republic of Korea and Taiwan (China)*, „World Bank Economic Review” 2000, vol. 14(1), s. 65–90.
6. Aw B.Y., Roberts M.J., Winston T., *Export market participation, investments in R&D and worker training, and the evolution of firm productivity*, „The World Economy” 2007, vol. 30(1), s. 83–104.
7. Bbaale E., Buyinza F., *Is Learning-by-exporting and Self-selection Market Specific? Evidence from Uganda’s Manufacturing Sector*, Bank of Uganda Working Paper 2011, no. BOUWP/12/11, http://www.bou.or.ug/bou/publications_research/research_working_papers.html
8. Bernard A.B., Jensen J., *Exceptional exporter performance: cause, effect, or both?*, „Journal of International Economics” 1999, vol. 47(1), s. 1–25.
9. Blalock G., Gertler P., *Learning from exporting revisited in a less developed country*, „Journal of Development Economics” 2004, vol. 75, s. 397–416.
10. Blomstermo A., Eriksson K., Sharma D.D., *Knowledge and time: A forgotten factor in the internationalisation process of firms*, w: *Critical perspectives on internationalization*, red. V. Havila, M. Forsgren, H. Håkansson, Elsevier, Oxford 2002.
11. Bravo-Ortega C., Benavente J.M., Gonzalez A., *Innovation, Exports and Productivity: Learning and Self-selection in the Chilean Case*, http://www.webmeets.com/files/papers/lacea-lames/2011/313/Innovation_XRDTFP2011.pdf

12. Bukowski M., Magda I., Marc Ł., Zawistowski J., *Źródła i perspektywy wzrostu produktywności w Polsce*, Instytut Badań Strukturalnych, Warszawa 2006.
13. Castellani D., *Export behavior and productivity growth: evidence from Italian manufacturing firms*, *Weltwirtschaftliches Archiv* 2002, vol. 138, s. 605–628.
14. Chongvilaivan A., *Learning by exporting and High Tech Capital Deepening in Singapore Manufacturing Industries 1974–2006*, *Applied Economics* 2012, vol. 44(20), s. 2551–2568.
15. Clerides S.K., Lach S., Tybout J.R., *Is Learning by Exporting Important? Micro-Dynamic Evidence from Colombia, Mexico, and Morocco*, „*The Quarterly Journal of Economics*” 1998, vol. 113, s. 903–947.
16. De Loecker J., *Do exports generate higher productivity? Evidence from Slovenia*, „*Journal of International Economic*” 2007, vol. 73(1), s. 69–98.
17. De Loecker J., *A Note on Detecting Learning by Exporting*, NBER Working Paper, no. 16548, <http://www.nber.org/papers/w16548>
18. Delgado M., Farinas J., Ruano S., *Firm productivity and export markets: a non-parametric approach*, „*Journal of International Economics*” 2002, vol. 57, s. 397–422.
19. Eaton B., Kortum S., Kramarz F., *Dissecting trade: Firms, industries, and export destinations*, „*American Economic Review*” 2004, vol. 94(2), s. 150–154.
20. Eliasson K., Hansson P., Lindvert M., *Do Firms Learn by Exporting or Learn to Export? Evidence from Small and Medium-sized Enterprises*, *Small Business Economics* 2012, vol. 39(2), s. 453–472.
21. Fafchamps M., Hamine S.E., Zeufack A., *Learning to Export: Evidence from Moroccan Manufacturing*, „*Journal of African Economies*” 2008, vol. 17(2), s. 305–355.
22. Fernandes A.M., Isgut A.E., *Learning-by-Exporting Effects: Are They for Real?*, MPRA Paper no. 3121, University of Munich, <http://ideas.repec.org/p/pramprapa/3121.html>
23. Girma S., Greenaway D., Kneller R., *Entry to export markets and productivity: A microeconomic analysis of matched firms*, University of Nottingham, www.nottingham.ac.uk/economics/staff/details/papers/
24. Golikova V., Gonchar K., Kuznetsov B., *Entry into export markets as an incentive to innovate. Evidence from the Russian manufacturing industry survey*, Higher School of Economics Research Paper 2011, no. WP BRP 11/EC/2011, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2002932>
25. Graner M., Isaksson A., *Firm Efficiency and the Destination of Exports: Evidence from Kenyan Plant-level Data*, http://www.unido.org/fileadmin/user_media/Publications/Pub_free/Firm_efficiency_and_destination_of_exports.pdf
26. Greenaway D., Kneller R., *Firm heterogeneity, exporting and foreign direct investment*, „*The Economic Journal*” 2007, vol. 117, s. 134–161.

27. Hagemejer J., *Czynniki wpływające na decyzje przedsiębiorstw o eksporcie. Analiza danych mikroekonomicznych*, „Bank i Kredyt” 2006, lipiec, s. 30–43.
28. Hagemejer J., Kolasa M., *Internationalization and economic performance of enterprises: evidence from firm-level data*, National Bank of Poland Working Paper 2008, no. 51.
29. Hahn C.H., *Exporting and performance of plants: Evidence from Korean manufacturing*, NBER Working Paper 2004, no. 10208, <http://www.nber.org/papers/w10208>
30. Hanley A., Monreal-Pérez J., *Are Newly Exporting Firms more Innovative? Findings from Matched Spanish Innovators*, Kiel Institute for World Economics Working Paper 2011, no. 1735, http://www.ifw-kiel.de/publications/kap_e?selectedYear=2011
31. Hiep N., Otha H., *Superiority of exporters and the causality between exporting and firm characteristics in Vietnam*, Research Institute for Economics & Business Administration, Kobe University Discussion Paper 2009, no. 239.
32. Hobday M., *East Asian Latecomer Firms: Learning the Technology of Electronics*, World Development 1995, vol. 23, s. 1171–1193.
33. Ito K., *Sources of Learning-by-Exporting Effects: Does Exporting Promote Innovation?* FREIT Working Paper 2011, no. 295, <http://www.freit.org/WorkingPapers>
34. Keller W., *Geographic Localization Of International Technology Diffusion*, American Economic Review 2002, vol. 92(1), s. 120–142.
35. Keller W., *International Technology Diffusion*, „Journal of Economic Literature” 2004, vol. 42(3), s. 752–782.
36. Kılıçaslan Y., Erdoğan L., *Industry Orientation, Exporting and Productivity*, „Modern Economy” 2012, vol. 3(1), s. 81–90.
37. Love J.H., Ganotakis P., *Learning by exporting: lessons from high-technology SMEs*, International Business Review 2013, vol. 22(1), s. 1–17.
38. Luong T.A., *Is there Learning by Exporting? Evidence from the Automobile Industry in China*, China Trade Research Group Working Paper 2011/006, <http://doc.mba-lib.com/view/6df4d5bef45807b81f8f35a10aa59e19.html>
39. Maggioni D., *Learning by exporting in Turkey: An investigation for existence and channels*, „Global Economy Journal” 2012, vol. 12(2), s. 1–20.
40. Mánéz-Castillejo J.A., Rochina-Barrachina M., Sanchis-Llopis J.A., *Does Firm Size Affect Self-selection and Learning-by-Exporting?*, „The World Economy” 2010, vol. 33(3), s. 315–346.
41. Mińska-Struzik E., *Od eksportu do innowacji – uczenie się przez eksport polskich przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 2014.
42. Mukim M., *Does exporting increase productivity? Evidence from India*, http://personal.lse.ac.uk/mukim/mukim_jmp.pdf

43. Salomon R., Jin B., *Does knowledge spill to leaders or laggards? Exploring industry heterogeneity in learning by exporting*, „Journal of International Business Studies” 2008, vol. 39, s. 132–150.
44. Saxa B., *Learning-by-Exporting or Managerial Quality? Evidence from the Czech Republic*, CERGE-EI Working Paper Series 2008, no. 358, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1488800>
45. Schmeiser K.N., *Learning to Export: Export Growth and the Destination Decision of Firms*, „Journal of International Economics” 2012, vol. 87(1), s. 89–97.
46. Serti F., Tomasi C., *Self-selection and post-entry effects of exports: Evidence from Italian manufacturing firms*, „Review of World Economics” 2008, vol. 144(4), s. 660–694.
47. Shin J., Bogin J., *Learning-by-Exporting: Evidence from Korea*, <http://anbogin.mysite.syr.edu/Research.html>
48. Smeets V., Warzynski F., *Learning by Exporting, Importing or Both? Estimating productivity with multi-product firms, pricing heterogeneity and the role of international trade*, Working Paper 2010, 10–13, Department of Economics, Aarhus University, http://econpapers.repec.org/paper/hhsaareco/2010_5f013.htm
49. Trofimenko N., *Learning by Exporting: Does It Matter Where One Learns? Evidence from Colombian Manufacturing Plants*, Kiel Institute for World Economics Working Paper 2005, no. 1262, http://www.ifw-kiel.de/publications/kap_e?selectedYear=2005
50. Utar H., *The role of foreign technical and professional services in learning by exporting*, http://spot.colorado.edu/~utar/index_files/XPService.pdf
51. Vu H., Lim S., Holmes M., *Higher productivity in Exporters: Self-selection, learning by exporting or both? Evidence from Vietnamese manufacturing SMEs*, MPRA Paper 2012, no. 40708, <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/40708/>
52. Wang L., *Quality Differentiation, Input Choices and Learning by Exporting: Evidence from Chinese Exports*, FREIT Working Paper 2011, no. 419, <http://www.freit.org/WorkingPapers>
53. Weresa M., *Systemy innowacyjne we współczesnej gospodarce światowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2012.
54. Wright T., *Factors affecting the cost of airplanes*, „Journal of Aeronautical Sciences” 1936, vol. 3(4), s. 122–128.
55. Yashiro N., Hirano D., *Anatomy of Learning-from-Exporting: Role of Foreign Knowledge Acquisition*, RIETI Discussion Paper Series 01-E-053, October 2010, <http://www.rieti.go.jp/en/publications/summary/10100009.html>

Export as a Source of Innovation

Summary

The article presents a relatively poorly explored area and, consequently, the underestimated mechanism of learning by exporting. It constitutes one of the channels of technological know-how transfer from abroad: particularly important in the case of technological backwardness of the exporter's country. The presence on a foreign market, contact with demanding customers and observation of the behaviour of competitors in definite situations favour the introduction of innovation and, as a result, higher productivity of exporters. The article is aimed at the description of the phenomenon of learning by exporting and the indication of its occurrence determinants. The discussion based on the literature is accompanied by a synthetic presentation of author's own research of the title research issue.

Keywords: learning by exporting, transfer of technological know-how, innovation, high-tech companies

Innowacyjność firm z sektora wiedzychłonnych usług biznesowych¹

Streszczenie

W artykule przedstawiono zagadnienia związane z innowacjami w firmach oferujących wiedzechłonne usługi biznesowe (KIBS – *knowledge intensive business services*). Sektor biznesowych usług wiedzechłonnych ma rosnące znaczenie nie tylko z punktu widzenia firm, którym dostarcza swoje usługi, przyczyniając się do wzrostu ich konkurencyjności, lecz także jako źródło innowacji. W artykule sformułowano dwie hipotezy badawcze:

H1: Firmy z sektora KIBS przy wprowadzaniu innowacji korzystają z wewnętrznych i zewnętrznych źródeł wiedzy.

H2: Firmy z sektora KIBS będą częściej wprowadzały innowacje inkrementalne niż innowacje radykalne.

Do weryfikacji tych hipotez wykorzystano dwie metody badawcze – metodę jakościową i metodę ilościową. Weryfikację H1 przeprowadzono za pomocą metody wywiadu bezpośredniego otwartego w 12 małych firmach z sektora KIBS, zlokalizowanych na terenie województwa pomorskiego. Hipotezę nr 2 zweryfikowano za pomocą badania ilościowego na próbie 111 małych i średnich firm z sektora KIBS. Obydwie hipotezy zostały potwierdzone – badane firmy korzystały ze zdywersyfikowanych źródeł wiedzy przy wprowadzaniu innowacji oraz częściej wprowadzały innowacje inkrementalne niż radykalne, zarówno w odniesieniu do swoich produktów/usług, jak i procesów.

¹ Publikacja jest rezultatem projektu sfinansowanego ze środków Narodowego Centrum Nauki przyznanych na podstawie decyzji numer DEC-2011/01/D/HS4/04111.

Słowa kluczowe: innowacje, innowacyjność, sektor MSP, wiedzochłonne usługi biznesowe

1. Wprowadzenie

Usługi biznesowe stanowią ważny element gospodarek krajów Unii Europejskiej, ponieważ przyczyniają się nie tylko do tworzenia wartości dodanej, lecz także wzrostu produktywności². Szczególne miejsce wśród usług tego rodzaju zajmują wiedzochłonne usługi biznesowe (*knowledge-intensive business services* – KIBS). Klientami tego rodzaju firm nie są osoby prywatne, ale inne firmy bądź podmioty publiczne³. Przykładami tego rodzaju usług są usługi doradcze, prawne czy finansowe, a cała grupa biznesowych usług wiedzochłonnych została zdefiniowana w 1995 r. przez Milesa i innych⁴. Znaczenie biznesowych usług wiedzochłonnych i ich specyfika sprawiają, że w literaturze poświęca się im coraz więcej uwagi. Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie charakterystyki innowacji wprowadzanych w tego rodzaju firmach. Na tę charakterystykę składają się źródła wiedzy potrzebne do wprowadzenia innowacji oraz typy wprowadzanych innowacji.

W pierwszej części artykułu przedstawiono podstawowe informacje na temat sektora biznesowych usług wiedzochłonnych oraz zaprezentowano pytania badawcze. W drugiej części omówiono lukę badawczą w zakresie badania innowacji w firmach z sektora KIBS oraz sformułowano hipotezy badawcze. W trzeciej części przedstawiono metodykę oraz wyniki badań, a w ostatniej – główne wnioski płynące z przeprowadzonych analiz.

2. Sektor wiedzochłonnych usług biznesowych a innowacje

Sektor wiedzochłonnych usług cieszy się coraz większym zainteresowaniem wśród badaczy między innymi dlatego, że przyczynia się do rozwoju współczesnych gospoda-

² A. Skórska, *Wiedzochłonne usługi biznesowe w Polsce i innych krajach Unii Europejskiej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2012, s. 84.

³ H.-W. Aslesen, A. Isaksen, *New Perspectives on knowledge-intensive services and innovation*, „Geografiska Annaler: Series B, Human Geography” 2007, 89, s. 45–58.

⁴ I. Miles, N. Kastrinos, K. Flanagan, R. Bilderbeek, P. Den Hertog, W. Hutink, M. Bouman, *Knowledge intensive business services: their roles as users, carriers and sources of innovation*, PREST, Manchester 1995.

rek⁵. Firmy z sektora KIBS działają jako wektory wymiany wiedzy, dostarczając swoje usługi w formie porady lub syntetycznej wiedzy⁶. Firmy oferujące KIBS są uznawane za „mosty wiedzy”, czy wręcz „mosty innowacji”, łączące sektor wytwórczy z osiągnięciami nauki i klientami⁷. Innowacyjność firm z sektora wiedzochłonnych usług biznesowych jest przedmiotem dociekań wielu badaczy⁸. Niektórzy z nich analizują tę innowacyjność na poziomie firm, inni – całych gospodarek lub regionów. Pewne jest to, że firmy z sektora KIBS nie tylko przyczyniają się do wprowadzania innowacji w firmach swoich klientów, dostarczając im brakującą wiedzę ekspercką, lecz także same wdrażają innowacje⁹. W coraz bogatszej literaturze dotyczącej firm oferujących KIBS istnieje zasadnicza luka badawcza: w większości badań podkreśla się znaczenie tego rodzaju firm jako „agentów innowacji” swoich klientów lub jednostki wspierające transfer i dyfuzję wiedzy w systemach innowacji, a wciąż brakuje badań dotyczących innowacji w samych firmach z sektora KIBS¹⁰. Niniejszy artykuł przyczynia się do wypełnienia tej luki badawczej poprzez próbę odpowiedzi na następujące pytania:

- Skąd firmy z sektora KIBS pozyskują wiedzę konieczną do wprowadzania innowacji?
- Jakiego rodzaju innowacje są przez te firmy wprowadzane?

3. Wprowadzanie innowacji w firmach z sektora KIBS

Wprowadzanie innowacji jest coraz częściej postrzegane przez firmy jako źródło potencjalnej przewagi konkurencyjnej. Innowacje to często dla firm szansa odpo-

⁵ M. Rodriguez, *Knowledge-Intensive Business Services and R&D Diffusion: a Comparative Assessment of Some EU27 Countries*, „Inżynieria i Gospodarka Techniczna – Engineering Economics” 2013, 24(4), s. 300–308.

⁶ R. Shearmur, D. Doloreux, *Knowledge-Intensive Business Services (KIBS) Use and User Innovation: High-Order Services, Geographic Hierarchies and Internet Use in Quebec’s Manufacturing Sector*, „Regional Studies” 2015, 49(10), s. 1654–1671, <http://doi.org/10.1080/00343404.2013.870988>

⁷ D. Czarnitzki, A. Spielkamp, *Business services in Germany: bridges for innovation*, „The Service Industries Journal” 2003, 23(2), s. 1–30.

⁸ Np. L. Aarikka-Stenroos, E. Jaakkola, *Value co-creation in knowledge intensive business services: A dyadic perspective on the joint problem solving process*, „Industrial Marketing Management” 2012, 41(1), s. 15–26; N. Amara, R. Landry, D. Doloreux, (2009), *Patterns of innovation in knowledge-intensive business services*, „The Service Industries Journal” 2009, 29(4), s. 407–430. [doi:10.1080/02642060802307847](http://doi.org/10.1080/02642060802307847); D. Czarnitzki, A. Spielkamp, *Business...*, op.cit.

⁹ M. Zieba, *Knowledge Intensive Business Services (KIBS) and Their Role in the Knowledge-Based Economy*, „Proceedings of the 14th European Conference on Knowledge Management” 2013, Kaunas, Academic Conferences and Publishing International Limited, UK, s. 785–792.

¹⁰ Z.L. He, P.K. Wong, *Knowledge interaction with manufacturing clients and innovation of knowledge-intensive business services firms*, „Innovation: Management, Policy and Practice” 2009, 11 (March 2015), s. 264–278, <http://doi.org/10.5172/impp.11.3.264>

wiedzi na zmiany na rynku – zwiększającą się konkurencję, globalizację, rozwój społeczeństwa opartego na wiedzy czy skutki kryzysu¹¹. Firmy wykorzystują w tym celu nie tylko zasoby wewnętrzne (np. wiedzę i umiejętności pracowników), lecz także korzystają z wiedzy zewnętrznej (np. sugestie klientów, kontrahentów, wiedza dotycząca konkurencji). Można założyć, że firmy oferujące wiedzochłonne usługi biznesowe będą aktywnie pozyskiwały wiedzę zarówno ze źródeł zewnętrznych, jak i wewnętrznych na potrzeby wprowadzania innowacji. Na podstawie powyższego, zaproponowano pierwszą hipotezę:

H1: Firmy z sektora KIBS przy wprowadzaniu innowacji korzystają z wewnętrznych i zewnętrznych źródeł wiedzy.

Jeśli chodzi o analizę rodzajów wprowadzanych innowacji, to w literaturze można znaleźć wiele typologii innowacji. Jednym z najbardziej popularnych jest podział na innowacje inkrementalne/przyrostowe (*incremental innovations*) oraz radykalne (*radical innovations*)¹². Wprowadzanie innowacji przyrostowych polega na udoskonalaniu istniejących już produktów, procesów oraz usług, natomiast wdrażanie innowacji radykalnych związane jest z rozwojem wiedzy i tworzeniem nowych produktów oraz procesów, nieobecnych uprzednio na rynku. Można założyć, że firmom z sektora KIBS łatwiej będzie wprowadzać innowacje przyrostowe, niewymagające zwykle dużych nakładów czasowych czy pieniężnych niż innowacje radykalne. Druga hipoteza brzmi więc:

H2: Firmy z sektora KIBS będą częściej wprowadzały innowacje inkrementalne niż innowacje radykalne.

Powyższe hipotezy zostaną zweryfikowane w kolejnych częściach artykułu.

4. Metodologia i wyniki badań

Do weryfikacji dwóch hipotez, zaprezentowanych powyżej, wykorzystano dwie metody badawcze – metodę jakościową i metodę ilościową. Weryfikację H1 przeprowadzono za pomocą metody wywiadu bezpośredniego otwartego w 12 małych firmach z sektora KIBS, zlokalizowanych na terenie województwa pomorskiego. Uczestnikami wywiadów byli menedżerowie bądź właściciele wytypowanych firm. W czasie wywiadu zapytano o źródła wiedzy wykorzystywanej do tworzenia

¹¹ A. Dąbrowska, *Innovativeness determinants of clusters*, w: *Innovativeness determinants of network organisations in the knowledge economy*, ed. B. Bojewska, Warsaw School of Economics Press, Warsaw 2014, s. 247.

¹² B. Suku, *Incremental innovation and business performance: small and medium-size food enterprises in a concentrated industry environment*, „Journal of Small Business Management” 2006, 44(1), s. 64–80.

innowacji w tych firmach. Wywiady zostały zarejestrowane, a następnie dokładnie spisane. Charakterystyka badanych firm została zamieszczona w tabeli 1.

Tabela 1. Charakterystyka firm, w których przeprowadzono wywiady

Firma	Główny przedmiot działalności	Liczba pracowników
Firma A	Usługi finansowe	10–15
Firma B	Usługi doradcze i konsultacyjne	10–15
Firma C	Projektowanie stron internetowych i materiałów promocyjnych	Mniej niż 10
Firma D	Szkolenia i HRM	10–15
Firma E	Projektowanie urządzeń elektronicznych	Mniej niż 10
Firma F	Dostawca SaaS	Mniej niż 10
Firma G	Usługi telekomunikacyjne	80
Firma H	Projektowanie i zastosowanie systemów informatycznych	20
Firma I	Aplikacje mobilne, webowe i biznesowe	7
Firma J	Zarządzanie majątkiem	28
Firma K	Szkolenia	15
Firma L	Projektowanie systemów telekomunikacyjnych	10

Źródło: opracowanie własne.

W czasie wywiadów poproszono przedstawicieli firm o wskazanie potencjalnych źródeł pomysłów na wprowadzanie innowacji. Firmy wskazywały zarówno źródła wewnętrzne, jak i zewnętrzne. Poniżej zamieszczono wszystkie wskazane źródła wraz z podziałem na endogeniczne (wewnątrz firmy) i egzogeniczne (na zewnątrz firmy).

Tabela 2. Źródła pomysłów na innowacje

Endogeniczne	Egzogeniczne
<ul style="list-style-type: none"> • Pracownicy wychodzący z nowymi pomysłami, propozycjami udoskonaleń • Analiza wiedzy posiadanej wewnątrz firmy 	<ul style="list-style-type: none"> • Pomysły lub problemy klientów • Kontrahenci i ich sugestie • Analiza trendów w sektorze • Analiza konkurentów i ich poczynań • Analiza i integracja wiedzy z różnych źródeł • Rozwiązania prawne

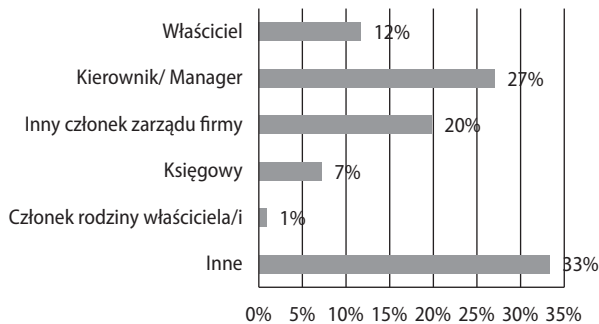
Źródło: opracowanie własne.

Jak widać w powyższej tabeli, firmy z sektora KIBS korzystają z wielu źródeł zewnętrznych, poszukując pomysłów na wprowadzanie innowacji. Źródłem często wskazywanym były pomysły lub problemy klientów. Firmy oferujące KIBS,

wprowadzając udoskonalenia i nowe elementy do swojej oferty, mniej ryzykują, jeśli robią to w odpowiedzi na sugestie z rynku, a nie na podstawie własnych wyobrażeń dotyczących potencjalnych potrzeb. Dlatego też wiele firm wskazało klientów jako jedno z głównych źródeł pomysłów na innowacje. Wiele podkreślało również znaczenie wiedzy i kompetencji posiadanych przez własnych pracowników w procesie generowania pomysłów na innowacje.

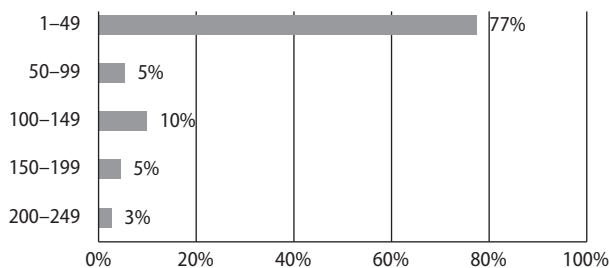
Do weryfikacji H2 wykorzystano metodę ilościową. Badanie zostało przeprowadzone na przełomie lat 2012/2013 metodą kwestionariuszową, w trakcie wywiadu telefonicznego. Do badania wytypowano 200 firm z sektora MSP, oferujących wiedzo-
chłonne usługi biznesowe i zlokalizowanych na terenie woj. pomorskiego. Do wzięcia udziału w badaniu udało się zachęcić 111 przedsiębiorstw. Partycypację firm należy uznać za wysoką (ponad 50%), biorąc pod uwagę wyniki innych badań tego rodzaju. Badanie zostało przeprowadzone z odpowiednią osobą w przedsiębiorstwie, zwykle był to menedżer lub kierownik, członek zarządu firmy bądź właściciel (rysunek 1).

Rysunek 1. Stanowisko osoby ankietowanej w przedsiębiorstwie (n = 111)



Źródło: opracowanie własne.

Rysunek 2. Struktura wielkości badanych firm mierzona zatrudnieniem (n = 111)



Źródło: opracowanie własne.

Uczestnikami badania były głównie firmy małe, zatrudniające do 50 pracowników (77% badanych firm) – rysunek 2.

Głównym przedmiotem działalności badanych firm były usługi związane z oprogramowaniem, rachunkowością i księgowością oraz usługi inne. Szczegółowy rozkład głównej działalności przedsiębiorstw przedstawiono na rysunku 3.

Rysunek 3. Główny przedmiot działalności badanych firm (n = 111)



Źródło: opracowanie własne.

W badaniu zapytano o następujące kwestie związane z wdrażaniem innowacji w firmach:

1. Czy Państwa firma wprowadziła w ciągu ostatnich dwóch lat ulepszenia/modyfikacje do oferowanych produktów/usług?
2. Czy Państwa firma wprowadziła w ciągu ostatnich dwóch lat nowe produkty/usługi?
3. Czy Państwa firma wprowadziła w ciągu ostatnich dwóch lat ulepszenia/modyfikacje do istniejących procesów?
4. Czy Państwa firma wprowadziła w ciągu ostatnich dwóch lat nowe procesy?

Metodyka tego badania była wzorowana na badaniu przeprowadzonym przez Amara i innych¹³ oraz przez De Jonga i Marsili¹⁴.

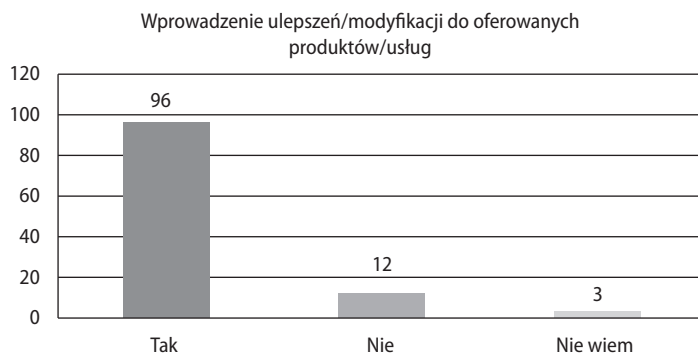
¹³ N. Amara, R. Landry, D. Doloreux, *Patterns...*, op.cit.

¹⁴ J.P.J. De Jong, O. Marsili, *The fruit flies of innovations: A taxonomy of innovative small firms*, „Research Policy” 2006, 35(2), s. 213–229, <http://doi.org/10.1016/j.respol.2005.09.007>.

Okazało się, że badane firmy częściej wprowadzają innowacje inkrementalne niż radykalne. Jak już wcześniej wspomniano, innowacje inkrementalne są to ulepszenia i udoskonalenia w istniejących już produktach, usługach i procesach, a innowacje radykalne polegają na wprowadzeniu zupełnie nowych, wcześniej nieistniejących produktów, usług i procesów.

Jak widać na rysunku 4, ponad 4/5 firm wprowadziło innowacje inkrementalne w zakresie swoich produktów czy usług. Jest to dość wysoki wynik, chociaż, biorąc pod uwagę charakterystykę firm z sektora KIBS i ich duży potencjał innowacyjny, wcale nie taki zaskakujący.

Rysunek 4. Ulepszenia/modyfikacje do oferowanych produktów/usług wprowadzone w ostatnich 2 latach



Źródło: opracowanie własne.

Nowe produkty bądź usługi wprowadziło już nieco mniej badanych firm – ok. 69% firm (rysunek 5). Może to wynikać z kilku czynników. Po pierwsze, innowacje radykalne są z założenia droższe do wprowadzenia niż innowacje inkrementalne. Wymagają również większych zasobów finansowych i ludzkich niż innowacje inkrementalne. Po drugie, innowacje radykalne są trudniejsze do wprowadzenia. Po trzecie, wprowadzenie ich zajmuje zwykle więcej czasu. Po czwarte, co często jest najważniejsze z punktu widzenia firm, wiążą się one z większym ryzykiem.

Badane firmy w analogiczny sposób odpowiedziały na pytania dotyczące wprowadzania innowacji procesowych. Innowacje procesowe to udoskonalenia istniejących procesów oraz rozwój i wprowadzanie nowych. Są one ukierunkowane głównie na wnętrze firmy i wymagają rozwoju nowych kompetencji i rutyn¹⁵. Około

¹⁵ N. Zakić, A. Jovanović, M. Stamatović, *External and Internal Factors Affecting the Product and Business Process Innovation*, „Facta Universitatis. Economics and Organization” 2008, 5(1), s. 17–29.

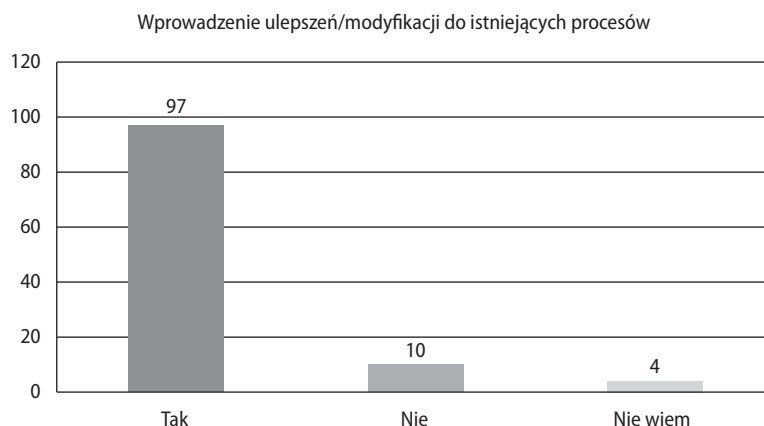
4/5 firm zadeklarowało wprowadzenie w ciągu ostatnich 2 lat ulepszeń i modyfikacji do istniejących procesów (rysunek 6). Nowe procesy zostały wprowadzone przez ok. 2/3 firm (rysunek 7).

Rysunek 5. Nowe produkty/usługi wprowadzone na rynek w ostatnich 2 latach



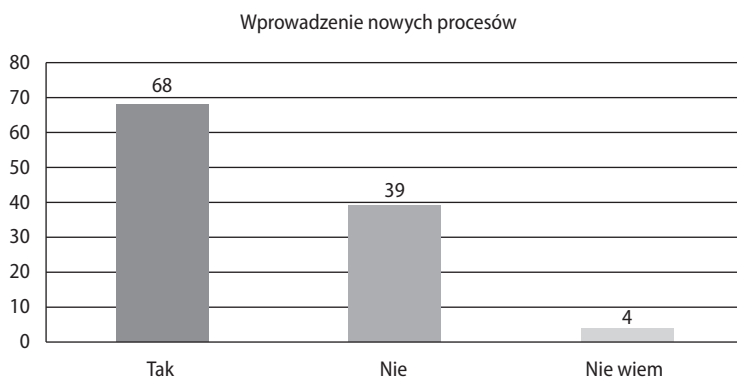
Źródło: opracowanie własne.

Rysunek 6. Ulepszenia/modyfikacje do istniejących procesów wprowadzone w ostatnich 2 latach



Źródło: opracowanie własne.

Rysunek 7. Wprowadzenie nowych procesów w ostatnich 2 latach



Źródło: opracowanie własne.

5. Podsumowanie

We współczesnej, opartej na wiedzy gospodarce, zasoby posiadanych przez firmę informacji i wiedzy mają coraz większe znaczenie. Zmiany zachodzące w otoczeniu firm oraz wciąż rosnąca złożoność i nieprzewidywalność środowiska skłaniają organizacje do poszukiwania nowych sposobów zapewnienia sobie przewagi konkurencyjnej. Jednym z takich sposobów jest wprowadzanie innowacji, które przestało być domeną jedynie firm produkcyjnych i jest coraz bardziej powszechne wśród firm usługowych. Firmy te coraz częściej dostrzegają konieczność opracowywania i wdrażania innowacji, zarówno w odniesieniu do swoich produktów/usług, jak i procesów. Jak pokazują wyniki przedstawionych powyżej badań, firmy z sektora wiedzochłonnych usług biznesowych deklarują dużą innowacyjność, większą w przypadku innowacji inkrementalnych niż radykalnych, co stanowi potwierdzenie dla hipotezy H2. Korzystają one również ze zdywersyfikowanych źródeł pomysłów na innowacje – zarówno zewnętrznych (np. pomysły klientów, kontrahentów), jak i wewnętrznych (np. sugestie pracowników). W związku z tym należy uznać za prawdziwą również hipotezę H1.

Przedstawione badania nie są wolne od ograniczeń. Po pierwsze, dotyczą one firm oferujących KIBS zlokalizowanych na terenie województwa pomorskiego i jako takie nie mogą być podstawą do uogólnień na całą populację firm z sektora KIBS. Po drugie, wyniki oparte są na deklaracjach i przekonaniach menedżerów/właścicieli MŚP, którzy mogli mieć mało obiektywny obraz swojej firmy.

Na podstawie wyników badań można wyznaczyć kolejne obszary badawcze. Po pierwsze, ciekawe byłoby zbadanie na poziomie ilościowym, z jakich źródeł wiedzy korzystają firmy z sektora KIBS w generowaniu swoich pomysłów na innowacje i przesądzenie, czy skupiają się w większym stopniu na źródłach zewnętrznych czy wewnętrznych. Po drugie, warto byłoby zbadać bariery we wdrażaniu innowacji przez tego rodzaju firmy, by móc odpowiedzieć na pytanie, w jaki sposób można je wyeliminować, co pozwoliłoby zwiększyć innowacyjność tego sektora.

Bibliografia

1. Aarikka-Stenroos L., Jaakkola E., *Value co-creation in knowledge intensive business services: A dyadic perspective on the joint problem solving process*, „Industrial Marketing Management” 2012, 41(1), s. 15–26.
2. Amara N., Landry R., Doloreux D., *Patterns of innovation in knowledge-intensive business services*, „The Service Industries Journal” 2009, 29(4), s. 407–430, doi:10.1080/02642060802307847
3. Aslesen H.-W., Isaksen A., (2007), *New Perspectives on knowledge-intensive services and innovation*, „Geografiska Annaler: Series B, Human Geography” 2007, 89, s. 45–58.
4. Czarnitzki D., Spielkamp A., *Business services in Germany: bridges for innovation*, „The Service Industries Journal” 2003, 23(2), s. 1–30.
5. Dąbrowska A., *Innovativeness determinants of clusters*, w: *Innovativeness determinants of network organisations in the knowledge economy*, ed. B. Bojewska, Warsaw School of Economics Press, Warsaw 2014.
6. De Jong J.P.J., Marsili O., *The fruit flies of innovations: A taxonomy of innovative small firms*, „Research Policy” 2006, 35(2), s. 213–229, <http://doi.org/10.1016/j.respol.2005.09.007>
7. He Z.L., Wong P.K., *Knowledge interaction with manufacturing clients and innovation of knowledge-intensive business services firms*, „Innovation: Management, Policy and Practice” 2009, 11(3), s. 264–278, <http://doi.org/10.5172/impp.11.3.264>
8. Miles I., Kastrinos N., Flanagan K., Bilderbeek R., Den Hertog P., Hutink W., Bouman M., *Knowledge intensive business services: their roles as users, carriers and sources of innovation*, PREST 1995, Manchester.
9. Rodriguez M., *Knowledge-Intensive Business Services and R&D Diffusion: a Comparative Assessment of Some EU27 Countries*, „Inżynieria Ekonomika-Engineering Economics” 2013, 24(4), s. 300–308.

10. Shearmur R., Doloreux D., *Knowledge-Intensive Business Services (KIBS) Use and User Innovation: High-Order Services, Geographic Hierarchies and Internet Use in Quebec's Manufacturing Sector*, „Regional Studies” 2015, 49(10), s. 1654–1671. <http://doi.org/10.1080/00343404.2013.870988>
11. Skórska A., *Wiedzochlonne usługi biznesowe w Polsce i innych krajach Unii Europejskiej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2012.
12. Suku B., *Incremental innovation and business performance: small and medium-size food enterprises in a concentrated industry environment*, „Journal of Small Business Management” 2006, 44(1), s. 64–80.
13. Zakić N., Jovanović A., Stamatović M., *External and Internal Factors Affecting the Product and Business Process Innovation*, „Facta Universitatis. Economics and Organization” 2008, 5(1), s. 17–29.
14. Zięba M., *Innowacje w małych i średnich przedsiębiorstwach – rozważania teoretyczne*, „Przegląd Organizacji” 2011, 7–8, s. 8–11.
15. Zięba M., *Knowledge- Intensive Business Services (KIBS) and Their Role in the Knowledge- Based Economy*, „Proceedings of the 14th European Conference on Knowledge Management” 2013, Kaunas, Academic Conferences and Publishing International Limited, UK, s. 785–792.

Corporate Innovativeness in the Knowledge Intensive Business Services

Summary

The article presents issues related to the innovations in companies offering knowledge intensive business services – KIBS. The significance of the sector of knowledge intensive business services is growing not only from the perspective of the companies which are provided with the services contributing to the growth in their competitiveness but also as a source of innovation. There are two research hypotheses formulated in the article:

H1. KIBS sector companies use internal and external sources of knowledge when introducing innovations.

H2. KIBS sector companies more frequently introduce incremental than radical innovations.

In order to verify these hypotheses two research methods were used: qualitative and quantitative. The verification of H1 was conducted through an open and direct interview in 12 small companies within the KIBS sector located in the Pomerania

Region. Hypothesis 2 was verified with a quantitative analysis on the sample of 111 small and medium-sized companies within the KIBS sector. Both hypotheses were proved true: the surveyed companies use diversified sources of knowledge when introducing innovation and more frequently introduce incremental rather than radical innovations in relation to their goods and services as well as processes.

Keywords: innovations, innovativeness, SME sector, knowledge intensive business services

Marta Joanna Ziółkowska
Kolegium Zarządzania i Finansów
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Wykorzystywanie innowacji w organizacjach sieciowych na przykładzie franczyzy

Streszczenie

W artykule poruszono problematykę innowacyjności w organizacjach sieciowych ze szczególnym uwzględnieniem powiązań francyzyzowych. Przeanalizowano znaczenie, uwarunkowania oraz stopień innowacyjności przedsiębiorstw będących uczestnikami franczyzy. W dalszej części dokonano analizy stopnia rozwoju sieci francyzyzowych w Polsce, biorąc pod uwagę dane ilościowe o francyzyzie w Polsce i strukturę rynku franczyzy. Zaprezentowano także kategorie innowacji wykorzystywanych we francyzyzie oraz istotę cech innowacyjności sieci francyzyzowych wraz ze wskazaniem praktycznych przykładów implementacji innowacji w powiązaniach francyzyzowych. Ponadto przedstawiono genezę i aktywność implementowania oraz wykorzystywania innowacji we francyzyzie na podstawie badań empirycznych. Na zakończenie przeanalizowano czynniki sprzyjające i ograniczające aktywność innowacyjną przedsiębiorstw wykorzystujących francyzyzę.

Słowa kluczowe: franczyza, organizacje sieciowe, innowacje

1. Wprowadzenie

W globalnej gospodarce powiązania franczyzowe rozwijają się dynamicznie, pozwalając osiągać przewagi konkurencyjne i dokonywać ekspansji ogólnosiwiatowej¹. We współczesnym świecie organizacje franczyzowe są obecne niemalże na wszystkich kontynentach oraz prawie we wszystkich dziedzinach gospodarki. Obecnie systemy franczyzowe muszą zmierzyć się z narastającymi trendami ekonomicznymi i rynkowymi, z rosnącą konkurencją, znacznym nasyceniem rynku produktami oraz usługami oferowanymi przez różne przedsiębiorstwa oraz sieci przedsiębiorstw. Sposobem dla organizacji franczyzowych, by sprostać tym zjawiskom, jest zróżnicowanie ofert w odniesieniu do konkurentów oraz precyzyjne ich dopasowanie do potrzeb klientów. Można tego dokonać, kreując i implementując innowacje. Powiązania franczyzowe oparte się w swej istocie na współpracy i współdziałaniu rynkowym niezależnych podmiotów gospodarczych, które wykorzystują tym samym możliwości rynkowe, zasoby i umiejętności partnerów powiązanych w sieć. Generują w ten sposób przewagę konkurencyjną. Systemy franczyzowe budują elastyczny potencjał rozwojowy dzięki tworzeniu sieci powiązań; tym samym zalicza się je do organizacji sieciowych.

W okresie globalnego spowolnienia gospodarczego powiązania franczyzowe znalazły się w obliczu kolejnych wyzwań. Czynniki te spowodowały w systemach franczyzowych zmiany, a także redefinicję współpracy na linii franczyzodawca – franczyzobiorcy. W przeciwieństwie do krajów Europy Zachodniej polskie sieci franczyzowe poradziły sobie w tym czasie bardzo dobrze. Sytuacja kryzysu gospodarczego przyczyniła się w Polsce do wzrostu zainteresowania i dalszego rozwoju powiązań franczyzowych. Był to też okres wdrażania innowacji w systemach oraz doprecyzowania warunków współpracy pomiędzy partnerami.

Problematyka innowacyjności w powiązaniach franczyzowych oraz wpływu innowacji jest zagadnieniem nowym w literaturze z zakresu nauk o zarządzaniu. Z uwagi na nowatorski charakter obszar ten nie dysponuje odpowiednim materiałem empirycznym – zaledwie dwie publikacje traktują o tej tematyce². W opisywanym

¹ M. Ziółkowska, *Kreowanie i wykorzystanie innowacji w powiązaniach franczyzowych w globalnej gospodarce*, w: *Wiedza i bogactwo narodów. Kapitał ludzki, globalizacja i regulacja w skali światowej. Zarządzanie*, red. R. Bartkowiak, P. Wachowiak, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013, s. 281–290.

² M. Ziółkowska, *Innovativeness determinants of franchise organizations*, w: *Innovativeness determinants of network organisations in the knowledge economy*, red. B. Bojewska, Warsaw School of Economics Press, Warsaw 2014, s. 189–213; M. Ziółkowska, *Innowacyjność sieci franczyzowych*,

badaniu podjęto próbę określenia znaczenia, uwarunkowań oraz stopnia innowacyjności przedsiębiorstw, będących uczestnikami powiązań franczyzowych.

Celem niniejszego opracowania jest analiza stopnia rozwoju sieci franczyzowych i ich innowacyjnego charakteru w Polsce wraz z określeniem cech innowacyjności sieci franczyzowych oraz wskazaniem przykładów innowacji w przedsiębiorstwach franczyzowych.

2. Deskrypcja innowacyjności polskiego rynku franczyzy

Pierwszym argumentem przemawiającym za innowacyjnym charakterem sieci franczyzowych w Polsce jest ich okres stosowania na rynku, stanowiący swoistą nowość. Działalność systemów franczyzowych w polskiej gospodarce kapitalistycznej nie przekracza 25 lat. W latach 90. XX w. funkcjonowało zaledwie kilkadziesiąt takich sieci (systemów franczyzowych)³. W kolejnych latach ich liczba wzrastała dynamicznie i nadal obserwuje się zastosowanie franczyzy w coraz to nowych przedsiębiorstwach, działających w różnych branżach. Franczyza jest pojmowana jako innowacyjna forma budowania kanału dystrybucji dla przedsiębiorstwa, które pierwszy raz ją implementuje w swojej działalności gospodarczej. Forma ta stanowi innowacyjną drogę rozwoju także dla przedsiębiorcy, który przyłącza się do systemu franczyzowego.

Drugą cechą o charakterze innowacyjnym franczyzy jest jej odporność na negatywne skutki kryzysu gospodarczego. Z punktu widzenia przedsiębiorstw, a w szczególności kluczowych dla gospodarki małych firm, franczyza stała się modelem biznesu zapewniającym zmniejszone ryzyko funkcjonowania całkowicie niezależnego przedsiębiorstwa. Franczyza zapewnia bowiem franczyzobiorcom parasol znanej marki oraz sprawdzonej w praktyce koncepcji prowadzenia biznesu. Wykorzystywane są w ten sposób korzyści i efekty skali, które uzyskuje się, funkcjonując w powiązaniu franczyzowym.

Z drugiej strony franczyza stała się korzystnym kanałem dystrybucji dla franczyzodawców. W okresie spowolnienia gospodarczego wykorzystali oni powiązania z biorcami dla realizacji strategii ekspansji rynkowej. Pozwalając biorcom na otwieranie jednostek franczyzowych (zgodnie z założeniami franczyzy finansowanych

w: *Innowacyjność organizacji sieciowych w gospodarce opartej na wiedzy*, red. B. Bojewska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2015, s. 329–372.

³ M. Ziółkowska, *Franczyza – nowoczesny model rozwoju biznesu*, CeDeWu, Warszawa 2010, s. 22–23.

przez franczyzobiorców), uzyskali dywersyfikację ryzyka oraz ograniczenie poziomu inwestycji w sieć placówek własnych.

We franczyzie ponadto osiąga się dodatkowe korzyści finansowe, uzyskując efekty skali, większe możliwości korzystania z uczestnictwa w akcjach promocyjnych dostawcy (gratisowe produkty dla klientów), większe możliwości wynegocjowania odroczonej płatności za towary i usługi, co ma często kluczowe znaczenie dla utrzymania płynności finansowej jednostek. Dodatkowo w opisywanym powiązaniu następuje zmniejszenie kosztów logistycznych, a mianowicie uzyskuje się obniżone koszty transportu przy większej liczbie odbiorców w postaci placówek francyzowych, odpowiednią częstotliwość dostaw czy konsygnację towaru, gdy towar jest własnością dawcy i jest przez niego zarządzany, natomiast oferowany w jednostkach francyzowych.

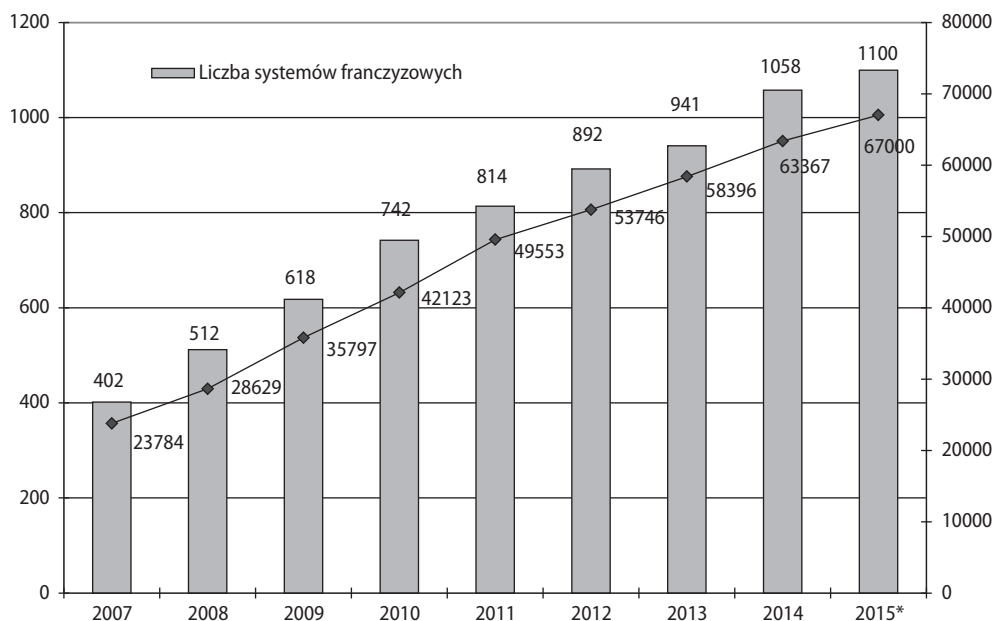
Kolejną innowacyjną cechą franczyzy jest współpraca potencjalnych konkurentów. Samodzielnie prowadzone przedsiębiorstwa, stanowiące niezależny prawnie i finansowo podmiot gospodarczy, działające w jednej branży konkurują ze sobą. W przypadku franczyzy jest natomiast inaczej – przedsiębiorstwa współpracują nie tylko z francyzodawcą, lecz także z innymi biorcami, realizując zobowiązania wynikające z podpisanej z francyzodawcą umowy oraz reprezentując jedną markę w walce o klienta z przedsiębiorstwami spoza sieci (powiązania horyzontalne). Innowacyjność polega w tej kwestii zatem na przekazywaniu w ramach sieci (wewnątrz systemu), wśród prawnie i finansowo niezależnych przedsiębiorstw, wiedzy i doświadczenia, które stanowią strzeżone *know-how* twórców systemu, a tym samym powiązanie francyzowe sprzyja również rozpowszechnianiu innowacji.

Formę współpracy przedsiębiorców w ramach franczyzy można zaliczyć do kategorii innowacji organizacyjnych. Polega ona na niezależności francyzobiorców i wpływa pozytywnie na efektywność działalności jednostek. Przedsiębiorcy tworzący sieć mają większą motywację do działania i osiągania sukcesu. Francyzobiorcy są odpowiedzialni za posiadaną jednostkę i korzystają z *know-how* dawcy, by osiągać korzystne wyniki finansowe. Wiele sieci francyzowych wykorzystuje innowacje w prowadzeniu działalności wewnątrz systemu francyzowego. W dalszej części opracowania zostaną one przedstawione na podstawie wyników badań empirycznych.

3. Charakterystyka polskiego rynku powiązań franczyzowych

Od 2013 r. w Polsce spada liczba przedsiębiorstw zarejestrowanych przez osoby fizyczne (do 9 zatrudnionych) oraz spółek (50 i więcej pracujących)⁴, jednak nie dotyczy to przedsiębiorstw franczyzowych – zarówno twórców sieci (franczyzodawców), jak i franczyzobiorców. Wygląda na to, co już wspomniano wcześniej, że w dobie spowolnienia gospodarczego przedsiębiorcy wolą wdrażać sprawdzone pomysły, niż ryzykować fiaskiem realizacji własnych, nieprzetestowanych w praktyce koncepcji. Od początku funkcjonowania współczesnych systemów franczyzowych (rysunek 1) w Polsce wzrasta liczba powiązań franczyzowych, a liczba nowych powstających z roku na rok przewyższa liczbę kończących działalność w ramach franczyzy. W okresie spowolnienia gospodarczego wyraźnie widać wzrost tempa tworzenia nowych jednostek franczyzowych.

Rysunek 1. Liczba sieci i jednostek franczyzowych w Polsce w latach 2007–2015



* prognoza

Źródło: dane firmy Profit System Sp. z o.o., marzec 2015 r.

⁴ Szerzej: *Zmiany strukturalne grup podmiotów gospodarki narodowej w rejestrze REGON 2014 r.*, Informacje i opracowania statystyczne, GUS, Warszawa 2015, s. 29–32.

Od 2007 r., a więc od pierwszych symptomów spowolnienia gospodarczego, można zaobserwować rosnącą dynamikę rozwoju systemów franczyzowych w Polsce. Ich liczba zwiększała się rok do roku. W latach 2007–2010 zaobserwowano ponad 20-procentowy wzrost liczby systemów franczyzowych rok do roku. Natomiast, odnosząc się do dynamiki wzrostu liczby jednostek franczyzowych, należy zaznaczyć, że w latach 2008–2011 dynamika wzrostu wahała się w przedziale 17–25% rok do roku. W kolejnych latach wzrosty te były niższe i oscylowały w granicach do 10% zarówno w przypadku sieci, jak i jednostek. Pod koniec 2014 r. na polskim rynku funkcjonowało około 1058 systemów franczyzowych, a liczba placówek franczyzowych oscylowała w okolicach 63,3 tys. jednostek.

W ostatnich latach znacznie zmniejszyła się liczba systemów, w których nastąpił wzrost liczby nowych jednostek franczyzowych⁵. W 2013 r. było ich 415, czyli 44,1%, a w 2012 r. blisko 55%, podobnie rok wcześniej. Nieznacznie – o około 0,5 pkt. proc. – zwiększył się udział dawców licencji, których sieci zmniejszyły się pod względem liczebności jednostek franczyzobiorców. W związku z tym odnotowano rekordowy udział franczyzodawców, którzy mieli tyle samo punktów biorców licencji co rok wcześniej – było ich 310, czyli blisko 33% (około 23% w 2012 r.). Dane te wskazują na spowolnienie tempa wzrostu ekspansji rynkowej systemów franczyzowych.

W 2013 r. na pozycję lidera rynku franczyzy pod względem liczby systemów wysunęła się gastronomia (tabela 1). Konceptów tej branży było na koniec badanego okresu 146, po wzroście o 11 konceptów w odniesieniu do roku 2012. Od 2002 r. w największym stopniu na liczbę sieci wpływa branża odzież i obuwie, w której liczba systemów w 2013 r. zwiększyła się o 1 do 141.

Na skumulowaną liczbę placówek franczyzowych niezmiennie przeważający wpływ miała branża artykuły spożywcze i przemysłowe. Było ich na koniec 2013 r. 29 649, po wzroście o 3403 jednostki, czyli o 13,0% w stosunku do roku 2012. Następnie najwięcej jednostek biorców licencji i największy wzrost odnotowano w przypadku grupy systemów AGD, RTV, IT i telekomunikacja – 4767 po zmianie o 356 sklepów.

W 2013 r., w przeciwieństwie do dwóch poprzednich lat, zwiększyła się średnia wysokość inwestycji netto w placówkę franczyzobiorcy. Wyniosła 626,9 tys. PLN netto, czyli o 106,2 tys. PLN więcej niż w 2012 r. (20,4%). Tak duża zmiana wynika z rozwoju poprzez franczyzę przedsiębiorstw z branży hotelarstwo, które rozpoczęły działalność na polskim rynku i zostały dołączone do zestawienia. Analizując dane z wyłączeniem podbranży hotelarstwo, odnotowano spadek o 4,1 tys. PLN do 158,1 tys. PLN netto. Średnia kwota inwestycji w sektorze usług zwiększyła się o 195,3 tys. PLN do 1 033,4 tys. PLN netto (23,3%). Natomiast dynamika zagregowanych

⁵ Dane firmy Profit System Sp. z o.o., listopad 2014 r.

przychodów netto placówek franczyzowych wyniosła 12,7% w 2013 r. w odniesieniu do roku poprzedniego (bez hotelarstwa). We wszystkich placówkach franczyzowych w 2013 r. zatrudnionych było blisko 330 tys. pracowników.

Tabela 1. Struktura rynku franczyzy w Polsce w 2013 r.

Branża	Liczba systemów	Liczba jednostek	Średnia kwota netto, jaką zainwestował franczyzobiorca (w tys. PLN)	Średnie przychody netto w jednostce franczyzowej (w tys. PLN)	Zatrudnienie
Handel	484	46 307	211,05	173,92	266 877
Odzież i obuwie	141	3 508	166,46	88,80	12 348
Art. dziecięce	14	498	91,54	56,44	1 499
Art. spożywcze i przemysłowe	140	29 649	174,85	298,08	194 794
Art. sportowe	14	537	145,40	39,25	1 869
Art. dla domu i ogrodu	50	2 078	182,98	143,02	11 096
AGD/RTV, IT, telekomunikacja	39	4 767	40,20	40,83	19 163
Kosmetyki, biżuteria i upominki	50	1 904	118,60	43,73	5 445
Apteki i art. zdrowotne	25	2 217	187,44	79,13	8 668
Stacje benzynowe	11	1 149	2 473,50	1 102,20	11 995
Usługi	457	12 089	1 033,37*	58,40**	60 610
Gastronomia	146	2 230	204,19	70,54	15 992
Usługi dla klientów indywidualnych	67	4 009	86,66	104,50	19 604
Uroda i fitness	54	1 359	106,48	47,68	11 035
Edukacja	68	1 639	26,43	20,44	6 818
Finanse i bankowość	20	1 065	16,17	43,25	2 162
Usługi dla biznesu i internet	33	582	41,64	33,90	1 216
Doradztwo prawne i gospodarcze	19	397	32,47	39,67	1 032
Turystyka	27	450	17 587,00***	68,29**	1 269
Nieruchomości	23	358	44,60	45,85	1 482
Razem	941	58 396	626,92****	113,79**	327 487

* usługi bez branży hotelarstwo to 105,73; ** hotelarstwo b.d.; ***turystyka bez branży hotelarstwo to 38,56; ****razem bez branży hotelarstwo 158,12.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Raport o franczyzie w Polsce 2014*, Profit System Sp. z o.o., Warszawa 2014.

4. Geneza i aktywność implementowania innowacji w powiązaniach franczyzowych

Generowanie i wdrażanie innowacji stanowi współcześnie kluczowy warunek przetrwania organizacji na konkurencyjnym rynku⁶. Tempo implementowania nowych pomysłów, koncepcji i wynalazków jest funkcją zdolności organizacji do kreowania wiedzy. Dla analizy innowacyjności organizacji franczyzowych istotne znaczenie ma charakterystyka motywów implementowania innowacji. Należy stwierdzić, że przedsiębiorstwa franczyzowe ogółem wprowadzają innowacje w celach: poprawy jakości produktów (53% ogółu respondentów), wykorzystania nowych kanałów sprzedaży i form komunikacji (46%), zwiększenia asortymentu produktów (44%), otwarcia nowych rynków lub zwiększenia udziału w rynku (43%) – tabela 2.

Tabela 2. Motywy wprowadzania innowacji w organizacjach franczyzowych (w %)

Motyw	Ogółem	Przedsiębiorstwo		Sektor działalności	
		franczyzodawcy	franczyzobiorcy	handel	usługi
Poprawa jakości produktów	53	45	59	46	57
Zwiększenie asortymentu produktów	44	39	47	58	32
Otwarcie nowych rynków lub zwiększenie udziału w rynku	43	48	40	35	47
Obniżka kosztów materiałowych	31	37	26	27	36
Zmniejszenie szkodliwości dla środowiska	9	10	8	8	10
Wypełnienie przepisów, norm lub standardów	18	18	19	21	16
Nowe kanały sprzedaży i formy komunikacji	46	51	42	45	44

Źródło: badanie empiryczne Zakładu (d. Katedry) Zarządzania Przedsiębiorstwem IZ KZiF SGH, Warszawa 2013. Z uwagi na specyfikę powiązań franczyzowych badanie zostało przeprowadzone na podstawie przygotowanej na potrzeby badania bazy firm franczyzowych zawierającej dane 370 firm w Polsce. Zrealizowano 121 wywiadów bezpośrednich z przedsiębiorstwami franczyzowymi – w tym 51 wywiadów z dawcami i 70 wywiadów z biorcami.

Warto również wskazać, że dla przedsiębiorstwa franczyzodawcy większe znaczenie miały: otwarcie nowych rynków lub zwiększenie udziału w rynku (48%

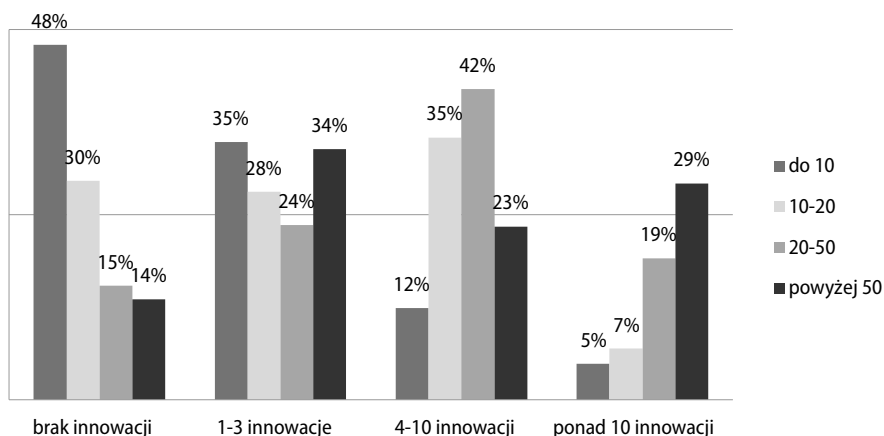
⁶ Szerzej innowacyjność powiązań franczyzowych została przeanalizowana w: M. Ziółkowska, *Innovativeness determinants of franchise organisations*, w: *Innovativeness...* op.cit., s. 189–213; M. Ziółkowska, *Innowacyjność sieci franczyzowych*, w: *Innowacyjność...* op.cit., s. 329–372.

wskazań dawców) oraz nowe kanały sprzedaży i formy komunikacji (51%). Kategorie te wynikają z istoty franczyzy, implikując znaczenie, dla którego przedsiębiorstwa realizują strategię rozwoju poprzez franczyzę. Z tego powodu wskazania dawców, we wspomnianych kategoriach odpowiedzi, były częstsze niż biorców.

Natomiast uczestnicy sieci, franczyzobiorcy, wskazywali częściej na kategorie związane z produktem i asortymentem jako motywy wdrażania innowacji. Ma to związek z charakterystyką powiązania franczyzowego i tym, jakie czynniki są istotne dla biorcy w powiązaniu franczyzowym. Dla franczyzobiorców znaczenie ma oferowanie jak największej gamy produktów i usług, w pełni zaspokajających potrzeby klientów. W przedsiębiorstwach franczyzowych funkcjonujących w sektorze handlu większe znaczenie we wprowadzaniu innowacji ma zwiększanie asortymentu produktów (58% wskazań). Jest to czynnik istotny w handlu, w którym kreowanie i wdrażanie innowacji mają znaczenie, by zwiększać pozycję konkurencyjną przedsiębiorstwa. Uzyskane wyniki uwiarydliły natomiast, że w sektorze usług częściej wskazywane były: poprawa jakości produktów (57%), otwarcie nowych rynków lub zwiększenie udziału w rynku (47%).

Kolejna obserwacja polegająca na badaniu zależności zachodzących pomiędzy wielkością sieci franczyzowej a jej aktywnością innowacyjną pozwala zauważyć, że prawie 50% ankietowanych należących do małych sieci deklaruje brak wdrożenia jakichkolwiek innowacji w sieci (rysunek 2).

Rysunek 2. Wielkość sieci a aktywność innowacyjna sieci franczyzowych



Źródło: Badanie empiryczne Zakładu (d. Katedry) Zarządzania Przedsiębiorstwem IZ KZiF SGH, Warszawa 2013.

Na podstawie uzyskanych danych można stwierdzić, że zdecydowanie lepiej, z uwagi na brak wdrożeń, wypadają większe sieci z więcej niż 20 uczestnikami (odpowiednio 15% i 14%). Wdrożenie do 3 innowacji deklarują najczęściej przedstawiciele najmniejszych i największych sieci (odpowiednio 35% i 34%). Wdrożenie średniej liczby innowacji (4–10 innowacji) najczęściej wskazywali respondenci reprezentujący sieci średniej wielkości (20–50 uczestników – 42%). Interesujący jest fakt, że najwięcej odpowiedzi w kategorii wdrożenia ponad 10 innowacji udzielili reprezentanci dużych przedsiębiorstw (29%). Podsumowując: małe sieci rzadziej wdrażają jakiekolwiek innowacje, jeżeli już uda się je zrealizować, to są one nieliczne (do 3). Generalnie można stwierdzić, że wraz ze wzrostem wielkości sieci wzrasta deklarowana częstotliwość dokonanych wdrożeń, co wiąże się przede wszystkim z większym zasięgiem działania sieci oraz liczbą jej klientów.

5. Pochodzenie i rodzaje innowacji w systemach franczyzowych

Ogólnie można stwierdzić, że więcej innowacji jest implementowanych przez franczyzodawców – koordynatorów sieci. To te przedsiębiorstwa przedstawiają, kreują, tworzą, rozwijają i rozprzestrzeniają koncept systemu franczyzowego oraz unikalne *know-how*. Dzieje się tak, ponieważ franczyzodawca jest inicjatorem, twórcą i organizatorem systemu franczyzowego. Pomimo to część innowacji wewnątrz systemów franczyzowych pochodzi od franczyzobiorców. Innowacje te mogą pojawiać się dlatego, iż franczyzodawcy implementują koncept franczyzowy na lokalnych rynkach, co wynika z istoty franczyzy. Powoduje to, że mogą oni dyskontować doświadczenie zdobyte podczas prowadzenia jednostki franczyzowej, według ściśle i z góry określonej koncepcji, na lokalnym rynku, mając bezpośredni kontakt z klientami. Franczyzobiorcy mają bezpośrednie informacje zwrotne od odbiorców, dotyczące oferty i sposobu jej dostarczenia do ostatecznego konsumenta. Ponadto, tworząc jednostki franczyzowe, franczyzobiorcy adaptują koncept na lokalnych rynkach, wykorzystując miejscowe uwarunkowania oraz znajomość preferencji klientów. W ostatnich latach pojawiło się wśród badaczy pojęcie „frantrepreneur” – franczyzowego przedsiębiorcy, który kreuje procesy innowacyjne, adaptując standardowe koncepty franczyzowe w taki sposób, by spełniły lokalne uwarunkowania rynku⁷. Przedsiębiorcy ci mogą odgrywać istotną rolę we wdrażaniu innowacji w systemach franczyzowych. W swej

⁷ J. Sundbo, R. Johnston, J. Mattsson, B. Millett, *Innovation in service internationalization: the crucial role of the frantrepreneur*, „Entrepreneurship and Regional Development” 2001, 13(3), s. 247–267.

istocie innowacje są kompleksowym procesem opartym na współpracy, w którym francyzodawca może rozwijać ideę i wprowadzić ją w systemie, lecz jej powodzenie w dużej mierze zależy od francyzoborców i informacji zwrotnej od konsumentów⁸.

Natomiast w innowacyjnych francyzowych sieciach francyzobiorcy aktywnie uczestniczą w rozwoju systemu francyzowego, ale wynika to także ze specyfiki samego systemu francyzowego. Nie jest tutaj konieczny tak wysoki poziom standaryzacji, jak w przypadku klasycznego powiązania francyzowego. Jakość obsługi klienta i produkt muszą zaspokajać oczekiwania klientów w danej jednostce, lecz mogą różnić się między jednostkami wewnątrz tego samego systemu. Cecha systemu, którego podstawą jest zaspokajanie potrzeb lokalnych klientów w poszczególnych jednostkach, implikuje fakt, że biorcy mają prawo do oferowania oraz kreowania nowych produktów i usług ostatecznym klientom. W związku z tym każda innowacja jest testowana w pojedynczej jednostce na lokalnym rynku i dopiero potem przedstawiana dawcy do ewentualnego wdrożenia w całej sieci.

Istotne znaczenie dla analizy innowacyjności powiązań francyzowych ma także badanie źródeł innowacji w tych przedsiębiorstwach (tabela 3). Zarówno francyzodawcy, jak i francyzobiorcy najczęściej wskazywali potrzeby klientów jako źródło innowacji – odpowiednio 61% i 72% wskazań; to interesujący i pozytywny wynik. W dalszej analizie wyróżniono kolejne źródła innowacji wskazywane przez dawców i biorców – były to kontakty z przedsiębiorstwami wewnątrz sieci – 38% i 42% odpowiedzi. Natomiast źródłem wskazywanym jako drugim najistotniejszy dla francyzodawców są pracownicy i kierownictwo firmy (40%). Ma to znaczenie, ponieważ to francyzodawca jest organizatorem i koordynatorem sieci, a więc to jego pracownicy są zaangażowani w kreowanie i wdrażanie innowacji w przedsiębiorstwie, a także całym systemie francyzowym. Natomiast francyzobiorcy wskazywali znacznie częściej na konkurencję jako źródło innowacji w przedsiębiorstwie (47%).

Zwraca uwagę w tym zakresie fakt, że własna komórka badawczo-rozwojowa została wskazana zaledwie przez 14% dawców i 4% biorców. Badania pokazały również, że współpraca z jednostkami badawczo-rozwojowymi odgrywa rolę zaledwie wśród 7% dawców i 4% biorców. Wynika z tego fakt, iż korzystanie z wiedzy i doświadczenia specjalistycznych podmiotów jest rzadko wykorzystywane we francyzie. Na podstawie uzyskanych wyników można stwierdzić, że istnieje także szerokie pole do większego wykorzystania kontaktów z przedsiębiorstwami wewnątrz sieci do kreowania innowacji.

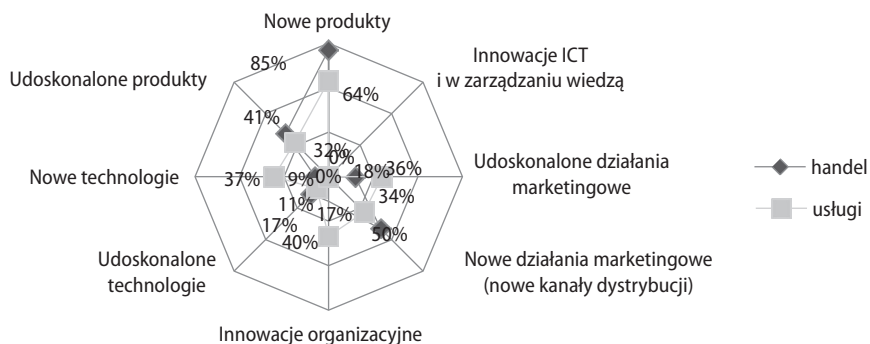
⁸ Szerzej: S.B. Lewin-Solomons, *Innovation and Authority in Franchise Systems: An Empirical Exploration of the Plural Form*, „Journal Paper” no. J-18005, Iowa Agriculture and Home Economics Experiment Station, Ames, Iowa 1999.

Tabela 3. Pochodzenie innowacji w przedsiębiorstwach franczyzowych (w %)

Źródło pochodzenia	Przedsiębiorstwo	
	franczyzodawcy	franczyzobiorcy
Własna komórka badawczo-rozwojowa	14	4
Kontakty z przedsiębiorstwami wewnątrz sieci	38	42
Kontakty z przedsiębiorstwami spoza sieci	20	21
Potrzeby klientów	61	72
Pracownicy i kierownictwo	40	24
Targi	10	7
Publikacje	13	9
Konkurencja	29	47
Współpraca z jednostkami badawczo-rozwojowymi	7	4

Źródło: jak pod tab. 2.

Rysunek 3. Rodzaje innowacji wdrażanych w przedsiębiorstwach franczyzowych w handlu i usługach



Źródło: jak pod rys. 2.

Kolejny obszar zagadnień badawczych dotyczył rodzajów innowacji implementowanych w handlu i usługach (rysunek 3). Co ciekawe, nowe i udoskonalone produkty mają największe znaczenie dla podmiotów działających w handlu (odpowiednio 85% i 41%). Ponadto istotne znaczenie w handlu mają także nowe kanały dystrybucji (50%), tak by zwiększać liczbę punktów handlowych. Dla sfery usług również ważne są innowacje produktowe, natomiast większe znaczenie niż dla przedsiębiorstw działających w handlu mają innowacje organizacyjne (40%), nowe technologie (37%) i udoskonalone działania marketingowe (36%). Usługowe przedsiębiorstwa

franczyzowe opierają swoją pozycję konkurencyjną na innych kategoriach innowacji niż tylko na elementach związanych z produktem czy asortymentem. Wynika to ze specyfiki sektora usług i przedsiębiorstw franczyzowych funkcjonujących na rynku. Ich koncepcja działalności opiera się głównie na oferowaniu usług i produktów, a więc wymagana jest tutaj kompletna koncepcja biznesowa wraz ze szczegółowym, sprawdzonym w praktyce gospodarczej *know-how* franczyzodawcy. Natomiast handel we franczyzie w dużej mierze polega na oferowaniu produktów pod wspólną marką w jednolitych punktach sprzedaży.

Zwraca uwagę fakt, że innowacje ICT i w zarządzaniu wiedzą zupełnie nie są wykorzystywane w badanych powiązaniach franczyzowych. Nie są one istotnym czynnikiem budowania pozycji konkurencyjnej na rynku.

We franczyzie wykorzystuje się wszystkie rodzaje i kategorie innowacji, jakie występują w przedsiębiorstwach klasycznych. Analizując sieci franczyzowe na rynku, można wyróżnić przede wszystkim innowacje o charakterze produktowym, marketingowym, organizacyjnym i procesowym (tabela 4).

Tabela 4. Kategorie innowacji wykorzystywane we franczyzie

Kategoria innowacji	Charakterystyka	Przykłady
Produktowe	Nowy lub ulepszony produkt	• Big Mac
Marketingowe	Nowy lub ulepszony <i>design</i> produktu, opakowanie, promocja, cena, <i>product placement</i>	• Mobilna franczyza • Zarządzanie towarem w formie konsygnacji
Procesowe	Nowy lub ulepszony sposób produkcji, dostawy, technologii, wyposażenia, oprogramowania	• <i>Multi-unit</i> franchising • <i>Multi-concept</i> franchising • <i>Shop in shop</i>
Organizacyjne	Nowe lub ulepszone metody prowadzenia biznesu, organizacji pracy, relacji zewnętrznych	• Franczyza wiązana • Franczyza konwersyjna

Źródło: opracowanie własne.

Przykładami przedsiębiorstw różnych branż, w których występują innowacje produktowe, są między innymi: Dermatis, No+vello, Tansphere czy Tornado Pizza. Pierwsze trzy wymienione przedsiębiorstwa wprowadzają i rozpowszechniają innowacje związane z nowym lub ulepszonym produktem powiązanim ściśle z branżą kosmetyczną. Natomiast ostatni koncept oferuje popularną pizzę, lecz w nieco odmiennym kształcie, w rożku.

Innowacje marketingowe implementowane są przez choćby takie przedsiębiorstwa, jak: Coffe News, Bajart, PCDOC pogotowie komputerowe czy Steam Art. Jest to grupa systemów zróżnicowanych pod względem stosowanych rozwiązań innowacyjnych.

Przykładem jest firma PCDOC pogotowie komputerowe. To firma świadcząca pełne usługi związane głównie z naprawą komputerów i połączeń internetowych 7 dni w tygodniu 24h na dobę, a charakterystyczny strój i wyposażenie serwisanta przypominają atrybuty prawdziwego lekarza pogotowia.

Natomiast przedsiębiorstwa innowacyjne pod względem organizacyjnym to między innymi: World Seo, Świat Nieruchomości czy Print Terminal. Na przykład World Seo to sieć zajmująca się handlem bardzo zróżnicowanymi towarami przez internet. Działalność sieci oparta jest przede wszystkim na *dropshippingu* (logistycznej metodzie zarządzania towarem, w którym sprzedawca sam nie magazynuje towaru; kieruje zamówienia klientów do dystrybutora, który realizuje wysyłkę bezpośrednio do klienta).

Innowacyjne systemy franczyzowe w ujęciu procesowym to przede wszystkim sieci wykorzystujące *multi-unit* i *multi-concept* franchising. Formy te polegają na udzielaniu licencji franczyzowej obecnym biorcom tego samego systemu (*multi-unit*) lub biorcom innych systemów franczyzowych (*multi-concept*). Wykorzystują to przede wszystkim systemy o zakorzenionej pozycji na rynku polskim, pochodzące z zagranicy, między innymi: McDonald's i Subway. Ponadto innowacje procesowe to franczyza wiązana wykorzystywana w łączeniu w jednej lokalizacji dwóch franczyzowych marek. Przykładem są sieci stacji paliw, przy których występują gastronomiczne systemy franczyzowe czy nowoczesne formy pocztowe (Paczkomaty). Kolejnym przykładem jest franczyza w sklepie (*shop in shop*), polegająca na otwieraniu wysp systemu franczyzowego w sklepach multibrandowych.

Krótko scharakteryzowane przykłady pokazują, w jak różnym stopniu można implementować innowację, a także wieloaspektowość ich wykorzystania w systemach franczyzowych, funkcjonujących w różnych branżach.

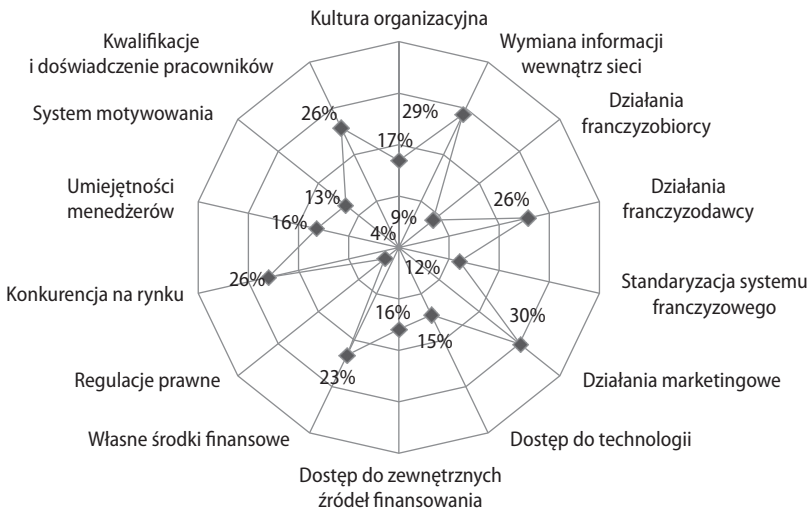
6. Czynniki sprzyjające i ograniczające aktywność innowacyjną w powiązaniach franczyzowych

Aktywność innowacyjna podmiotów franczyzowych uwarunkowana jest wieloma czynnikami, mającymi charakter sprzyjający lub ograniczający. Kolejnym elementem analizy badawczej było więc określenie czynników sprzyjających i ograniczających aktywność innowacyjną przedsiębiorstw oraz sieci franczyzowych. Sformułowano katalog czynników i poproszono respondentów o określenie, w jakim stopniu wymienione czynniki wpływają sprzyjająco lub ograniczająco na wdrażanie innowacji w organizacji. W całym badaniu wystandaryzowano szeroki katalog odpowiedzi, ale w analizie powiązań franczyzowych największe znaczenie poznawcze mają kate-

gorie odnoszące się bezpośrednio do franczyzy. Analizie podano jednak wszystkie kategorie, a w prezentacji wyników skupiono się na tych najistotniejszych.

W pierwszej kolejności dokonano analizy ogólnych odpowiedzi respondentów dotyczących czynników sprzyjających aktywności innowacyjnej w odniesieniu do przedsiębiorstw franczyzowych i sieci, w których funkcjonują (rysunek 4).

Rysunek 4. Czynniki sprzyjające aktywności innowacyjnej organizacji franczyzowych

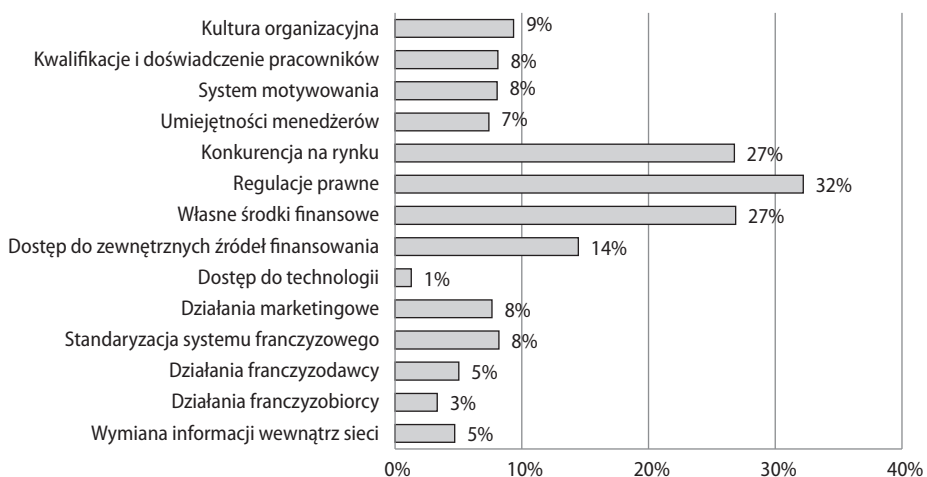


Źródło: jak pod rys. 2.

Uzyskane wyniki uwiaryściły, że wśród firm franczyzowych najliczniej wskazywane były odpowiedzi: działania marketingowe (30%), wymiana informacji pomiędzy franczyzodawcą a franczyzobiorcą (29%), kwalifikacje i doświadczenie pracowników (26%), konkurencja na rynku (26%) oraz działania franczyzodawcy (26%). Wyżej wymienione czynniki stanowią siłę napędową innowacji w przedsiębiorstwach franczyzowych. Zwraca uwagę w tym zakresie fakt, że działania franczyzobiorcy, jako czynnik sprzyjający innowacjom, zostały wskazane tylko w 9% odpowiedzi. Nie stanowią one więc bodźca sprzyjającego aktywności innowacyjnej przedsiębiorstw funkcjonujących w powiązaniach franczyzowych w Polsce. Oznacza to, że respondenci nie uważają, iż biorcy mogą przyczynić się do kreowania innowacji w powiązaniu franczyzowym. Świadczy to o niedojrzałości polskiego rynku, a przede wszystkim o niedoprecyzowaniu relacji dawca–biorca. Doświadczenia zagraniczne wskazują na duże zainteresowanie dawców propozycjami zmian kreowanych przez biorców, z uwagi na ich bezpośredni kontakt z klientem.

Na podstawie uzyskanych wyników badań można stwierdzić, że respondenci nie wskazali działań franczyzobiorcy jako czynnika stymulującego w znaczny sposób aktywność innowacyjną, zarówno przedsiębiorstwa franczyzowego, jak i sieci, w której funkcjonuje. Oznacza to, że badani uważają, iż biorca generalnie nie przyczynia się do kreowania innowacji w powiązaniu franczyzowym. Jest to wniosek, który zaskakuje poznawczo, gdyż, jak wspomniano, w krajach o zakorzenionej pozycji powiązań franczyzowych w gospodarce to właśnie biorcy stanowią siłę napędową realizacji strategii innowacji w systemie franczyzowym. Wynika to poniekąd ze specyfiki franczyzy, gdzie biorca otrzymuje gotową, wystandaryzowaną, koncepcję prowadzenia biznesu do realizacji we własnej jednostce franczyzowej. Jest więc codziennym realizatorem koncepcji dawcy, co pozwala mu dostrzec elementy wymagające udoskonalenia, a z drugiej strony ma bieżący kontakt z klientami i zna ich preferencje i potrzeby. Za granicą, w krajach o zakorzenionej pozycji powiązań franczyzowych, istotną rolę w kreowaniu innowacji w powiązaniu franczyzowym odgrywają właśnie franczyzobiorcy, to oni są twórcami i pomysłodawcami wielu nowoczesnych oraz nowych rozwiązań we franczyzie. Mają oni bieżący kontakt z klientem, a także mogą przyczynić się, konfrontując swoje doświadczenia ze znajomością systemu franczyzowego, do tworzenia nowych rozwiązań, produktów i technologii. Takie rozwiązania mogą być za aprobatą dawcy testowane w pojedynczej jednostce franczyzowej, a po pozytywnej weryfikacji implementowane do całego systemu franczyzowego.

Rysunek 5. Czynniki ograniczające aktywność innowacyjną przedsiębiorstw i sieci franczyzowych



Źródło: jak pod rys. 2.

Istotne również było rozpoznanie wag poszczególnych czynników ograniczających i ich wpływu na aktywność innowacyjną we franczyzie (rysunek 5).

W pierwszej kolejności respondenci wskazali przede wszystkim na takie czynniki ograniczające rozwój powiązań franczyzowych, jak: regulacje prawne (32%), konkurencję na rynku (27%) i własne środki finansowe (27%). Konstatując, można stwierdzić, że ograniczeniem dla innowacji we franczyzie są przede wszystkim bariery prawne, konkurencja na rynku i niedobór kapitału niezbędnego do rozwoju.

7. Podsumowanie

Innowacje pełnią wielorakie funkcje we franczyzie. Z jednej strony wykorzystanie franczyzy staje się innowacją dla przedsiębiorstwa rozpoczynającego budowanie nowoczesnego kanału dystrybucji na podstawie opisywanego rodzaju powiązania. Z drugiej zaś strony innowacje odgrywają istotną rolę w powiązaniach franczyzowych i dla przedsiębiorstw je kreujących. Innowacyjność powiązania franczyzowego pozwala lepiej radzić sobie z konkurencją i budować pozycję konkurencyjną na rynku, co jest korzystne zarówno dla dawcy, jak i biorców.

Z zaprezentowanych wyników analizy wynika, iż innowacje odgrywają istotną rolę w systemach franczyzowych, stanowiąc dla nich ważny element przyczyniający się do poprawy zakresu asortymentu i jakości oferowanych produktów, ale także kreują nowe kanały dystrybucji i formy komunikacji. Na podstawie badań przeprowadzonych w latach 2007–2012 można stwierdzić, że we franczyzie najczęściej wdrożono zaledwie kilka innowacji. Jest więc to obszar, który należy stymulować we franczyzie, by przedsiębiorstwa funkcjonujące w powiązaniach franczyzowych mogły wzmacniać swoją pozycję konkurencyjną na rynku. Uzyskane wyniki uwiarygodniły, że zdecydowanie dominowały innowacje dotyczące nowych produktów i nowych działań marketingowych, które obejmują swym zasięgiem także rozwijanie nowych kanałów dystrybucji.

Reasumując uzyskane wyniki, należy stwierdzić, że przedsiębiorstwa franczyzowe, wdrażając innowacje, kierują się motywami, które pozwalają firmom z tej branży na poprawę szerokości i jakości oferty produktowej. Ponadto uczestnicy powiązań franczyzowych stawiają na nowe formy sprzedaży, wdrażając innowacje do swoich przedsiębiorstw, co niewątpliwie przyczynia się do poprawy ich pozycji konkurencyjnej. Czego dowodzi również fakt, iż wdrażając innowacje, przedsiębiorstwa franczyzowe wskazują na korzyści z ich implementacji, pozwalające na poprawę znajomości i wizerunku marki systemu franczyzowego, udziału w rynku oraz jakości produktów oferowanych w sieciach franczyzowych jako efekt wdrażania innowacji.

Podjmując analizę należy zaznaczyć, że wśród źródeł innowacji przedsiębiorstwa franczyzowe wymieniają głównie potrzeby klientów, a przyjęte założenia w obszarach badawczych wskazywały na kontakty wewnątrz sieci franczyzowej jako genezę procesu kreowania innowacji. Należy wspomnieć, iż odpowiadając na pytanie dotyczące czynników sprzyjających aktywności innowacyjnej, respondenci licznie wskazali na wymianę informacji pomiędzy franczyzodawcą a franczyzobiorcami jako bodziec przyczyniający się do stymulowania i realizacji aktywności innowacyjnej. Wyniki uzyskanych danych pozwalają wysnuć wniosek, że generalnie w zakresie innowacji we franczyzie najważniejsze są potrzeby klientów oraz wymiana informacji przepływająca od franczyzodawcy – organizatora sieci do franczyzobiorcy – uczestnika sieci. Wykorzystywana w sieciach funkcjonujących na rynkach zagranicznych, w krajach o wysokim stopniu rozwoju powiązań franczyzowych, szeroka wymiana wiedzy pomiędzy wszystkimi uczestnikami sieci, w ujęciu horyzontalnym, nie stanowi jeszcze dla polskich przedsiębiorstw bodźca do kreowania i wdrażania innowacji w przedsiębiorstwach i systemach franczyzowych. Przedsiębiorstwa franczyzowe źródła wdrażania nowoczesnych rozwiązań widzą głównie w potrzebach klientów, natomiast nie doceniają roli, jaką mogą tutaj odegrać kontakty z przedsiębiorstwami wewnątrz sieci, zarówno o charakterze horyzontalnym i wertykalnym. Synergia wiedzy uczestników powiązania franczyzowego mogłaby się przyczynić do kreowania pozycji konkurencyjnej całego systemu franczyzowego i wszystkich uczestników tego powiązania. W przyszłości systemy franczyzowe w Polsce będą starały się w dużej mierze bazować na modelu otwartych innowacji (*open learning networks*), co będzie stymulowało wymianę informacji, wiedzy i doświadczeń pomiędzy uczestnikami sieci, a tym samym przyczyniało się do budowania przewag konkurencyjnych. Biorcy staną się więc cennym źródłem informacji o możliwych innowacyjnych rozwiązaniach gotowych do implementowania w systemach, a ich doświadczenia będą mogły być dyskontowane w całym systemie.

Obserwacja zależności zachodzących w systemach franczyzowych w zakresie działalności innowacyjnej pozwala wysnuć wnioski ogólne, że głównym celem przedsiębiorstw w obecnej gospodarce jest tworzenie przewag konkurencyjnych, by osiągać lepszą pozycję konkurencyjną niż inne przedsiębiorstwa, systemy franczyzowe lub sieci. W tym celu najlepszym działaniem jest łączenie w sieć dwóch lub więcej systemów franczyzowych po to, by stworzyć przewagę konkurencyjną, osiągając efekt synergii bazujący na indywidualnie wypracowanych koncepcjach i doświadczeniach biznesowych. Przykładem takich działań w Polsce jest współpraca sieci restauracji szybkiej obsługi McDonald's, systemu dyskontowego Carrefour i stacji paliw BP (franczyza wiązana).

Na zakończenie koniecznie należy wspomnieć, że pojęcia innowacji w sieciach franczyzowych nie należy wiązać z nagłymi lub fundamentalnymi innowacjami implikującymi transformację w systemach franczyzowych. Tak znaczących jak na przykład nowa koncepcja komercyjna – pierwszy supermarket w 1957 r. czy sklepy dyskontowe z początku lat 80. XX wieku. Innowacje w kontekście franczyzowym można określić jako stopniowe innowacje lub regularne unowocześnienia, polegające głównie na ulepszeniach istniejących procesów, codziennych operacji, na programach redukujących koszty, na efektywniejszych procesach logistycznych⁹. Trudno znaleźć rewolucyjne rozwiązania innowacyjne związane z systemami franczyzowymi, co wynika z charakteru powiązań franczyzowych. Innowacje we franczyzie można nazwać innowacjami usprawniającymi, mającymi charakter ewolucyjny. Zdecydowanie rzadziej innowacje wdrażane w systemach franczyzowych lub w przedsiębiorstwach rozpoczynających działalność franczyzową określane są radykalnymi, stanowiąc źródło zasadniczych zmian w organizacji i charakteryzując się wysokim stopniem nowości. Innowacje w powiązaniach franczyzowych są często implementowane na dany rynek z innych krajów lub z innych „niefrancyzowych” sieci lub z innych branż gospodarki.

Reasumując implikacje praktyczne, należy zaznaczyć, że w przyszłości franczyzodawcy powinni szukać nowych konceptów, ofert produktowych, sposobów świadczenia usług i implementować zmiany w fazie tworzenia, organizowania i testowania systemu franczyzowego, a nie podczas funkcjonowania powiązania franczyzowego, ponieważ franczyzobiorcom trudno jest adaptować się do zmian zachodzących w systemach franczyzowych podczas trwania współpracy dawca–biorca. Dotyczy to zwłaszcza radykalnych zmian i procesów dotyczących zasad funkcjonowania systemu franczyzowego. Łatwiej jest potencjalnym biorcom wejść do nowego systemu i wykorzystywać innowacje niż w trakcie współpracy franczyzowej wdrażać radykalne zmiany. Zarządzanie innowacjami w sieci franczyzowej może być trudne w momencie, gdy sieć już istnieje. Z istoty franczyzy wynika bowiem, iż franczyzobiorca jest niezależnym podmiotem zobowiązany prowadzić jednostkę franczyzową zgodnie z wytycznymi dawcy, a te wytyczne i zasady przedstawione są na początku współpracy dawca–biorca. Potem trudniej jest wprowadzać zmiany wewnątrz systemu franczyzowego. Należy wtedy aktualizować podręcznik operacyjny, a i tak zmiany mogą spotkać się z oporem biorców, a tym samym z ograniczonym efektem wprowadzania innowacji. Z jednej strony dawcy muszą kreować innowacje i wdrażać je w systemie, a z drugiej muszą przekonać biorców, co do słuszności nowych idei. Gdy

⁹ H.P. Liebmann, T. Foscht, T. Angerer, *Innovation in Retailing: Gradual or radical innovations of business*, „The European Retail Digest” 2003, 37, s. 55–60.

implementacja wymaga od biorców zaangażowania zasobów, by zmodernizować jednostkę lub wprowadzić zmiany narzucone przez dawkę, istotne znaczenie dla dawcy ma posiadanie jednostek własnych, które mogą służyć jako placówki testujące innowacje franczyzodawcy oraz badać reakcję konsumentów na ich zastosowanie.

Bibliografia

1. *Innovativeness determinants of network organisations in the knowledge economy*, red. B. Bojewska, Warsaw School of Economics Press, Warsaw 2014,
2. *Innowacyjność organizacji sieciowych w gospodarce opartej na wiedzy*, red. B. Bojewska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2015.
3. Lewin-Solomons S.B., *Innovation and Authority in Franchise Systems: An Empirical Exploration of the Plural Form*, „Journal Paper”, no J-18005, Iowa Agriculture and Home Economics Experiment Station, Amos, Iowa 1999.
4. Liebmann H.P., Foscht T., Angerer T., *Innovation in Retailing: Gradual or radical innovations of business*, „The European Retail Digest” 2003, 37.
5. *Raport o franczyzie w Polsce 2014*, Profit System Sp. z o.o., Warszawa 2014.
6. Sundbo J., Johnston R., Mattsson J., Millett B., *Innovation in service internationalization: the crucial role of the franchisee*, „Entrepreneurship and Regional Development” 2001, 13(3).
7. Ziółkowska M., *Franczyza – nowoczesny model rozwoju biznesu*, CeDeWu, Warszawa 2010.
8. Ziółkowska M., *Kreowanie i wykorzystanie innowacji w powiązaniach franczyzowych w globalnej gospodarce*, w: *Wiedza i bogactwo narodów. Kapitał ludzki, globalizacja i regulacja w skali światowej. Zarządzanie*, red. R. Bartkowiak, P. Wachowiak, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013.
9. *Zmiany strukturalne grup podmiotów gospodarki narodowej w rejestrze REGON 2014 r.*, Informacje i opracowania statystyczne, GUS, Warszawa 2015.

Innovation in Network Organisations Exemplified by Franchise

Summary

The study discusses the question of innovativeness in network organisations with a particular focus on franchise relations. It analyses the meaning, determinants and

the degree of innovativeness of companies participating in franchising. The next part makes an analysis of the level of development of franchise networks in Poland, with a particular focus on the quantitative data on franchising in Poland and the structure of the franchising market. It also presents different categories of innovations used in franchising as well as the idea of innovation features of franchising networks together with the indication of practical examples of innovation implementation in franchising relations. Besides, it presents the origin and activeness of implementation and use of innovation in franchising based on empirical research. In conclusion, it analyses the factors in favour of innovations or those limiting innovation activities of companies which make use of franchising.

Keywords: franchise, network organisations, innovations
