

Uniwersytet
Ekonomiczny
w Krakowie

Zeszyty Naukowe

Cracow Review
of Economics
and Management

907

Finanse

Kraków 2013

Rada Naukowa

Andrzej Antoszewski (Polska), Slavko Arsovski (Serbia), Josef Arlt (Czechy), Daniel Baier (Niemcy), Hans-Hermann Bock (Niemcy), Ryszard Borowiecki (Polska), Giovanni Lagioia (Włochy), Tadeusz Markowski (Polska), Martin Mizla (Słowacja), David Ost (USA), Józef Pociecha (Polska)

Komitet Redakcyjny

Czesław Bywalec, Bogusława Gnela, Maria Kosek-Wojnar, Andrzej Słaboń, Grzegorz Strupczewski (sekretarz), Wanda Sułkowska (redaktor naczelna), Andrzej Woźniak

Redaktor statystyczny

Stanisław Wanat

Redaktor Wydawnictwa

Janina Ziarkowska

Projekt okładki i układ graficzny tekstu

Marcin Sokołowski

Streszczenia artykułów są dostępne w międzynarodowej bazie danych The Central European Journal of Social Sciences and Humanities <http://cejsh.icm.edu.pl> oraz w Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com, a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych i pokrewnych BazEkon http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Kraków 2013

ISSN 1898-6447

Wersja pierwotna: publikacja drukowana
Publikacja jest dostępna w bazie CEEOL (www.ceeol.com)
oraz w czytelni on-line ibuk.pl (www.ibuk.pl)

Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie
31-510 Kraków, ul. Rakowicka 27, tel. 12 293 57 42, e-mail: wydaw@uek.krakow.pl
www.zeszyty-naukowe.uek.krakow.pl

Zakład Poligraficzny Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie
31-510 Kraków, ul. Rakowicka 27

Objętość 9,3 ark. wyd.
Nakład 100+20 egz.
Zam. 10/2013

Spis treści

Grzegorz Banaś, Rafał Bill

Wpływ fluktuacji na rynku private equity i venture capital na innowacyjność w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej 5

Maciej Bolisęga

Analiza struktury portfela inwestycyjnego otwartych funduszy emerytalnych 19

Alicja Kasperowicz-Stępień

Problem ukrytego długu publicznego w Polsce 33

Oskar Kiercz

Infrastruktura ICT polskich przedsiębiorstw w układzie regionalnym 43

Agata Lulewicz-Sas

Koncepcja społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw w ekonomii instytucjonalnej 59

Rafał Morawczyński

Ujawnianie ryzyka przez spółki debiutujące na rynku NewConnect. Badanie empiryczne 73

Jacek Pera

Stabilizacja kursów walutowych w obliczu kryzysu finansowego – próba oceny 91

Aldona Piotrowska

Ochrona konsumentów usług finansowych na odległość 109

Maria Płonka, Tomasz Jedynek

**Analiza statystyczna związku między zakresem działalności
towarzystw ubezpieczeń wzajemnych w Polsce a ich efektywnością 123**

Ksymena Rosiek

Finansowanie inwestycji w gospodarce wodno-ściekowej w Polsce 137

Bartłomiej Schmidt

**Zastosowanie modelu trzyczynnikowego w inwestowaniu
na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie 157**

Grzegorz Banaś

Studia Doktoranckie Wydziału Ekonomii
i Stosunków Międzynarodowych

Rafał Bill

Studia Doktoranckie Wydziału Ekonomii
i Stosunków Międzynarodowych

Wpływ fluktuacji na rynku private equity i venture capital na innowacyjność w wybranych krajach Europy Środkowo- -Wschodniej

1. Wprowadzenie

Innowacyjność obecnie decyduje o sukcesie lub porażce danego podmiotu gospodarczego, jak również o konkurencyjności na arenie międzynarodowej poszczególnych państw, których gospodarki mogą wykazywać wysokie nasycenie innowacjami, np. kraje zachodnie, lub niski stopień nasycenia, np. kraje afrykańskie. Szczególną rolę w dyfuzji innowacji pomiędzy różnymi sektorami odgrywa możliwość sfinansowania unikalnego przedsięwzięcia i łatwy dostęp do nowoczesnej wiedzy. Metody finansowania innowacji można podzielić na dwie ogólne kategorie:

– źródła wewnętrzne – środki własne, sposób przeznaczony dla podmiotów o znacznej ilości niezagospodarowanych środków i doświadczających nadpłynności finansowej,

– źródła zewnętrzne – obejmujące zarówno publiczne dotacje bezzwrotne (np. fundusze europejskie), jak i prywatne inwestycje kapitałowe (m.in. *private equity*) oraz instrumenty zwrotne, jak preferencyjne pożyczki oraz usługi prywatnego sektora bankowego (np. kredyty na innowacje, kredyty technologiczne z premią, kredyty inwestycyjne).

Wraz ze zmianą cyklu koniunkturalnego całej gospodarki następują zmiany na rynku kapitałowym. Celem opracowania jest przeprowadzenie badań nad wpływem fluktuacji w inwestycjach z zakresu *private equity* (PE) i *venture capital* (VC) na innowacyjność wybranych państw regionu Europy Środkowo-Wschodniej, który ucierpiał na skutek kryzysu ekonomicznego. Do analizy wybrano pięć państw z tego obszaru: Polskę, Czechy, Węgry, Rumunię i Bułgarię – największe państwa w regionie, skupiające w latach 2008–2010 przeważającą część inwestycji *private equity* i *venture capital* pod względem wartości (średnio 86% w ostatnich 3 latach) oraz ilości (średnio 69%). Wybór taki jest także uzasadniony bliskością geograficzną tych państw, zbliżonym poziomem rozwoju oraz członkostwem w rozszerzonej Unii Europejskiej.

2. Metodyka

Niniejsza praca opiera się na danych statystycznych dla regionu zaczerpniętych z corocznych raportów publikowanych przez European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) za lata 2009 i 2010. EVCA jest organizacją skupiającą ponad 1200 podmiotów z całej Europy z sektora *private equity* i *venture capital*. Od 2007 r. prowadzi ona statystyki dla całego regionu. W ich zbieraniu pomaga 7 regionalnych jednostek działających w Europie Środkowo-Wschodniej (Chorwacja, Czechy, Estonia, Węgry, Polska, Europa Południowo-Wschodnia oraz Słowacja).

W opracowaniu wykorzystane zostały dane ujmujące transakcje inwestycyjne pod kątem wartościowym i ilościowym. Na ich podstawie określono fluktuacje w aktywności kapitału prywatnego w regionie w ostatnich 3 latach.

Do oceny poziomu innowacyjności wybranych krajów wykorzystano dane z raportów wydawanych corocznie od lat 2008–2009 przez francuską szkołę biznesu INSEAD pt. *Global Innovation Index*, dostępnych online. Jest to kompleksowa publikacja wykorzystująca zestaw wskaźników do oceny innowacyjności poszczególnych obszarów danego państwa. Są one podzielone na dwie duże grupy:

– *innovation input sub-index* (obejmujące kategorie, tj. instytucje, uwarunkowania rynkowe, poziom biznesu),

– *innovation output sub-index* (poziom nauki, wielkość przemysłu kreatywnego).

Do analizy porównawczej w niniejszej pracy wybrano wskaźnik GII z raportu *Global Innovation Index*; wskaźnik ten prezentuje skumulowany poziom innowacyjności danego kraju.

Badaniami objęto dane opublikowane w trzech raportach z okresów: 2008–2009, 2009–2010, 2010–2011. Omawiając wskaźniki, posłużono się późniejszą datą roczną z tytułowych raportów. Ze względu na odmienną metodykę zastosowaną w kolejnych cyklach raportu postanowiono dokonać ujednolicenia wyników punktowych poszczególnych krajów, opierając się na przeskalowaniu najwyższego osiągniętego wyniku do 100, i proporcjonalnego przeliczenia wskaźników dla poszczególnych krajów. Wyniki tego przekształcenia prezentowane są w tabeli 1.

Tabela 1. Wartość wskaźnika GII dla wybranych krajów w poszczególnych latach

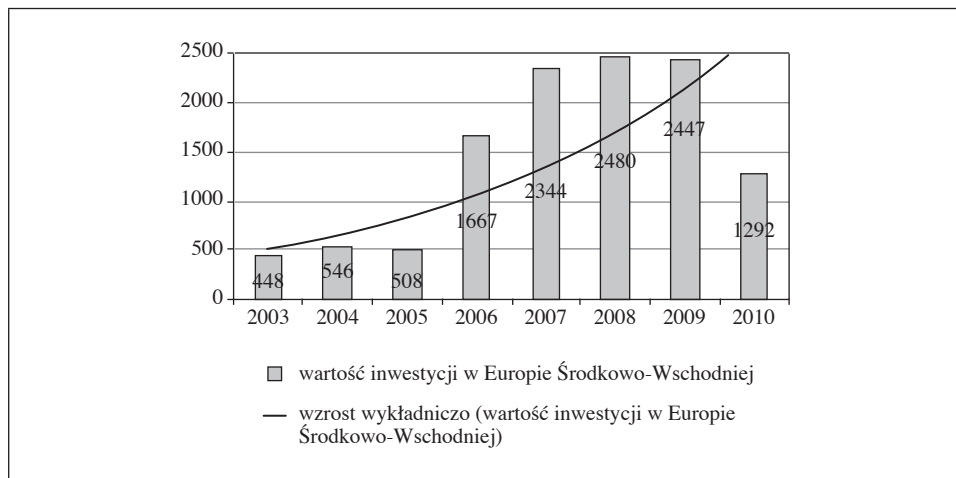
Wyszczególnienie	Wartość wskaźnika według raportów			Wartość wskaźnika przeliczona		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Bułgaria	2,85	3,26	38,42	49,74	67,08	60,20
Czechy	3,64	3,77	47,30	63,53	77,57	74,11
Polska	3,15	3,28	38,02	54,97	67,49	59,57
Rumunia	2,92	3,22	36,83	50,96	66,26	57,71
Węgry	3,89	3,54	48,12	67,89	72,84	75,40
Najwyższy wynik	5,73	4,86	63,82	100,00	100,00	100,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie [INSEAD 2009, INSEAD 2010, INSEAD 2011].

Pięć wybranych państw wykazuje relatywną zbieżność osiąganych wartości wskaźnika GII. Można zatem uznać, że posiadają względnie zbliżony, przeciętny na tle międzynarodowym poziom innowacyjności. Ponadto są podobne pod względem rozwoju gospodarczego, potencjału konkurencyjnego i najnowszej historii. Ze względu na charakter opracowania ewentualne różnice nie odgrywają istotnej roli i państwa te mogą zostać bezpośrednio porównane.

3. Analiza problemu badawczego

Autorzy postawili sobie za cel zbadanie, czy fluktuacje nakładów i liczby transakcji typu *private equity* i *venture capital* mają wpływ na innowacyjność danego kraju mierzoną wybranym wskaźnikiem (GII). W tym celu najpierw dokonano analizy zmienności aktywności inwestycyjnej w regionie.



Rys. 1. Wartość inwestycji w Europie Środkowo-Wschodniej w latach 2003–2010 (w mln euro)

Źródło: opracowanie własne na podstawie [EVCA 2011].

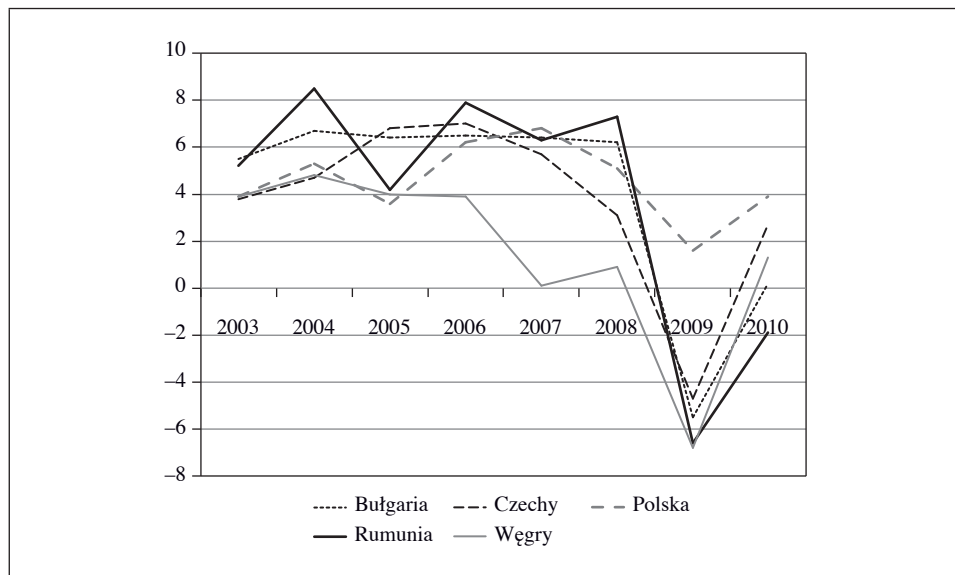
Analizując dane przedstawione na rys. 1, można dostrzec trend wzrostowy, jaki miał miejsce na przestrzeni ostatnich lat. Po okresie względnej stabilności w latach 2003–2005, w 2006 r. wartość inwestycji PE i VC wzrosła aż o 238% w stosunku do roku poprzedniego, a w następnym roku o kolejne 41%. Jednak w 2008 r. wzrost uległ zahamowaniu i utrzymał się na zbliżonym poziomie także w roku następnym, by w końcu spaść o niemal połowę w 2010 r.

Biorąc pod uwagę sytuację makroekonomiczną w regionie i w całej Europie, można zauważyć, że zahamowanie aktywności sektora PE i VC związane było z globalnym kryzysem ekonomicznym. Wszystkie kraje regionu poza Polską odnotowały w 2009 r. spadek realnego PKB (tabela 2, rys. 2).

Tabela 2. Zmiany realnego PKB w wybranych krajach w latach 2003–2010 (w %)

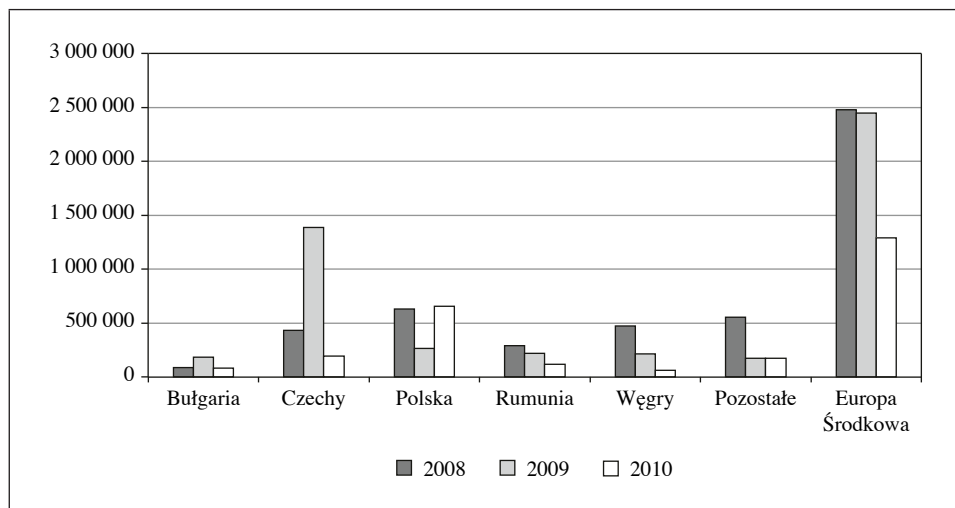
Kraj	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Bułgaria	5,5	6,7	6,4	6,5	6,4	6,2	-5,5	0,2
Czechy	3,8	4,7	6,8	7,0	5,7	3,1	-4,7	2,7
Polska	3,9	5,3	3,6	6,2	6,8	5,1	1,6	3,9
Rumunia	5,2	8,5	4,2	7,9	6,3	7,3	-6,6	-1,9
Węgry	3,9	4,8	4,0	3,9	0,1	0,9	-6,8	1,3

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Eurostat 2011].



Rys. 2. Zmiany PKB w wybranych krajach w latach 2003–2010 (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Eurostat 2011].



Rys. 3. Inwestycje PE i VC w poszczególnych krajach (w tys. euro)

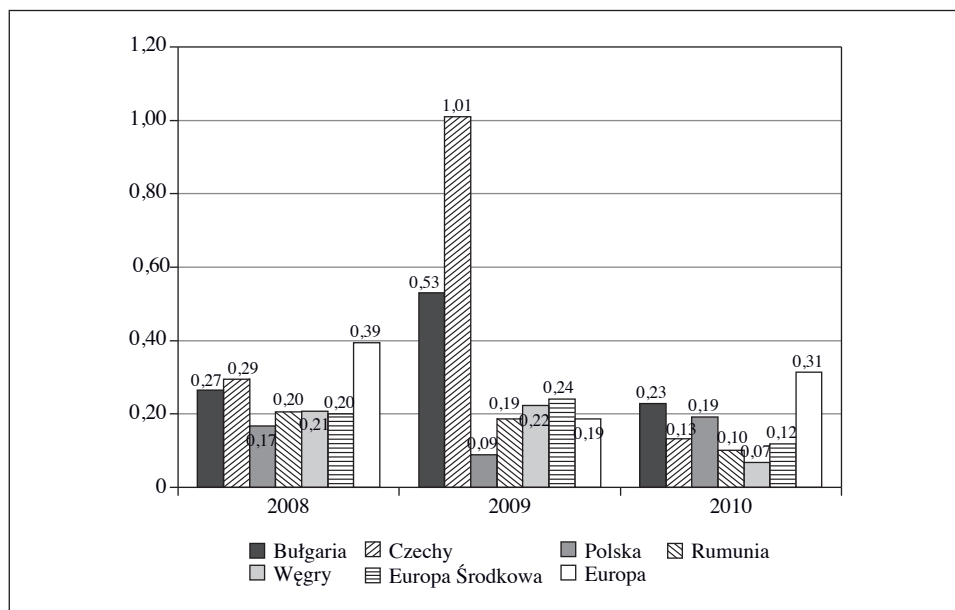
Źródło: opracowanie własne na podstawie [EVCA 2010, EVCA 2011].

Tabela 3. Inwestycje *private equity*

Wyszczególnienie	Inwestycje <i>private equity</i> w tys. euro w poszczególnych latach			Inwestycje <i>private equity</i> jako % PKB danego kraju		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Bułgaria	90 477,00	185 165,00	82 238,00	0,27	0,53	0,23
Czechy	434 553,00	1 385 776,00	193 211,00	0,29	1,01	0,13
Polska	633 210,00	266 994,00	656 754,00	0,17	0,09	0,19
Rumunia	289 371,00	220 881,00	119 138,00	0,21	0,19	0,10
Węgry	476 104,00	213 637,00	65 046,00	0,21	0,22	0,07
Pozostałe	556 283,00	174 583,00	175 298,00	–	–	–
Europa Środkowa	2 479 998,00	2 447 036,00	1 291 685,00	0,20	0,24	0,12
Europa	52 674 787,00	23 245 901,00	41 231 931,00	0,39	0,19	0,31
Procentowy udział wybranych krajów w regionie	78	93	86	×	×	×

Źródło: opracowanie własne na podstawie [EVCA 2010, EVCA 2011].

Jak można zauważyć na podstawie danych zawartych w tabeli 3 i na rys. 3, poziom inwestycji w wybranych krajach jest znaczny, zarówno pod względem wartościowym – prawie 90% wartości i niemal 70% liczby transakcji (w 2009 r. wartość inwestycji w Czechach stanowiła około połowy wartości wszystkich inwestycji w regionie). Był to kluczowy czynnik przy selekcji państw do analizy.



Rys. 4. Udział inwestycji PE i VC w PKB poszczególnych krajów oraz średnie dla regionu i całej Europy (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie [EVCA 2010, EVCA 2011].

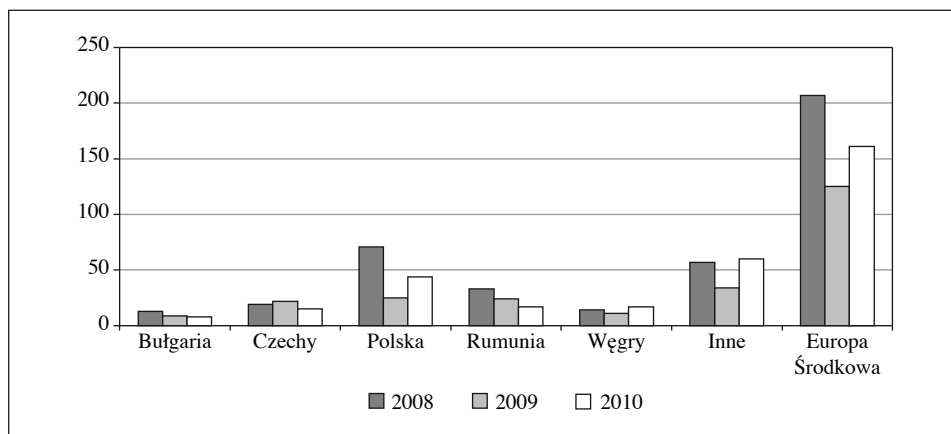
Lata 2008–2010 charakteryzowała znaczna zmienność udziału inwestycji PE i VC w PKB. Widoczne jest to zwłaszcza na przykładzie Czech (ponadtrzykrotny wzrost w 2009 r., a następnie niemal dziesięciokrotny spadek w 2010 r.) oraz Bułgarii (odpowiednio dwukrotny wzrost i dwukrotny spadek). W przypadku Węgry i Rumunii obserwujemy stabilizację w latach 2008–2009, po której następuje gwałtowny spadek wskaźnika w 2010 r. (odpowiednio dwukrotny i trzykrotny). W przypadku Polski, gdzie po chwilowym spadku inwestycji PE i VC w PKB w 2009 r. o 50%, w 2010 r. wzrósł on dwukrotnie i przewyższył udział w PKB w 2008 r. Dla całej Europy udział ten po spadku w 2009 r. ponownie wzrósł w następnym roku, natomiast wartość tego wskaźnika dla Europy Środkowo-Wschodniej najpierw wzrosła, a następnie spadła. Można tu więc wyodrębnić pewne trendy: wskaźnik ten w Polsce koreluje z trendami charakterystycz-

nymi dla Europy Zachodniej, natomiast w Bułgarii i Czechach wskaźnik jest zbieżny ze zmianami w regionie. Daje to podstawy do wnioskowania, że polski rynek PE i VC wykazuje większe podobieństwo do europejskiego rynku PE.

Tabela 4. Liczba inwestycji PE i VC w regionie

Wyszczególnienie	2008	2009	2010
Bułgaria	13	9	8
Czechy	19	22	15
Polska	71	25	44
Rumunia	33	24	17
Węgry	14	11	17
Inne	57	34	60
Razem Europa Środkowo-Wschodnia	207	125	161
Pięć państw	150	91	101
Udział w całości (w %)	72	73	63
Średnia z 3 lat (w %)	69		

Źródło: opracowanie własne na podstawie [EVCA 2010, EVCA 2011].



Rys. 5. Liczba inwestycji PE i VC w PKB poszczególnych krajów oraz dla regionu

Źródło: opracowanie własne na podstawie [EVCA 2010, EVCA 2011].

Pomimo wartościowego spadku inwestycji na przełomie 2009 i 2010 r., liczba transakcji wzrosła. Oznacza to, że miało miejsce więcej mniejszych wartościowo transakcji, co można przypisywać dążeniu podmiotów PE i VC do dywersyfikacji ryzyka. Takie działanie w niepewnych czasach wydaje się uzasadnione.

Kraje tego regionu oferują ponadprzeciętne stopy zwrotu w przypadku inwestycji w obszarach o niskiej podaży i wysokim popycie. W wielu sektorach występują w dalszym ciągu niezagospodarowane nisze, gdzie nowe, innowacyjne podmioty mogą szybko i efektywnie zaistnieć. Daje to funduszom możliwość wygenerowania znacznych przychodów w przypadku pomyślnego przeprowadzenia przedsięwzięcia, a gospodarka otrzymuje impuls w postaci zainwestowanych środków średnio- i długoterminowych.

Wybrane państwa wciąż rozwijają swoją kulturę biznesową, budując linię zaufania pomiędzy prywatnymi inwestorami i innowacyjnymi przedsiębiorcami, jednocześnie oferują publiczne dotacje na wsparcie działalności m.in. poprzez fundusze strukturalne. Dzięki temu są w stanie zaoferować komplementarną pomoc dla ryzykownych i nowatorskich przedsięwzięć, jednak modelem docelowym jest korzystanie ze środków prywatnych, a nie publicznych. Kwestia równowagi budżetu publicznego jest szczególnie istotna w kontekście kryzysu zadłużenia państw europejskich. Wprawdzie obecnie jedynie Węgry przekroczyły istotnie poziom zadłużenia, jednak finansowanie takich przedsięwzięć przez pozostałe kraje w perspektywie długofalowej (powyżej 15 lat) jest złym rozwiązaniem ze względu na ryzyko utraty wiarygodności na rynkach kapitałowych. W raporcie *Global Innovation Index* znalazł się również wskaźnik dotyczący dostępności *venture capital* w wybranych państwach.

Tabela 5. Miejsce wybranych państw Europy Środkowo-Wschodniej w rankingu *Global Innovation Index* w latach 2009–2011 oraz dla kryterium „dostępność *venture capital*”

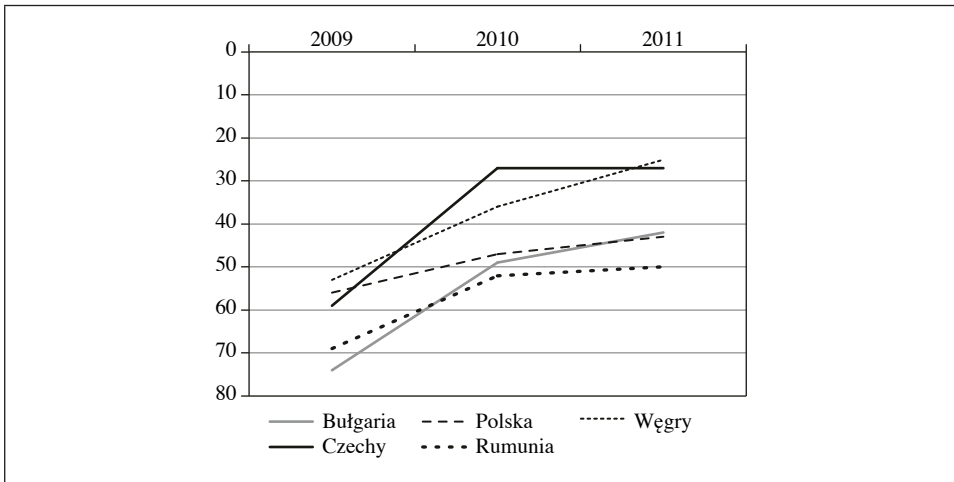
Kraj	Miejsce w rankingu			Miejsce w rankingu dla kryterium „dostępność <i>venture capital</i> ”		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Bułgaria	74	49	42	77	70	69
Czechy	59	27	27	33	54	43
Polska	56	47	43	41	43	59
Rumunia	69	52	50	57	57	47
Węgry	53	36	25	47	93	46

Źródło: opracowanie własne na podstawie [INSEAD 2009, INSEAD 2010, INSEAD 2011].

Analizę innowacyjności wybranych państw pod kątem ww. wskaźnika w latach 2009–2011 należy prowadzić w kontekście globalnego kryzysu finansowego, który wpłynął negatywnie na dostępność kapitału poszukującego ryzykownych i innowacyjnych inwestycji średnio- i długoterminowych.

Najbardziej innowacyjnym państwem w ujęciu generalnym z wybranej „piątki” są Węgry, które w ciągu dwóch lat przesunęły się o 28 pozycji i w 2011 r. zajmują 25 miejsce (tabela 5). Czechy są jedynie dwa miejsca za nimi. Z kolei Polska,

Rumunia i Bułgaria znajdują się w dalszej części rankingu. Największy skok w rankingu zanotowały Czechy i Bułgaria – aż o 32 miejsca w ciągu dwóch lat. Z kolei Polska, mająca względnie dobrą pozycję w 2009 r., przesunęła się tylko o 13 miejsc i uplasowała się jedynie przed Rumunią, ale już za Bułgarią, która dołączyła do zjednoczonej Europy trzy lata później.



Rys. 6. Miejsca w rankingu *Global Innovation Index* w latach 2009–2011 wybranych państw Europy Środkowo-Wschodniej

Źródło: opracowanie własne na podstawie [INSEAD 2009, INSEAD 2010, INSEAD 2011].

Warto odnotować, że trend wzrostowy dotyczy wszystkich państw (wyjątek stanowią Czechy, które pozostają na tym samym miejscu od dwóch lat – rys. 6). Oznacza to, że państwa Europy należące do bloku wschodniego starają się możliwie najszybciej przestawić swoje gospodarki na działalność innowacyjną, która dawniej była zaniechywana na rzecz przemysłu. Węgrom i Czechom udało się prześcignąć pod tym względem znacznie większe gospodarki, tj. Włoch oraz Hiszpanii, i zbliżyć się do poziomu francuskiego. To wskazuje na wysoki potencjał tych krajów, niezależnie od wsparcia ze środków pomocowych po wejściu do Unii Europejskiej, ponieważ to Polska jest największym beneficjentem unijnej pomocy w ramach funduszy strukturalnych i odnotowała poprawę swojej innowacyjności jedynie o 13 miejsc. Staż Włoch, Hiszpanii i Francji w Unii Europejskiej jest również znacznie dłuższy. Warty podkreślenia jest fakt, że skokowa poprawa innowacyjności Czech i Węgier, a także Bułgarii, miała miejsce w latach 2009–2010, które stanowiły punkt kulminacyjny globalnego kryzysu finansowego. Innowacje są jednak jednym z najskuteczniejszych sposobów przetrwania na rynku i wzrostu konkurencyjności działalności wobec innych podmiotów.

W ramach realizacji zadania badawczego autorzy dokonali sprawdzenia korelacji zmian wskaźnika GII w danym kraju z dwiema wartościami:

- wielkością inwestycji w danym kraju roku $n - 1$,
- liczbą inwestycji w danym kraju roku $n - 1$.

Taka formuła została wybrana ze względu na fakt, że inwestycje przynoszą efekt po pewnym czasie, a jeden rok to, biorąc pod uwagę charakterystykę transakcji PE i VC, minimalny okres, który pozwala na realne rozpoczęcie inwestycji i jej wpływ na otoczenie biznesowe (tabela 6).

Tabela 6. Korelacja wskaźnika GII z wartościami inwestycji i liczbą transakcji w poszczególnych krajach w latach 2008–2011

Kraj	2008	2009	2010	2011	Współczynnik korelacji
Wskaźnik GII Bułgaria	–	49,74	67,08	60,20	–
Wielkość inwestycji	90,477	185,165	82,238	–	0,76
Liczba transakcji	13	9	8	–	–0,83
Wskaźnik GII Czechy	–	63,53	77,57	74,11	–
Wielkość inwestycji	434,553	1385,776	193,211	–	0,54
Liczba transakcji	19	22	15	–	0,16
Wskaźnik GII Polska	–	54,97	67,49	59,57	–
Wielkość inwestycji	633,21	266,994	656,754	–	–0,91
Liczba transakcji	71	25	44	–	–0,97
Wskaźnik GII Rumunia	–	50,96	66,26	57,71	–
Wielkość inwestycji	289,371	220,881	119,138	–	–0,34
Liczba transakcji	33	24	17	–	–0,50
Wskaźnik GII Węgry	–	67,89	72,84	75,40	–
Wielkość inwestycji	476,104	213,637	65,046	–	–1,00
Liczba transakcji	14	11	17	–	0,34

Źródło: opracowanie własne na podstawie [EVCA 2010, EVCA 2011, INSEAD 2009, INSEAD 2010, INSEAD 2011].

Bułgaria i Czechy wykazują największy współczynnik korelacji pomiędzy wskaźnikiem innowacyjności GII a wielkością inwestycji (odpowiednio 0,76 i 0,54). Warto zauważyć, że to właśnie te kraje odnotowały najwyższe awanse w rankingach innowacyjności (tabela 5), natomiast dla Polski i Węgier wartości są ujemne oraz bliskie jedności. Węgry pomimo spadków wartości inwestycji PE i VC zanotowały znaczny wzrost innowacyjności i awans w rankingu *Global Innovation Index*. Warto jednak zwrócić uwagę na liczbę transakcji, która jednak wykazała pewną zbieżność ze współczynnikiem GII (zob. tabela 6). Polska nie

odnotowała znacznych zmian w rankingu. Warto jednak wziąć pod uwagę udział inwestycji typu PE i VC w PKB (tabela 3). Kraje, które mają wysoki współczynnik korelacji, charakteryzują się wyższym udziałem tego typu inwestycji w całkowitym PKB. W krajach, które mają ujemną korelację, wartość tego typu inwestycji w PKB jest poniżej średniej dla regionu. Można z tego wnioskować, że zwiększenie udziału inwestycji PE i VC w ogólnym PKB powyżej średniej dla regionu stymuluje innowacyjność mierzoną wskaźnikiem GII, natomiast zmiany liczby inwestycji nie wykazują dużej korelacji ze zmianami innowacyjności poszczególnych krajów, niezależnie od udziału PE i VC w gospodarce.

4. Podsumowanie

Wymienione zależności wskazują, że aktywność rynku PE i VC ma wpływ na innowacyjność gospodarek pod warunkiem, że mają odpowiednio duży udział w PKB. W krajach takich jak Czechy i Bułgaria duża aktywność podmiotów PE i VC w gospodarce koreluje z dużymi zmianami w ocenie ich innowacyjności. W obu krajach po szczytach inwestycyjnych nastąpiły znaczne skoki w rankingu innowacyjności, po czym gdy aktywność inwestycyjna zmalała, państwa te pozostały na osiągniętym wcześniej poziomie i ich innowacyjność nie wzrastała. W przypadku krajów z gospodarkami o niskim udziale PE i VC korelacja nie występuje. Potwierdza się zatem stawiana przez autorów teza, że fluktuacje aktywności inwestycyjnej PE i VC mają wpływ na innowacyjność krajów, z zastrzeżeniem, że muszą one stanowić w gospodarce udział powyżej średniej osiągniętej przez pozostałe porównywane państwa.

Literatura

- Eurostat [2011], *Dane statystyczne*, <http://ec.europa.eu/eurostat> (dostęp: 25.11.2011).
- EVCA [2010], *Central and Eastern Europe Statistics 2009*, <http://www.evca.com> (dostęp: 25.11.2011).
- EVCA [2011], *Central and Eastern Europe Statistics 2010*, <http://www.evca.com> (dostęp: 25.11.2011).
- INSEAD [2009], *Global Innovation Index 2008–2009*, http://www.globalinnovationindex.org/gii/main/previous/2008-09/FullReport_08-09.pdf (dostęp: 25.11.2011).
- INSEAD [2010], *Global Innovation Index 2009–2010*, http://www.globalinnovationindex.org/gii/main/previous/2009-10/FullReport_09-10.pdf (dostęp: 25.11.2011).
- INSEAD [2011], *Global Innovation Index 2011*, <http://www.globalinnovationindex.org/gii/main/fullreport/index.html> (dostęp: 25.11.2011).

Streszczenie

W artykule autorzy badają stopień innowacyjności mierzony przez *global innovation index* oraz poziom inwestycji *private equity* (PE) i *venture capital* (VC) na podstawie danych European Private Equity and Venture Capital Association w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej: w Polsce, w Bułgarii, w Rumunii, na Węgrzech i w Czechach. Analiza wskaźników pozwala potwierdzić tezę badawczą, że aktywność inwestycyjna funduszy PE i VC wpływa na skumulowany poziom innowacyjności danej gospodarki, o ile ich udział jest wyższy niż średnia osiągnięta przez inne kraje. Przeprowadzone badania dotyczyły lat 2009–2011, które należy uznać za szczególne ze względu na panujący kryzys ekonomiczny.

Słowa kluczowe: *private equity*, innowacyjność, Europa Środkowo-Wschodnia, *venture capital*, innowacje, inwestycje, *global innovation index*, seria A.

The Impact of Venture Capital and Private Equity Investments on Innovation in Chosen States in Central-Eastern Europe

The article looks at the level of innovation as measured by the Global Innovation Index and the level of investment through venture capital (VC) and private equity (PE) in Poland, Romania, Bulgaria, Hungary and Czech Republic. To measure the performance of innovation, data was taken from *Global Innovation Index* reports published by INSEAD; VC and PE were estimated using the accounts of European Private Equity and Venture Capital Association. The research verifies the argument that PE and VC investments have an impact on state innovation if the level of those investments is above the average of other contributors. We tested the correlation for the years 2009–2011, which are considered the peak of the economic crisis.

Keywords: private equity, innovativeness, Central-Eastern Europe, venture capital, innovations, investments, Global Innovation Index, series A.

Maciej Bolisęga
Katedra Rynków Finansowych

Analiza struktury portfela inwestycyjnego otwartych funduszy emerytalnych

1. Wprowadzenie

W otwartych funduszach emerytalnych (OFE) na koniec 2010 r. zostało zgromadzonych 221 mld zł [*Informacja... 2011, Biuletyn roczny... 2011*]. Około 40% powyższej kwoty stanowią instrumenty o charakterze udziałowym. Udział OFE w kapitalizacji GPW w Warszawie na koniec I kwartału 2011 r. wyniósł 9,9%, zaś w I kwartale 2008 r. 4,8% [*Informacja... 2011, Biuletyn roczny... 2011*]. Oznacza to istotne zwiększenie roli otwartych funduszy emerytalnych w okresie tych trzech lat. Głównym problemem podjętym w niniejszym artykule jest analiza struktury zagregowanego portfela inwestycyjnego OFE. W celu scharakteryzowania struktury portfela opisano ramy regulacyjne w zakresie kształtowania polityki inwestycyjnej oraz proces ich zmian na przestrzeni lat, a także instrumenty dłużne i udziałowe.

2. Ograniczenia inwestycyjne

Aby lepiej zrozumieć warunki, w jakich fundusze emerytalne podejmują decyzje inwestycyjne, należy w pierwszej kolejności wskazać ograniczenia, jakie prawo nakłada na OFE. Do momentu wejścia w życie reformy systemu otwartych funduszy emerytalnych z 2011 r. politykę inwestycyjną OFE regulowały trzy akty prawne [Dybał 2008]:

- Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, wraz z późniejszymi zmianami,
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 3 lutego 2004 r. w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat oraz dodatkowych ograniczeń w zakresie prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne, wraz z późniejszymi zmianami,
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 23 grudnia 2003 r. w sprawie ogólnego zezwolenia na lokowanie aktywów funduszu emerytalnego poza granicami kraju.

Ustawa oraz wymienione dwa rozporządzenia określały, w jakiego rodzaju instrumenty oraz do jakiej wysokości OFE mają możliwość inwestować [Dybała 2008, s. 102]. Wśród 13 wymienionych znajdują się m.in.:

- obligacje, bony skarbowe i inne papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski – 90% posiadanych aktywów,
- akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym, a także notowanych na regulowanym rynku giełdowym prawach poboru, prawach do akcji oraz obligacji zamiennych na akcje tych spółek – 40% posiadanych aktywów,
- certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte – 10% posiadanych aktywów,
- jednostki uczestnictwa zbywane przez fundusze inwestycyjne otwarte lub specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte – 15% posiadanych aktywów,
- obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego, ich związki lub miasto stołeczne Warszawa, które zostało dopuszczone do publicznego obrotu – 40% posiadanych aktywów,
- papiery wartościowe emitowane przez spółki notowane na podstawowych giełdach rynków kapitałowych państw obcych będących członkami OECD – 5% posiadanych aktywów.

Warto równocześnie zwrócić uwagę, że wartość instrumentów finansowych jednej emisji nie może przekroczyć 10% tej emisji. W przypadku gdy wartość posiadanych instrumentów finansowych nie przekracza 1% wartości aktywów funduszu, powyższy próg może zostać podniesiony do 20% całej emisji.

Kolejnym istotnym elementem w zakresie regulacji polityki inwestycyjnej funduszy jest ograniczony zakres możliwości inwestycji w instrumenty pochodne: „lokaty w prawa pochodne lub instrumenty finansowe [...] muszą mieć na celu ograniczenie ryzyka inwestycyjnego związanego z lokowaniem aktywów funduszu, mając na względzie typy ryzyka, które powinny być ograniczone, dostępność instrumentów umożliwiających zmniejszenie ryzyka, możliwość wyceny tych instrumentów oraz efekty ich stosowania” [Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. ...].

Analizując poszczególne limity inwestycyjne, można zauważyć istotny nacisk, jaki ustawodawca położył na instrumenty dłużne, jako lokaty charakteryzujące się niższym ryzykiem, ale też niższą oczekiwaną stopą zwrotu. „Z wykładni przepisów ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych wynika, iż celem działalności funduszy jest możliwie najbezpieczniejsze inwestowanie zgromadzonych aktywów. Nie powinny one dążyć do osiągnięcia wysokiej, ponadprzeciętnej stopy zwrotu za cenę nieuniknionego w takim przypadku wysokiego ryzyka” [Bujak i in. 2001].

Koncentracja ustawodawcy na ograniczaniu ryzyka kosztem wyższej stopy zwrotu jest często argumentowana obligatoryjnością objęcia systemem emerytalnym: „Wartością nadrzędną w tym przypadku jest zagwarantowanie bezpieczeństwa powierzonych środków, nawet kosztem ich efektywności inwestycyjnej. Należy jednak wziąć pod uwagę negatywne skutki restrykcyjnej polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych” [Czerwińska 2004].

Reforma systemu z 2011 r. dotyczyła zmiany m.in. wysokości składki przekazywanej do OFE oraz maksymalnej części aktywów, jakie mogą otwarte fundusze emerytalne inwestować w poszczególne kategorie lokat. Na mocy Ustawy z dnia 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych m.in.:

- obniżono od 1 maja 2011 r. wysokość składki przekazywanej do OFE z 7,3% podstawy wymiaru składek do 2,3%. W latach 2013–2017 wymiar składki ma stopniowo rosnąć do docelowego poziomu 3,5%;

- przyjęto sukcesywny plan zwiększania limitu zaangażowania OFE w akcje spółek notowanych na krajowym rynku regulowanym do poziomu docelowego 90% w 2034 r.;

- wprowadzono możliwość odkładania przez obywateli dodatkowych środków na emeryturę w ramach indywidualnych kont zabezpieczenia emerytalnego (IKZE);

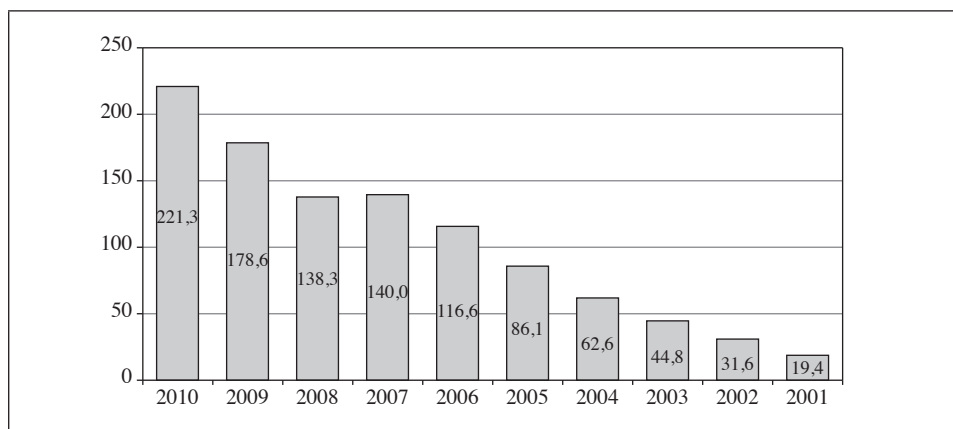
- wprowadzono zakaz akwizycji OFE począwszy od 2012 r.

Warto zauważyć, że działania mające na celu zmiany w obowiązkowym systemie emerytalnym miały miejsce również w innych krajach Unii Europejskiej. W ostatnim czasie poza Polską podobne zmiany wprowadziły rządy m.in. Estonii, Węgier i Słowacji [Jarrett 2011], jak również Litwy, Łotwy i Rumunii [Schwarz 2011].

3. Aktywa netto otwartych funduszy emerytalnych

Aktywa netto otwartych funduszy emerytalnych wyniosły na koniec 2010 r. 221,3 mld zł, oznacza to wzrost o 24% w stosunku do roku poprzedniego (rys. 1).

W całej poprzedniej dekadzie średni zannualizowany wzrost aktywów wyniósł 28%. Rok 2008 był jedynym okresem, w którym wartość aktywów netto zmalała w stosunku do poprzedniego roku. Spadek ten wynikał przede wszystkim ze spadku wartości portfela instrumentów udziałowych.



Rys. 1. Aktywa netto OFE na koniec roku w latach 2001–2010 (w mld zł)

Źródło: [Biuletyn kwartalny... 2011].

W Polsce na koniec 2010 r. zarejestrowanych było 14 OFE. Wśród trzech funduszy o największych aktywach w zarządzaniu na koniec 2010 r. wymienić należy: ING OFE (53,2 mld zł), Aviva OFE Aviva BZ WBK (52,9 mld zł), OFE PZU „Złota Jesień” (30,7 mld zł).

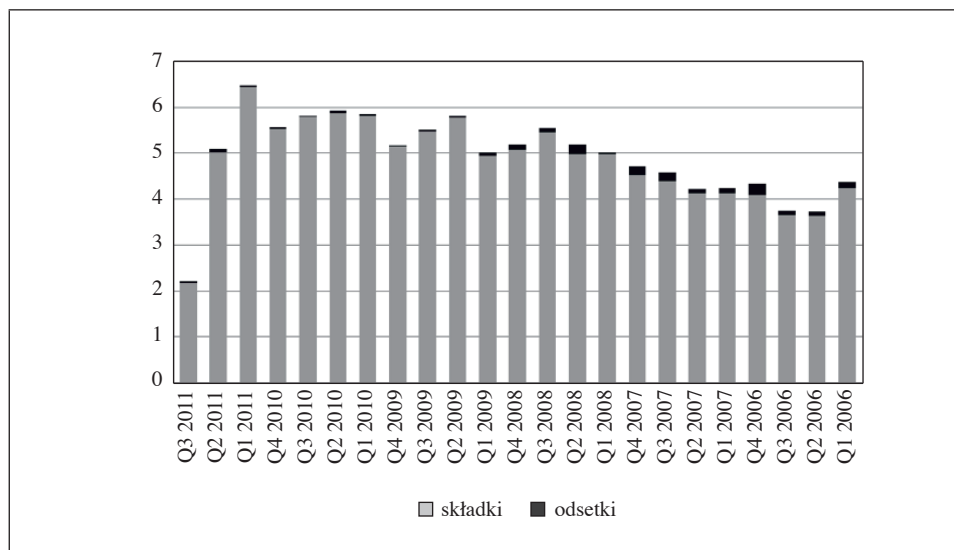
Wymienione trzy fundusze kontrolują 62% wszystkich aktywów zgromadzonych w OFE. Na tej podstawie można określić polski rynek jako istotnie skoncentrowany. Fundusz o najmniejszych aktywach (OFE Polsat) posiada w zarządzaniu 2,1 mld zł, co stanowi 1% wszystkich środków zgromadzonych w OFE.

Składki

Składki z ZUS, powiększone o odsetki, są głównym źródłem finansującym aktywa funduszy emerytalnych. Analizując zmianę wartości aktywów netto, należy uwzględnić także wynik finansowy, jaki OFE wypracowują poprzez dokonywane inwestycje. Niemniej jednak ponad połowa przyrostu aktywów netto pochodzi ze składek przesłanych przez ZUS.

Analizując dane kwartalne z lat 2006–2011, można zauważyć, że system otwartych funduszy emerytalnych był w tym czasie zasilany kwartalnie kwotą około 4,8 mld zł (rys. 2). W ujęciu rocznym kwotę tę charakteryzowała stała tendencja wzrostowa. Ma to związek przede wszystkim z wejściem na rynek pracy nowych

pracowników, a tym samym nowych członków systemu emerytalnego. W 2010 r. ZUS przekazał otwartym funduszom emerytalnym rekordową kwotę 23 mld zł. Warto zwrócić uwagę na istotną zmianę w dotychczas rosnącym trendzie, jaka nastąpiła w 2011 r. O ile w pierwszym kwartale osiągnięto historyczne maksimum w wysokości 6,4 mld zł z tytułu przekazywanej składki, o tyle kolejne kwartały charakteryzowały nie tylko niższe kwoty przekazywanych składek w porównaniu z początkiem roku, ale również różniły się istotnie od wartości notowanych w poprzednich latach. W III kwartale 2011 r. wysokość przekazywanej składki wyniosła 2,2 mld zł (spadek o 66% w porównaniu z I kwartałem 2011 r.). Tak duży spadek w pełni odzwierciedla zmianę w wysokości składek przekazywanych do OFE, która weszła w życie w trakcie II kwartału 2011 r. Biorąc pod uwagę poziom składki z III kwartału 2011 r., pewne jest, że dynamika wzrostu wartości aktywów netto OFE ulegnie istotnemu obniżeniu. Coraz większą rolę we wzroście aktywów netto będzie odgrywał wynik operacyjny z działalności inwestycyjnej aniżeli dopływ świeżego kapitału z tytułu przekazywanych składek. Należy też pamiętać, że w najbliższych dwóch dekadach stale będzie wzrastał limit inwestycji w instrumenty o charakterze udziałowym (docelowo do poziomu 90% aktywów netto w 2034 r.), co może poprawić rentowość portfela OFE, jednak będzie się to wiązało z rosnącym ryzykiem portfela.

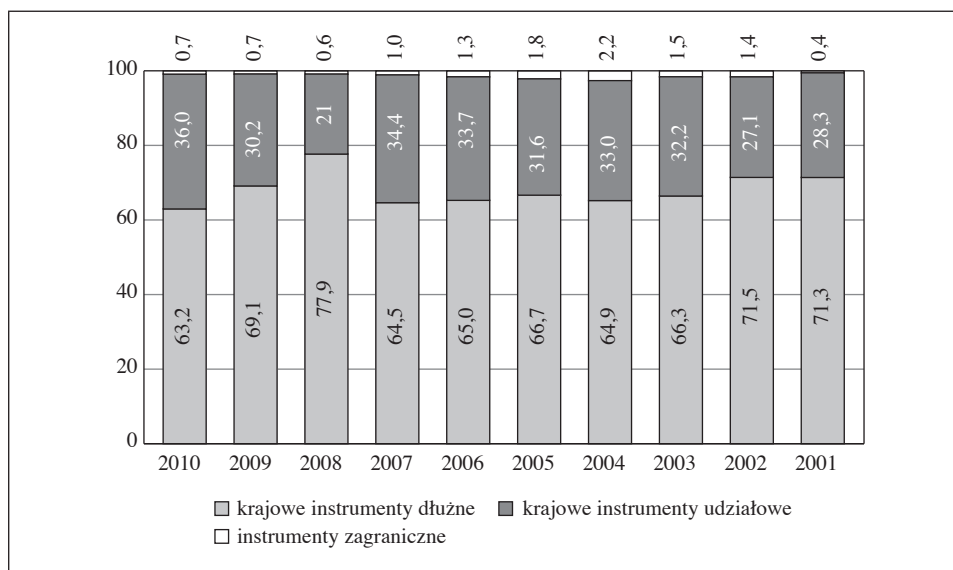


Rys. 2. Kwoty składek przekazywanych z ZUS do OFE (w mld zł)

Źródło: [Biuletyn kwartalny... 2011].

4. Zagregowany skład portfela OFE

Skład portfela funduszy emerytalnych zdominowany jest przez krajowe instrumenty dłużne od początku utworzenia OFE. Jest to wynik wprowadzenia wspomnianych już limitów inwestycyjnych. Udział krajowych instrumentów dłużnych w portfelu inwestycyjnym OFE mieścił się w przedziale 63–78% w ostatnich 10 latach (rys. 3). W ramach instrumentów dłużnych fundusze inwestowały przede wszystkim w obligacje skarbowe. Do najpopularniejszych rodzajów obligacji skarbowych należą obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu, obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu oraz obligacje skarbowe zerokuponowe. Na koniec 2010 r. stanowiły one odpowiednio 55%, 12% i 15% portfela wszystkich krajowych instrumentów dłużnych. W ostatnich 10 latach wymienione rodzaje obligacji pozostawały najważniejszymi instrumentami, w jakie inwestowały OFE.



Rys. 3. Struktura portfela inwestycyjnego OFE w latach 2001–2010 (w %)

Źródło: [Biuletyn kwartalny... 2011].

Bony skarbowe stanowiły 1–3% portfela instrumentów dłużnych w ostatniej dekadzie. Warto zwrócić uwagę, że w przeszłości udział obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu stanowił tradycyjnie 70–80% portfela instrumentów dłużnych. Jednak pod koniec 2010 r. stanowiły już one tylko 55%. Jednocześnie 7% tego portfela w 2010 r. stanowiły obligacje emitowane przez Bank Gospodarstwa Krajowego finansujące Krajowy Fundusz Drogowy (tzw. obligacje auto-

stradowe). Są one papierami wartościowymi o stałym oprocentowaniu, gwarantowanymi przez Skarb Państwa. Najprawdopodobniej mniejszy udział obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu był przynajmniej w części wynikiem rozpoczęcia programu emisji obligacji autostradowych.

Udział instrumentów udziałowych w zagregowanym portfelu funduszy emerytalnych oscylował między 27 a 36% w ostatniej dekadzie. Bardzo interesującym okresem jest koniec 2008 r., w którym instrumenty udziałowe stanowiły jedynie 21,5%. Było to spowodowane światowym kryzysem na rynkach finansowych. Główny indeks warszawskiej giełdy WIG spadł w całym 2008 r. o 51%. OFE, aby ograniczyć straty, zmuszone były większą część swoich aktywów utrzymywać w bezpiecznych papierach dłużnych aniżeli w akcjach spółek notowanych na GPW. W miarę poprawy sytuacji na giełdzie udział akcji w portfelu otwartych funduszy emerytalnych ponownie wzrastał w kolejnych latach. Na koniec 2010 r. OFE utrzymywały 36% swoich aktywów w krajowych instrumentach udziałowych, co stanowiło najwyższy poziom w historii OFE.

Analizując strukturę portfela instrumentów udziałowych OFE, można powiedzieć, że portfel ten stanowiły niemal wyłącznie akcje notowane na rynku podstawowym GPW (99% portfela). Akcje narodowych funduszy inwestycyjnych oraz akcje notowane na rynku równoległym miały marginalny udział w portfelu. Taka struktura występuje w całym okresie będącym przedmiotem analizy.

Udział instrumentów zagranicznych w sumie aktywów OFE w okresie 10 lat nigdy istotnie nie przekroczył 2%. Zdecydowaną większość lokat w instrumentach zagranicznych stanowią akcje spółek giełdowych notowanych na zagranicznych giełdach papierów wartościowych. W latach 2006–2010 udział akcji stanowił 63–65% wartości portfela instrumentów zagranicznych. Wyjątkiem był 2008 r., w którym udział akcji w całym portfelu spadł do poziomu 48%. Powodem, tak jak w przypadku krajowych instrumentów udziałowych, była wysoka przecena na rynkach akcji w tym okresie. Około 20% portfela instrumentów zagranicznych stanowiły bankowe papiery wartościowe emitowane przez banki zagraniczne.

W pierwszej połowie 2011 r. zaobserwowano wyhamowanie tendencji rosnącego udziału instrumentów udziałowych w portfelu inwestycyjnym OFE (35,5% na koniec czerwca 2011 r.) i to pomimo wprowadzenia wyższego limitu alokowanych środków w te instrumenty do 42,5%. Zaangażowanie poszczególnych funduszy w instrumenty udziałowe wahało się w tym okresie między 33 a 42%. Taka sytuacja może ponownie mieć związek z pogarszającą się sytuacją na rynkach kapitałowych w I połowie 2011 r.

Analiza portfela instrumentów udziałowych OFE w ujęciu bezwzględnym

W latach 2008–2011 (stan na 31.03.2011 r.) istotnie wzrosło znaczenie OFE jako inwestorów na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Biorąc pod uwagę kapitalizację spółek, w posiadaniu OFE było 9,9% wszystkich akcji notowanych na GPW (w 2008 r. było to 4,8%). Kiedy został uwzględniony jedynie *free float*¹, udział OFE wyniósł 19,4% (wzrost z poziomu 9,9% w 2008 r.). Na podstawie przedstawionych przez OFE sprawozdań z działalności w 2010 r. przeprowadzono analizę akcji, w które OFE zaangażowały największy kapitał. Na koniec 2010 r. OFE posiadały akcje 249 spółek spośród 400 notowanych na GPW w Warszawie w tym czasie. Tabela 1 przedstawia 20 spółek, w których zagregowane zaangażowanie OFE jest najwyższe pod względem zainwestowanych środków.

Spośród 20 wymienionych spółek 14 z nich uwzględniono w składzie indeksu WIG20 (na koniec 2010 r.), a więc indeksu 20 spółek o m.in. największej kapitalizacji oraz wartości obrotów ich akcjami na GPW. Jest to naturalne, że w wartościach bezwzględnych najwięcej środków OFE zainwestowały w akcje największych notowanych spółek. Przy tak wysokiej bezwzględnej wartości aktywów netto zaangażowanych w instrumenty udziałowe podaż tych instrumentów na GPW ma decydujące znaczenie.

Tabela 1. Akcje o najwyższym udziale w portfelu inwestycyjnym OFE na koniec 2010 r.

Spółka	Symbol giełdowy	Wartość (w mln zł)	Udział w wielkości portfela akcji (w %)	Udział w łącznej wielkości portfela inwestycyjnego (w %)
PKO BP	PKO	6746	8,51	3,05
Pekao	PEO	5723	7,22	2,58
KGHM	KGH	5629	7,10	2,54
PKN Orlen	PKN	4889	6,17	2,21
PGE	PGE	4866	6,14	2,20
PZU	PZU	3284	4,14	1,48
LW Bogdanka	LWB	2336	2,95	1,05
BZ WBK	BZW	1923	2,43	0,87
BRE Bank	BRE	1902	2,40	0,86
Telekomunikacja Polska	TPS	1842	2,32	0,83

¹ *Free float* określa akcje pozostające w wolnym obrocie na rynku giełdowym. Informuje on, jaka liczba akcji pozostaje w posiadaniu tzw. drobnych akcjonariuszy, a więc inwestorów posiadających mniej niż 5% akcji danej spółki.

cd. tabeli 1

Spółka	Symbol giełdowy	Wartość (w mln zł)	Udział w wielkości portfela akcji (w %)	Udział w łącznej wielkości portfela inwestycyjnego (w %)
Bank Handlowy	BHW	1664	2,10	0,75
Asseco Poland	ACP	1625	2,05	0,73
ING Bank Śląski	BSK	1535	1,94	0,69
Getin	GTN	1408	1,78	0,64
Tauron Polska Energia	TPE	1369	1,73	0,62
GTC	GTC	1338	1,69	0,60
PGNIG	PGN	1221	1,54	0,55
LPP	LPP	1167	1,47	0,53
MONDI Świecie	MSC	1091	1,38	0,49
ENEA	ENA	972	1,23	0,44

Źródło: obliczenia własne na podstawie [Biuletyn roczny... 2011].

Inwestycje w akcje spółek wymienionych w tabeli 1 stanowiły w 2010 r. 66,3% wartości portfela akcji (72% w 2009 r.). W skład omawianych 20 spółek wchodzi siedmiu przedstawicieli sektora bankowego, po 3 spółki z sektora paliwowego oraz energetyki. W pozostałych przypadkach są to pojedyncze spółki: deweloperska, handlu detalicznego, informatyczna, przemysłu drzewnego i papierniczego, przemysłu metalowego, telekomunikacyjna oraz ubezpieczeniowa. Można zauważyć bardzo silną koncentrację kapitału w sektorze finansowym, szczególnie bankowym, co odpowiada dominującej roli tego sektora na całym rynku giełdowym, zarówno w Polsce, jak i na wielu rynkach zagranicznych.

W świetle przedstawionych danych można wysnuć wniosek, że OFE inwestują przede wszystkim w spółki duże o wysokiej kapitalizacji. Niemniej jednak można postawić tezę, że funduszom emerytalnym nie pozostawia się wyboru i są one zmuszone alokować stosunkowo duże kwoty wyłącznie na rynku polskim. W takiej sytuacji podaż poszczególnych papierów wartościowych odgrywa decydującą rolę. Innymi słowy, fundusz emerytalny posiadający kilka miliardów złotych do dyspozycji nie jest w stanie zainwestować ich w bardzo obiecującą spółkę. Jeżeli nawet spółka w pełni wpisuje się w politykę inwestycyjną danego funduszu, ale jest stosunkowo mała, nie będzie na rynku wystarczającej liczby dostępnych akcji. W związku z tym OFE zmuszone są inwestować największe kwoty pieniężne w spółki o największej kapitalizacji, których podaż akcji jest wystarczająca. Nie bez znaczenia jest tutaj również ograniczenie ustawowe

w zakresie koncentracji kapitału w emisjach pojedynczych instrumentów finansowych, o czym wspomniano na początku tego opracowania.

Warto tu zwrócić uwagę, że wraz ze wzrostem aktywów funduszy emerytalnych narasta potrzeba rozluźnienia ograniczeń w zakresie inwestycji w zagraniczne instrumenty finansowe. Zwiększy to możliwość dywersyfikacji portfela oraz ograniczy ryzyko wystąpienia sytuacji, w której popyt na akcje zgłaszany przez OFE będzie dużo większy niż podaż krajowego rynku kapitałowego. Należy również zwrócić uwagę na niezakończony spór polskiego rządu z Komisją Europejską w sprawie ustawowych ograniczeń przy dokonywaniu inwestycji za granicą. Zdaniem Komisji naruszają one zasadę swobodnego przepływu kapitału.

Analiza portfela instrumentów udziałowych OFE w ujęciu względnym

Przedmiotem dalszej analizy jest zaangażowanie OFE w akcje w ujęciu względnym. Zaangażowanie to mierzone jest wielkością środków zainwestowanych przez OFE w poszczególne spółki w stosunku do ich kapitalizacji.

W tabeli 2 przedstawiono 20 spółek, w których otwarte fundusze emerytalne mają największy udział w kapitale spółek. Analiza spółek, w których OFE posiadają największy udział w akcjonariacie, skłania ku tezie, że są to z pewnością małe przedsiębiorstwa. W takich spółkach wystarczy kilkanaście milionów złotych, by stać się istotnym akcjonariuszem. W związku z tym, biorąc pod uwagę aktywa, jakimi dysponują OFE, powinny one dominować w akcjonariacie wielu małych spółek.

Tabela 2. Spółki o najwyższym udziale inwestycji OFE w kapitalizacji spółki na koniec 2010 r.

Spółka	Symbol giełdowy	Wartość (w mln zł)	Udział w kapitalizacji spółki (w %)	Relacja kapitalizacji spółki do wielkości całego portfela OFE (w %)
Elektrobudowa	ELB	612	77,27	0,28
Kęty	KTY	790	67,41	0,36
LW Bogdanka	LWB	2336	62,44	1,05
Polish Energy Partners	PEP	301	45,47	0,14
Automotive Components	ACE	83	43,37	0,04
Polimex Mostostal Siedlce	PXM	755	40,65	0,34
Asseco Poland	ACP	1625	39,53	0,73
Cersanit	CST	895	38,49	0,40
Mostostal Warszawa	MSW	431	35,22	0,19
COMP Warszawa	CMP	111	35,13	0,05

cd. tabeli 2

Spółka	Symbol giełdowy	Wartość (w mln zł)	Udział w kapitalizacji spółki (w %)	Relacja kapitalizacji spółki do wielkości całego portfela OFE (w %)
Echo Investment	ECH	708	35,11	0,32
Vistula	VST	81	34,61	0,04
Inter Cars	CAR	347	34,05	0,16
Stomil Sanok	SNK	125	33,89	0,06
Farmacol	FCL	309	33,03	0,14
PGF	PGF	220	33,00	0,10
Amrest	EAT	529	32,88	0,24
Sfinks	SFS	28	31,51	0,01
Kogeneracja	KGN	515	31,44	0,23
LPP	LPP	1167	30,80	0,53

Źródło: obliczenia własne na podstawie [Biuletyn roczny... 2011].

Interesujące jest, że na wspomnianej liście spółek o największym udziale OFE w akcjonariacie nie występują jedynie małe spółki. Są na niej również spółki wymienione w tabeli 2 przedstawiającej akcje, w które OFE zaangażowały bezwzględnie największe środki pieniężne, tj. LW Bogdanka, Asseco Poland oraz LPP. Są to również jedyne spółki z kapitalizacją powyżej 1 mld zł.

Największy udział w akcjonariacie na koniec 2010 r. fundusze emerytalne posiadały w spółce Elektrobudowa (72%), powyżej 60% – w Grupie Kęty (67%) oraz wspomnianej już LW Bogdanka.

Analizując powyższą listę spółek pod względem sektorowym, można zauważyć, że nie występuje tu żaden sektor dominujący. Wśród wspomnianej dwudziestki po 3 spółki działają w sektorze budowlanym oraz w handlu hurtowym. Występują także po 2 spółki z sektorów: energetyki, handlu detalicznego, hoteli i restauracji, informatyki oraz przemysłu motoryzacyjnego. Znajdują się tu również pojedynczy przedstawiciele deweloperów, przemysłu materiałów budowlanych, przemysłu metalowego oraz surowcowego. Trzy najmniejsze spółki na tej liście, tj. Sfinks, Vistula oraz Automotive Components, są jedyne przedsiębiorstwa o kapitalizacji poniżej 100 mln zł.

Akcje dokładnie połowy z omawianych 20 spółek wchodzi w skład indeksu mWIG40. Jest to indeks obejmujący 40 spółek średniej wielkości. Sześć spółek z omawianych 20 wchodzi w skład indeksu małych spółek sWIG80. Pozostałe spółki to przedsiębiorstwa o wysokiej kapitalizacji. Na tej podstawie można postawić hipotezę, że wysokie zaangażowanie OFE w poszczególne spółki,

liczone przede wszystkim względną wartością udziału w akcjonariacie, nie wynika z niskiej kapitalizacji tych spółek. Analizując dane przedstawione w tabeli, można zauważyć, że są to przede wszystkim spółki średniej wielkości.

Kolejne badania w tym zakresie należy skoncentrować na przeanalizowaniu większej liczby spółek z istotnym udziałem OFE w akcjonariacie. Celem analizy powinna być odpowiedź na pytanie, jakiego rodzaju spółki cieszą się największym zainteresowaniem OFE. Za kryteria w tej charakterystyce można przyjąć, poza przedstawioną w niniejszym opracowaniu kapitalizacją, przede wszystkim stopy zwrotu oraz ryzyko. Interesujące jest pytanie o istnienie sektorów będących przedmiotem szczególnej uwagi funduszy emerytalnych. Warto przetestować również hipotezę, że OFE inwestowały chętnie w spółki charakteryzujące się stabilnym wzrostem przychodów oraz zysków. Nie bez znaczenia może być również częstotliwość oraz wielkość wypłacanych dywidend.

5. Podsumowanie

Od początku XXI w. wpływ OFE na krajowy rynek finansowy stale wzrastał. Na koniec 2010 r. OFE stały się jednym z najważniejszych uczestników zarówno na rynku instrumentów dłużnych, jak i na rynku akcji. W związku ze zmianami wprowadzonymi na początku 2011 r. należy oczekiwać, że tempo wzrostu aktywów netto ulegnie obniżeniu. Mimo to wpływ funduszy emerytalnych ze względu na wielkość już zgromadzonych środków wciąż pozostanie wysoki. Należy pamiętać, że zmiany systemowe wprowadzone w 2011 r. zmieniają również limity inwestycyjne OFE. Docelowo w 2034 r. fundusze emerytalne będą miały możliwość inwestowania 90% środków w akcje i inne instrumenty o charakterze udziałowym. Wydaje się, że wciąż nierozwiązaną kwestią jest ograniczenie w zakresie inwestycji zagranicznych. Niemniej jednak do tej pory OFE nie zbliżyły się do aktualnie obowiązującego limitu. Należy się spodziewać, że to portfel instrumentów o charakterze udziałowym będzie głównym przedmiotem analiz badaczy w nadchodzących latach.

Literatura

- Biuletyn kwartalny. Rynek OFE 4/2010* [2011], Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa.
- Biuletyn roczny. Rynek OFE 2010* [2011], Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa.
- Bujak P. i in. [2001], *Średniookresowa projekcja działalności inwestycyjnej Otwartych Funduszy Emerytalnych na regulowanym rynku giełdowym akcji*, Raport CASE, nr 43, CASE, Warszawa.

- Czerwińska T.T. [2004], *Dywersyfikacja portfela inwestycyjnego OFE na tle rozwiązań międzynarodowych*, z. 3, KNUiFE, Warszawa.
- Dybał M. [2008], *Efektywność inwestycyjna funduszy emerytalnych*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa.
- Informacja o działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych w okresie 31.03.2008–31.03.2011* [2011], Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa.
- Jarrett P. [2011], *Pension Reforms in Poland and Elsewhere: the View from Paris*, CASE Network Studies and Analyses, No 425.
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 26 kwietnia 2011 r. w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat, Dz.U. nr 90, poz. 517.
- Schwarz A.M. [2011], *New Realities of Pension Policy in Central Europe*, wystąpienie podczas EBRD Conference on Pensions Systems in Emerging Europe.
- Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, Dz.U. nr 139, poz. 934.
- Ustawa z dnia 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych, Dz.U. nr 75, poz. 398.

Streszczenie

Utworzenie systemu otwartych funduszy emerytalnych (OFE) było konsekwencją wprowadzonej w 1999 r. w Polsce reformy emerytalnej. Od tego czasu OFE ze względu na wielkość kontrolowanych aktywów stały się jednym z najważniejszych uczestników polskiego rynku finansowego. Celem opracowania jest analiza struktury zagregowanego portfela inwestycyjnego z uwzględnieniem zarówno instrumentów dłużnych, jak i udziałowych. Scharakteryzowano również uwarunkowania prawne, które mają wpływ na politykę inwestycyjną funduszy emerytalnych. W ramach analizy portfela instrumentów o charakterze udziałowym przebadano spółki, w których otwarte fundusze emerytalne zaangażowały najwięcej środków w wartościach bezwzględnych. Następnie przedmiotem badań były spółki, w których OFE posiadają największe udziały w akcjonariacie. W wypadku tych spółek uzyskane wyniki sugerują, że fundusze emerytalne najwięcej środków angażują w przedsiębiorstwa o średniej wielkości, niemniej jednak niezbędne są dalsze badania uwzględniające oprócz kapitalizacji również inne kryteria.

Słowa kluczowe: otwarte fundusze emerytalne, polityka inwestycyjna, portfel inwestycyjny, struktura portfela inwestycyjnego.

An Analysis of the Portfolio Structure of Open Pension Funds

The system of open pension funds (OFE) is a consequence of the pension re-organisation that took place in 1999 in Poland. Since then, thanks to the size of assets under management, OFEs have become one of the most important players on the Polish financial market. The aim of this analysis is to examine aggregated portfolio structure in terms of both debt instruments and shares. The study also comprises a description of legal restrictions regarding investment policy. Two approaches have been implemented for the shares

of an aggregated portfolio. One involves an analysis focused on stocks in which OFEs invested the highest absolute amount. The other approach focused on stocks in which OFEs had obtained the highest shareholder stake. Our results suggest that, in terms of relative stake of shareholders, OFEs invest the most in medium-size companies. However, further studies must take into account more factors in order to provide a more comprehensive view of the issue.

Keywords: open pension funds, investment policy, investment portfolio, structure of investment portfolio.

Alicja Kasperowicz-Stępień
Katedra Finansów

Problem ukrytego długu publicznego w Polsce

1. Wprowadzenie

Państwowy dług publiczny najczęściej rozumiany jest jako nominalne zadłużenie podmiotów sektora finansów publicznych, ustalone po wyeliminowaniu przepływów finansowych pomiędzy podmiotami należącymi do sektora. Jest on skutkiem zobowiązań państwa (władz publicznych) powstałych w wyniku [Owsiak 2005, s. 330]:

- zaciągnięcia bezpośrednich pożyczek oraz kredytów,
- emisji papierów wartościowych,
- nieregulowania przez jednostki sektora publicznego wymagalnych zobowiązań.

Przyczyną powstania długu publicznego mogą być zarówno wzmożone wydatki państwa, finansowane w wyniku zaciągania pożyczek, jak i świadomie realizowana polityka fiskalna przez władzę rządzącą, która nie decyduje się na wzrost podatków oraz ograniczanie wydatków. Zatem świadomie powiększa dług publiczny, promując tym samym koncepcję o neutralności długu publicznego dla gospodarki i społeczeństwa. Tym samym oczekuje wymiernych korzyści w postaci akceptacji przez społeczeństwo realizowanej przez nią polityki fiskalnej.

Główną przyczyną powstania długu jest jednak utrzymujący się deficyt budżetowy. Należy zauważyć, że deficyt służy politykom do spełniania obietnic wyborczych. Często króć przybiera formułę korumpowania wyborców, którym się „obiecało” podwyżki¹. Warto podkreślić, że deficyt budżetowy prowadzi do

¹ W Polsce dzieje się to rokrocznie w stosunku do nauczycieli, lekarzy itd.

zwiększania dyferencjacji dochodowej ludności nawet w sytuacji, gdy pożyczone pieniądze są rozdysponowywane tylko wśród społeczeństwa o niskich dochodach. Wynika to z faktu, że koszty deficytu są społeczne (wszyscy płacą podatki), a zyski odnoszą się tylko do zamożnej części społeczeństwa. Tylko oni bowiem mają kapitał, który mogą pożyczyć państwu, aby potem zarabiać na odsetkach. Ponadto brak wzrostu podatków w sytuacji finansowania dodatkowych wydatków często wiąże się z dodrukiem „pustych pieniędzy” i tym samym ze wzrostem zjawisk inflacyjnych. Należy zauważyć, że inflacja najbardziej dotyka najbiedniejszą część społeczeństwa, która nie potrafi skutecznie się przed nią bronić (biedni nie inwestują). Zatem inflacja występuje w danej sytuacji w roli paropodatku, który rządzący nakładają na nieświadome niczego społeczeństwo [Rzońca 2008, s. 12].

Ponadto deficyt ma negatywny wpływ na inwestycje przedsiębiorstw prywatnych. Przedsiębiorstwa, wykupując rządowe obligacje, „zamrażają” kapitał na pewien okres, a więc nie inwestują w rozwój. Z kolei spłata zadłużenia odbywa się ze zwiększonych podatków, którymi państwo obciąża tych samych przedsiębiorców i w dalszym ciągu ogranicza ich działalność inwestycyjną, a tym samym i ich rozwój.

Kolejnym efektem deficytu jest podniesienie kosztów kredytu. Deficyt zwiększa dług publiczny, który w przyszłości może urosnąć do takich rozmiarów, że zagrozi stabilności finansów publicznych i zwiększy ryzyko inwestowania w danym kraju. Z tego powodu potencjalni pożyczkodawcy będą żądali większych odsetek (za większe ryzyko), co podniesie stopy procentowe nie tylko dla państwa, ale także dla przedsiębiorców. Niektórych z nich nie będzie wtedy stać na to, aby zaciągnąć wysoko oprocentowany kredyt, i zaniechają oni inwestycji [Rzońca 2008, s. 12].

W obecnej dobie największym problemem polskich finansów publicznych jest szybki przyrost długu publicznego, a tym samym i kosztów jego obsługi. Celem niniejszego opracowania jest analiza stanu obecnego zadłużenia Polski oraz ukazanie problematyki ukrytego długu publicznego.

2. Kształtowanie się długu publicznego w Polsce w latach 2007–2010

Wzrost deficytu budżetowego w latach 2008–2010 spowodował gwałtowny wzrost długu publicznego. Wraz ze wzrostem długu nastąpił wzrost kosztów jego obsługi (tabela 1 i 2).

Zdaniem ekonomistów, w sytuacji gdyby dług publiczny przestał rosnąć i ustabilizował się na obecnym poziomie, tj. około 50–55% PKB, to w sprzyjających

okolicznościach można by go rolować bez końca². Jednakże jak wynika z tabeli 2, tylko w 2010 r. koszt obsługi długu publicznego wyniósł 35 mld zł, co stanowi równowartość ponad 900 km autostrad (jest to więcej aniżeli Polska zbudowała przez ostatnie 20 lat) (www.dlugubliczny.org.pl, dostęp: 6.12.2011).

Tabela 1. Deficyt i dług sektora instytucji rządowych i samorządowych w latach 2007–2010 (w mld zł)

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010
Produkt krajowy brutto (PKB)	1176,7	1275,4	1343,4	1415,4
Deficyt/nadwyżka sektora instytucji rządowych i samorządowych	-22,1	-46,9	-98,7	-111,0
% PKB	-1,9	-3,7	-7,3	-7,8
Deficyt/nadwyżka podsektora instytucji rządowych na szczeblu centralnym	-35,3	-49,8	-71,5	-82,0
% PKB	-3,0	-3,9	-5,3	-5,8
Deficyt/nadwyżka podsektora instytucji samorządowych na szczeblu lokalnym	0,5	-23	-14,0	-17,1
% PKB	0,0	-0,2	-1,0	-1,2
Deficyt/nadwyżka podsektora funduszy ubezpieczeń społecznych	12,7	5,2	-13,2	-11,9
% PKB	1,1	0,4	-1,0	-0,8
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych	529,3	600,8	684,1	776,8
% PKB	45,0	47,1	50,9	54,9

Źródło: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> (dostęp: 6.12.2011).

Tabela 2. Koszty obsługi długu publicznego w latach 2007–2010

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010
Koszty obsługi długu publicznego w mld zł	27,5	25,1	32,2	35,0
Koszty obsługi długu publicznego jako % PKB	2,7	2,3	2,7	2,4

Źródło: [*Sprawozdanie... 2008–2011*].

Zatem zaciągnięcie długu publicznego przez państwo pociąga za sobą różne następstwa. Władze muszą zadbać o to, aby regulowanie zobowiązań z tytułu pożyczek i kredytów nie zachwiało stabilnej realizacji zadań polityki społeczno-

² Rolowanie długu polega na spłacie wyemitowanych obligacji i bonów skarbowych wówczas, gdy nadchodzi moment ich wykupu, nie z oszczędności, ale z pieniędzy, które pochodzą z zaciągnięcia nowego długu.

-gospodarczej państwa. Wydaje się, że głównym, najpoważniejszym następstwem dużego długu publicznego jest wypieranie przez dług kapitału z narodowego zasobu majątku. Efekt wypychania lub wypierania (*crowding out*) to zjawisko ekonomiczne polegające na zmniejszeniu wielkości inwestycji sektora prywatnego spowodowanym zwiększonym finansowaniem wydatków publicznych poprzez zaciągnięcie długu publicznego [Begg, Fischer, Dornbusch 2007, s. 554].

Należy zauważyć, że społeczeństwo gromadzi swoje oszczędności w postaci nieruchomości, rachunków oszczędnościowych, akcji, obligacji przedsiębiorstw, jak również obligacji rządowych. Tak więc z jednej strony ludzie trzymają swoje pieniądze w papierach wartościowych, które są pożyczką dla państwa, czyli długiem publicznym, z drugiej zaś strony akumulują oszczędności w kapitale rzeczowym. Dlatego też w sytuacji wzrostu długu publicznego muszą oni ograniczać swoje inne aktywa, które ostatecznie są własnością prywatnego kapitału. Oznacza to, że dług wypiera prywatny kapitał. Wielkość wypieranego kapitału zależy od warunków produkcji i zachowań gospodarstw domowych w zakresie oszczędzania (www.dlugubliczny.org.pl, dostęp: 6.12.2011).

Należy także zwrócić uwagę, że dzięki finansowaniu wydatków publicznych za pomocą długu rząd ma możliwości ukrycia w krótkim czasie rzeczywistych rozmiarów redystrybucji dochodów. Rząd woli wydawać i zaciągać na poczet wydatków pożyczki, niż podnosić podatki i opłaty, ponieważ podniesienie podatków nie będzie dobrze przyjęte przez społeczeństwo i będzie ono wiedziało, na jakie cele dokonano wydatków. Jeżeli chodzi o dług, to społeczeństwo nie zdaje sobie sprawy z istoty wydatków wcześniej zaciągniętych, a jeżeli później dowiaduje się o obciążeniach fiskalnych, jest to tłumaczone jako nieunikniona i wręcz konieczna spłata długu. Zatem zadłużenie powoduje przeniesienie obciążeń finansowych na przyszłość (www.dlugubliczny.org.pl, dostęp: 6.12.2011).

W najnowszym „Planie finansów państwa na lata 2011–2014” przewidziano spadek deficytu budżetu z 7,9% do 0,8%, a długu publicznego poniżej 50% PKB, choć równocześnie zadłużenie publiczne ma wzrosnąć w tym czasie o kolejne 160 mld zł. Rząd liczy na wzrost gospodarczy oraz na to, że rynek wchłonie emisję nowej puli skarbowych papierów wartościowych (Wieloletni plan finansowy państwa na lata 2011–2014).

11 kwietnia 2011 r. agencja Standard and Poor's zagroziła polskiemu rządowi, że w przypadku braku strukturalnych reform finansów publicznych rating Polski może ulec obniżeniu (obecnie wynosi on A) w walucie zagranicznej. Z kolei obniżony rating spowoduje wzrost kosztów obsługi długu. Stąd też konieczne staje się przeprowadzenie zmian w systemie emerytalnym, przyjęcie programu cięć wydatków socjalnych, kolejna ofensywa prywatyzacyjna, zamrożenie płac pół miliona pracowników budżetówki do 2013 r., podwyższenie stawek podatku VAT.

3. Ukryty dług publiczny

Zgodnie z wyliczeniami rządu dług publiczny w 2010 r. wyniósł 776,8 mld zł. To około 19 tys. zł przypadających na mieszkańca i około połowy polskiego PKB [*Raport roczny...* 2011]. Jest to efekt prowadzonej polityki: żaden budżet w III RP nie był bliski równowagi, nie mówiąc o nadwyżce. Od 20 lat państwo żyje na kredyt, przez co odsetki od zgromadzonego długu w 2010 r. kosztowały każdego pracującego około 1800 zł – wskazuje raport Instytutu Globalizacji „Cena państwa”. Całkowity koszt obsługi długu przewyższył wpływy z podatku od osób prawnych.

Dla porównania, wdrażanie programów UE kosztuje przeciętnego zatrudnionego 1613 zł rocznie, wydatki na infrastrukturę – 1143 zł, z kolei pomoc społeczna (bez rent i emerytur) – 1139 zł. Wysokie wydatki publiczne powodują, że pracownik zarabiający średnią krajową oddaje państwu 23 800 zł rocznie. Okazuje się, że to też za mało – państwo musi się dodatkowo zapożyczać [*Dług ukryty...* 2011].

Jednakże, zdaniem eksperta NBP J. Jabłonowskiego, polski dług sięga kilkuset procent PKB. Tak więc całkowite zadłużenie Polski przekracza 220% PKB, uważa ekspert z NBP, i wynosi 3 bln zł. Jego zdaniem do jawnego zadłużenia należy doliczyć dług ukryty, sięgający 180% PKB [*Państwo ma gigantyczne długi* 2011].

Dług ukryty to na ogół przyszłe zobowiązania państwa, które nie zostały zapisane w żadnym planie wydatków. Dług ukryty to m.in. zaległe płatności w ochronie zdrowia, a także np. system rentowy, w którym obniżono składkę i nie ma zależności między wpłaconymi składkami a otrzymywanymi świadczeniami. Jeśli więc przyjąć, że w 2011 r. wartość polskiego PKB wzrośnie do 1,35 bln zł i że całkowity dług publiczny przekroczy 3 bln zł, to wówczas statystyczny Polak będzie zadłużony na około 80 tys. zł, czyli na wysokość swoich dwuletnich zarobków [*Państwo ma gigantyczne długi* 2011].

Nasuwa się zatem pytanie, czy Polska podzieli los Grecji i czy zapowiada się katastrofa polskich finansów publicznych. Zdaniem prof. S. Gomułki – głównego ekonomisty Business Centre Club – Polska gospodarka uniknie kryzysu, o ile nie wzrosną odsetki od długu publicznego. Należy zauważyć, że w przeciwieństwie do długu otwartego, od długu ukrytego państwo nie płaci odsetek. Jednakże gdyby doszło do kryzysu wiarygodności kredytowej Polski, odsetki od tego długu wzrosłyby w sposób znaczny [*Państwo zadłużone...* 2011].

Dług ukryty to przede wszystkim zobowiązania Skarbu Państwa wobec przyszłych emerytów. W Polsce poziom wspomnianych zobowiązań jest relatywnie wysoki ze względu na dużą liczbę emerytów i wysoką relację emerytur do płac. Większy od Polski dług ukryty mają w Europie centralnej tylko Węgrzy [*Państwo zadłużone...* 2011]. Jednak na uwagę zasługuje fakt, że reforma emerytalna z 1999 r. przyhamowała wzrost długu ukrytego. Spowodowała, że część składki

(20–25 mld zł rocznie) kierowana jest do otwartych funduszy emerytalnych (II filar), co powoduje, że część długu ukrytego zamieniana jest na dług otwarty [*Państwo zadłużone...* 2011].

Stąd też polskiemu rządowi zależy na tym, aby wszystkie kraje Unii Europejskiej pokazywały również dług ukryty. Oczekuje się, że w przyszłości polski dług ukryty – dzięki reformie emerytalnej i stworzeniu II filara – będzie wyglądał lepiej na tle innych państw UE.

Należy zauważyć, że w obecnej dobie Fundusz Ubezpieczeń Społecznych (FUS) oraz KRUS co roku notują wysoki deficyt, który musi być uzupełniany dotacjami z budżetu państwa. Dodatkowe zobowiązania państwa wynikają z odrębnego sposobu naliczania emerytury służbom mundurowym, sędziom i prokuratorom oraz górnikom. Dług ukryty tworzą również obiecane usługi w publicznej służbie zdrowia.

Ponadto reprivatyzacja jest kolejnym zobowiązaniem państwa, które można potraktować jako ukryte zadłużenie. Wszystko wskazuje na to, że państwo w jakiejś części będzie musiało zwrócić znacjonalizowany majątek³ [*Dług ukryty...* 2011].

Należy zwrócić uwagę na zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego. Oficjalny dług samorządów to zaledwie 7% państwowego oficjalnego długu publicznego. Zdaniem Ł. Pokrywki, autora badania „Monitoring zadłużenia miast wojewódzkich Instytutu Kościuszki”, samorzady działają tak, jakby chciały ominąć restrykcyjne prawo. Władze lokalne znalazły sposoby na pozabudżetową działalność, aby wykazać mniejsze zadłużenie i spełnić ustawowe wymagania. Popularnym sposobem generowania pozabudżetowego zadłużenia jest tworzenie spółek przez miasta. Spółki prawa handlowego nie są częścią sektora finansów publicznych, więc ich zadłużenie nie jest wliczane do zadłużenia miasta [*Dług ukryty...* 2011]. Sektor publiczny zatem, w tym samorzady, potrzebuje systemowych rozwiązań, które zwiększą przejrzystość i wiarygodność finansową. Rząd koncentruje się raczej na działaniach punktowych. Prawdopodobnie kolejne restrykcyjne wskaźniki, jak np. ograniczenie deficytów, w przypadku braku regulacji umożliwiających monitoring całości finansów samorządowych, przyczynią się jedynie do wzrostu ukrytego zadłużenia.

Należy zauważyć, że dług ukryty to na ogół przyszłe zobowiązania państwa, które nie zostały zapisane w żadnym planie wydatków. Źródłem długu ukrytego jest niechęć polityków do przyznania się, że składali obietnice bez pokrycia. Zgodnie z raportem P. Dobrowolskiego z Instytutu Sobieskiego, całkowity dług publiczny został oszacowany na 208% PKB do 2040 r. [*Wysokość długu...* 2011]. A zatem gdyby nie reforma emerytalna z 1999 r., Polska zmierzałaby do kata-

³ Polska jest jedynym krajem, który nie przeprowadził reprivatyzacji.

strofy w greckim wydaniu. Według badań MFW (raport „Fiscal Indicator for Assessing First and Second Pillar Pension Reforms”) reforma obniżyła zobowiązania państwa w systemie emerytalnym do 2060 r. o 167% PKB. By przerwać narastającą piramidę finansową, musiano zmniejszyć emerytury w relacji do pensji. Państwo obiecało, że wypłaci tylko tyle, ile ktoś sobie odłoży. Jednakże wśród ekonomistów nie ma zgody, czy po reformie I filar zapewni równowagę między wpłatami a wypłatami emerytur. Wynika to przede wszystkim z decyzji poprzednich rządów.

Przed wszystkim wyłączono z powszechnego systemu emerytalnego służby mundurowe i górników (rząd SLD) oraz zwiększono waloryzację emerytur (rząd PiS–LPR–Samoobrona). Obecnie emerytury waloryzowane są nie tylko o wzrost cen, ale także o część wzrostu płac. Zwiększyło to znacznie przyszłe zobowiązania państwa, a więc dług ukryty [*Dług ukryty...* 2011].

Według MFW po reformie dług ukryty w systemie ubezpieczeń społecznych sięga 164% PKB. Liczba ta uwzględnia spadek wpływów do FUS w wyniku skierowania części składek do OFE. Po rządowych zmianach w OFE wzrosną wpływy do FUS, jednak wzrośnie także dług ukryty.

Warto podkreślić, że reforma emerytalna z 1999 r. doprowadziła do ujawnienia części długu ukrytego. Ponieważ część składki trafia do OFE, to rząd musi emitować obligacje dla pokrycia części bieżących wydatków na emerytury. W ten sposób ujawnia się dług. Obecny rząd PO–PSL doprowadził do obniżenia składki do OFE i tym samym ponownego podniesienia długu ukrytego celem obniżenia długu jawnego. Nie obniżyło to całkowitego długu – jawnego plus ukrytego. Również w raporcie OECD „Restoring Public Finances” z kwietnia 2011 r. zaznaczono, że obcięcie składki do OFE jest rozwiązaniem mającym efekt jedynie księgowy i nie zmniejsza zadłużenia Polski.

4. Zakończenie

Katalog koniecznych reform jest powszechnie znany. Instytucje międzynarodowe, m.in. MFW, OECD czy Bank Światowy, wymieniają: zrównanie wieku emerytalnego kobiet i mężczyzn wraz z jego podniesieniem do 67 lat reformę KRUS, likwidację przywilejów służb mundurowych i górników. Ponadto, dużo oszczędności można znaleźć w administracji, której rozrost nieprzypadkowo towarzyszy rosnącym wydatkom państwa i zadłużeniu.

Polska potrzebuje znacznego ograniczenia wydatków: aby utrzymać oficjalny dług poniżej progu zapisanego w Konstytucji, tj. 60% PKB, należy znaleźć oszczędności w wysokości 12% PKB – wskazuje raport OECD. Polska powinna skorzystać z doświadczenia innych państw UE w zakresie reformy wydatków publicznych (tabela 3).

Tabela 3. Reformy wydatków publicznych w krajach Unii Europejskiej

Redukcja płac w sektorze publicznym	Irlandia – 7-procentowa redukcja płac w całym sektorze publicznym oraz 15% redukcja płac pracowników na najwyższych szczeblach sektora publicznego Hiszpania – obniżka płac pracowników służby publicznej o 5% w 2010 r. i zamrożenie w 2011 r. oraz obniżenie płac ministrów i wyższych urzędników państwowych o 15% Węgry – 15-procentowa redukcja płac w sektorze publicznym oraz likwidacja bonusów i trzynastek Łotwa – redukcja pensji o 15% w sektorze publicznym Litwa – zamrożenie płac w sektorze publicznym na 2 lata Czechy – 4-procentowa obniżka płac w administracji publicznej
Świadczenia rodzinne	Hiszpania – zniesienie 2500 euro becikowego od 2011 r.
Świadczenia emerytalne	Wielka Brytania – zmniejszenie indeksacji emerytur – od 2011 r. waloryzacja tylko o wskaźnik inflacji Hiszpania – zawieszenie indeksacji emerytur Węgry – zamrożenie emerytur w sektorze publicznym Czechy – brak indeksacji emerytur w 2010 r. Łotwa – obniżka emerytur o 10%, obniżka emerytur dla osób pracujących o 70% Litwa – cięcie emerytur w sektorze publicznym o 11%
Wiek emerytalny	Węgry – podwyższenie wieku emerytalnego do 65 lat Holandia – podwyższenie wieku emerytalnego z 65 do 67 lat Litwa – stopniowe podnoszenie wieku emerytalnego do 65 roku życia Grecja – w latach 2010–2013 wiek emerytalny kobiet wzrośnie z 60 do 65 lat Słowacja – od 2014 r. wiek emerytalny kobiet będzie wzrastał z 55 do 62 lat (o 9 miesięcy rocznie)
Dotacje dla przedsiębiorstw	Czechy – cięcia o około 1 mld euro subsydiów dla przedsiębiorstw
Samorząd terytorialny	Hiszpania – oszczędności samorządów lokalnych w wysokości 1,2 mld euro

Źródło: www.dlupubliczny.org (dostęp: 6.12.2011) oraz [Stability and Convergence... 2010].

Alternatywą jest drastyczna podwyżka podatków w przyszłości, która w sytuacji malejących zasobów siły roboczej doprowadzi do zerowego rozwoju. W sytuacji gdy zadłużenie wymknie się spod kontroli, kombinacja niskiej konkurencyjności, licznych przywilejów i wysokich wydatków państwa doprowadzi do katastrofy. Ponadto ukrywanie długu, niska przejrzystość i wiarygodność polityki gospodarczej mogą doprowadzić do stanu, w jakim znalazła się gospodarka Grecji.

Literatura

- Begg D., Fischer S., Dornbusch R. [2007], *Makroekonomia*, PWE, Warszawa.
- Dług ukryty, czyli jak politycy serwują darmowy lunch* [2011], www.biznes.onet.pl (dostęp: 6.12.2011).
- Owsiak S. [2005], *Finanse publiczne. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Państwo ma gigantyczne długi* [2011], www.gospodarka.dzienik.pl (dostęp: 6.12.2011).
- Państwo zadłużone po uszy* [2011], www.biznes.trójmiasto.pl (dostęp: 6.12.2011).
- Raport roczny. Dług publiczny* [2011], Ministerstwo Finansów, Warszawa.
- Restoring Public Finances* [2011], OECD, kwiecień.
- Rzońca A. [2008], *Paraliżujący deficyt*, Zeszyty FOR, Forum Obywatelskiego Rozwoju, Warszawa.
- Sprawozdanie z wykonania budżetu Państwa za rok 2007* [2008], Rada Ministrów, Warszawa.
- Sprawozdanie z wykonania budżetu Państwa za rok 2008* [2009], Rada Ministrów, Warszawa.
- Sprawozdanie z wykonania budżetu Państwa za rok 2009* [2010], Rada Ministrów, Warszawa.
- Sprawozdanie z wykonania budżetu Państwa za rok 2010* [2011], Rada Ministrów, Warszawa.
- Stability and Convergence Programmes (or Updates): 2009–2010* [2010], European Commission, April.
- Wieloletni plan finansowy państwa na lata 2011–2014* [2011], Rada Ministrów, Warszawa.
- Wysokość długu publicznego Polski* [2011], www.sobieski.org.pl (dostęp: 6.12.2011).

Streszczenie

Obecnie największym problemem dotyczącym polskich finansów publicznych jest szybki przyrost długu publicznego, a tym samym kosztów jego obsługi. Zgodnie z wyliczeniami rządu dług publiczny w 2010 r. wyniósł 54,9% PKB, należy je jednak uzupełnić o ukryty dług publiczny sięgający 180% PKB. Celem opracowania jest analiza stanu jawnego oraz ukrytego zadłużenia Polski.

Słowa kluczowe: dług publiczny, ukryty dług publiczny, deficyt budżetowy, koszty obsługi długu publicznego.

The Problem of Hidden Public Debt in Poland

The largest problem facing Polish public finance today is the rapid growth in public debt and the attendant costs of servicing it. According to government calculations, in 2010 public debt reached 54.9% of GDP. Yet to the government calculations must be added hidden public debt, which actually measures 180% of GDP. This paper analyses the level of evident and hidden public debt in Poland.

Keywords: public debt, hidden public debt, budget deficit, cost of public debt services.

Oskar Kiercz

Instytut Ekonomiczny
Państwowa Wyższa Szkoła Zawodowa
w Nowym Sączu

Infrastruktura ICT polskich przedsiębiorstw w układzie regionalnym

1. Wprowadzenie

W artykule podjęto próbę oceny stopnia wykorzystania technologii informacyjno-komunikacyjnych przez polskie przedsiębiorstwa w ujęciu wojewódzkim. Analizę przeprowadzono na podstawie danych statystycznych pochodzących z publikacji Głównego Urzędu Statystycznego pt. *Wykorzystanie technologii informacyjno-(tele)komunikacyjnych w przedsiębiorstwach i gospodarstwach domowych w 2010 r.* (www.stat.gov.pl, dostęp: 3.10.2011). Dane dotyczą w większości 2010 r., z wyjątkiem kilku statystyk, które odnoszą się do 2009 r. Dane te są wynikiem badania, jakie zostało przeprowadzone na reprezentatywnej próbie około 14 tys. przedsiębiorstw (z różnych branż), w których liczba pracujących wynosiła co najmniej dziesięć osób.

W artykule omówiono ogólny poziom wykorzystania ICT przez polskie przedsiębiorstwa w zestawieniu z przedsiębiorstwami Unii Europejskiej oraz przedstawiono analizę poziomu wykorzystania ICT przez polskie przedsiębiorstwa w ujęciu bardziej szczegółowym, m.in. w strukturach regionalnych.

2. Wykorzystanie ICT przez polskie przedsiębiorstwa na tle krajów Unii Europejskiej

Konieczność rozwoju społeczeństwa informacyjnego w Polsce wynika z przesłanek gospodarczych i społecznych, a także z dokonującej się globalizacji. Zasadniczym warunkiem tworzenia społeczeństwa informacyjnego jest postęp naukowo-techniczny w telekomunikacji, elektronice i informatyce. Wykorzystanie dobrodziejstw tego postępu, szeroko pojętych rozwiązań teleinformatycznych do prowadzenia działalności gospodarczej na skalę globalną [Nowakowski 2006, s. 34] nazywane jest e-biznesem. Innymi słowy, e-biznes to kompilacja informacyjnych zasobów tradycyjnych systemów z wszechstronnymi możliwościami sieci [Chmielarz 2007, s. 16]. Umiejętna eksploatacja urządzeń bazujących na cyfrowym przetwarzaniu i transmisji danych w przedsiębiorstwach związana jest ze zwiększeniem efektywności funkcjonowania przedsiębiorstwa, która wyraża się poprzez: redukcję kosztów (m.in. transakcyjnych), podniesienie jakości licznych operacji, umożliwienie operowania na większych zasobach informacyjnych, akcelerację procedur zarządzania, zwiększenie wydajności pracy, oszczędność czasu, redukcję ryzyka, przyspieszenie rozliczeń finansowych, usprawnienie procesów logistycznych, stymulowanie innowacyjności procesowej i produktowej przedsiębiorstw, zwielokrotnienie elastyczności działania poprzez szybkie dostosowywanie się do otoczenia, poprawę kontaktów z partnerami i klientami biznesowymi, możliwość otwierania nowych kanałów dystrybucji, rozszerzenie międzynarodowych rynków zbytu na usługi i produkty przedsiębiorstw, rozszerzenie możliwości reklamowania produktów i usług.

ICT niezaprzeczalnie wpływają na kształtowanie i budowę przewag konkurencyjnych w aspekcie podażowym i popytowym. Aspekt podażowy odnosi się do wydajności spożytkowania ICT w gospodarowaniu zasobami przedsiębiorstwa, natomiast aspekt popytowy wiąże się z wprowadzeniem na rynki jakościowo nowych usług i produktów, odznaczających się wysoką dochodową elastycznością popytu, tj. przykładowo usług bazujących na produktach będących rezultatem postępu nowoczesnych technologii [Runiewicz 2007, s. 10].

Stopień wykorzystania zasobów informatycznych i telekomunikacyjnych świadczy o rozwoju przedsiębiorstwa i etapie zaawansowania procesów biznesowych. Jak wynika z danych Eurostatu, polskie przedsiębiorstwa znacząco odbiegają pod tym względem od przedsiębiorstw krajów Unii Europejskiej. Jeśli chodzi o wyposażanie w komputery oraz dostęp do Internetu, Polska (tabela 1) plasuje się tutaj blisko średniej europejskiej, natomiast w zakresie zaawansowanych technologii (tabela 1, rys. 1) różnice są o wiele większe.

Kilka ze wskaźników wymaga nieco szerszej interpretacji. Przez pojęcie polityki bezpieczeństwa rozumie się zestaw procedur, zarządzeń i zasad, które defi-

niują, jak zasoby są dystrybuowane, zarządzane i chronione w przedsiębiorstwie i jego systemach informatycznych [Molski i Łacheta 2007, s. 83]. Przyjmuje się, że przedsiębiorstwo posiada formalnie zdefiniowaną politykę bezpieczeństwa, gdy jest ona zapisana w formie dokumentu, zaakceptowana i wdrożona.

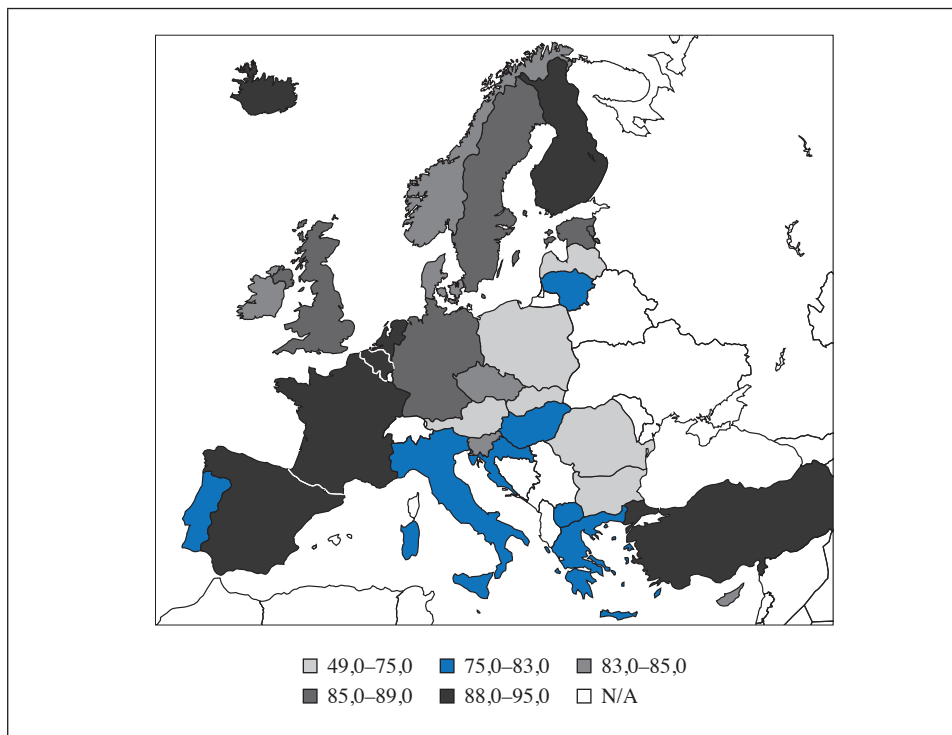
Tabela 1. Wykorzystanie ICT przez przedsiębiorstwa Unii Europejskiej i Polski według wybranych wskaźników w latach 2009 i 2010 (w % ogółem)

Cecha	UE	Polska
Przedsiębiorstwa wyposażone w komputery (2009 r.)	97	93
Przedsiębiorstwa z dostępem do Internetu	96	94
Przedsiębiorstwa posiadające ekstranet	20	15
Przedsiębiorstwa posiadające własną stronę internetową	65	58
Przedsiębiorstwa mające formalnie zdefiniowaną politykę bezpieczeństwa ICT	26	11
Przedsiębiorstwa wykorzystujące system ERP ^a	21	11
Przedsiębiorstwa używające oprogramowania CRM ^b – do gromadzenia informacji na temat klientów do celów marketingowych	17	13
Przedsiębiorstwa dokonujące zakupów on-line	27	12
Przedsiębiorstwa wykorzystujące e-government	65	53
Obrót handlowy z e-commerce (e-handel)	14	8
Przedsiębiorstwa sprzedające on-line	13	8
Odsetek pracujących wykorzystujący komputery (2009 r.)	51	39

^a *Enterprise Resource Planning* – system racjonalizujący zewnętrzne i wewnętrzne procesy biznesowe poprzez oferowanie gotowych rozwiązań i narzędzi dających możliwość automatycznej wymiany danych z kooperantami w całym łańcuchu logistycznym; ^b Systemy CRM (*Customer Relation Management*) odpowiadają za gromadzenie i przetwarzanie danych o kontaktach z klientem. Zebrane informacje pozwalają m.in. lepiej dostosować ofertę produktową do wymagań i preferencji klientów.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu, epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/information_society/data/database (dostęp: 3.10.2011).

Z kolei pojęcie e-government Komisja Europejska określa jako „wykorzystanie technologii informacyjnych i komunikacyjnych (ICT) w administracji publicznej, w ścisłym połączeniu z niezbędną zmianą organizacyjną i nowymi umiejętnościami służb publicznych w tym celu, aby poprawić jakość świadczonych przez administrację usług oraz uczynić bardziej efektywnym proces demokratycznej legitymizacji sprawowania polityki” (www.e-administracja.net, dostęp: 15.09.2011). Usługi e-government, z których mogą korzystać przedsiębiorstwa, dotyczą: zamówień publicznych, obowiązkowych ubezpieczeń społecznych, podatku dochodowego, podatku VAT, rejestracji działalności gospodarczej, wysyłania danych statystycznych, deklaracji celnych, zezwoleń i certyfikatów (www.e-mentor.edu.pl/artukul/index/numer/7/id/100, dostęp: 15.09.2011).



Rys. 1. Przedsiębiorstwa europejskie wyposażone w dostęp szerokopasmowy (w % ogółu)
 Źródło: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/guip/countryAction.do> (dostęp: 2.09.2011).

Transakcje kupna i sprzedaży przeprowadzane w formie on-line, czyli za pośrednictwem stron WWW, to innymi słowy e-handel [Nowakowski 2006, s. 62]. Usługi i towary są zamawiane elektronicznie, z kolei dostawa i płatność usługi bądź też towaru mogą być realizowane w dowolnej formie (również poza Internetem). Warto dodać, że zamówienia otrzymane przez faks, telefon, bądź też ręcznie napisane e-maile (niegenerowane automatycznie) nie są traktowane jako e-commerce.

Zatrudnieni w polskich przedsiębiorstwach znacznie rzadziej korzystają z komputera niż pracownicy przedsiębiorstw unijnych. Również liczba zatrudnionych o poziomie umiejętności telekomunikacyjnych „użytkownika” w stosunku do ogółu zatrudnionych kształtuje się na niskim poziomie. Przez umiejętności użytkownika rozumie się:

- umiejętność obsługi podstawowych narzędzi komputerowych (np. Word, Excel, Outlook, PowerPoint), które niezbędne są w życiu zawodowym, w kontaktach z administracją publiczną, czy też ogólnie wynikają z konieczności prosperowania w społeczeństwie informacyjnym,

– umiejętność obsługi zaawansowanych rozwiązań programowych, często specyficznych dla danej branży.

W obydwóch przypadkach technologie informacyjno-komunikacyjne traktowane są jako narzędzie, nie jako główne źródło zarobku. Oprócz umiejętności użytkownika wyróżnić należy specjalistyczne umiejętności wykorzystania ICT. Specjaliści ICT są zdolni do rozwijania, utrzymywania i operowania na systemach informatycznych. Na potrzeby innych mogą je dowolnie modyfikować.

3. Analiza poziomu wykorzystania ICT przez polskie przedsiębiorstwa w układzie wojewódzkim

Rozwój społeczeństwa informacyjnego nie jest zjawiskiem łatwym do skwantyfikowania. Biorąc pod uwagę interdyscyplinarny charakter tego zagadnienia, można jedynie przeprowadzać próby jego oceny. Jedną z prób jest proponowany przez M. Golińskiego [2011, s. 202] wskaźnik IDI/ITU. Wskaźnik ten stanowi pochodną 11 wskaźników klasyfikowanych na podstawie trzech komponentów: dostęp – 5 wskaźników, wykorzystanie – 3 wskaźniki, umiejętności – 3 wskaźniki. Indykator ten został oszacowany dla Polski i wynosi obecnie 4,95, co stawia Polskę na 39 miejscu wśród 154 badanych krajów. Struktura wskaźnika IDI może stanowić inspirację do badań w ujęciu jednostek niższego szczebla przykładowo z podziałem na następujące podmioty: przedsiębiorstwa, administracja publiczna i użytkownicy indywidualni. Za tym podejściem przemawia dostępność danych, które publikowane są z reguły zgodnie z powyższym układem. Ponadto analiza wpływu ICT na przewagę konkurencyjną regionów również sprowadza się do tych trzech poziomów.

Do oceny poziomu wykorzystania ICT przez polskie przedsiębiorstwa zastosowano odmianę wielowymiarowej analizy porównawczej – metodę modelową Hellwiga [*Metody oceny...* 2006, s. 166]. Wartości obliczonej syntetycznej miary rozwoju D_i należą do przedziału obustronnie domkniętego od 0 do 1. Obiekt jest bardziej zbliżony do wzorca, tzn. odznacza się wyższym stopniem rozwoju (wykorzystania ICT przez przedsiębiorstwa) w przypadku, gdy wartość miary D_i jest bliższa 1. Prawdopodobieństwo wystąpienia zdarzenia, w którym ta wartość będzie mniejsza od 0, jest niewielkie.

Poniżej zaprezentowano zbiór 26 cech dobranych jako szczegółowe kryteria rozwoju rozpatrywanego zjawiska. Liczba zmiennych ograniczona jest ze względu na ich dostępność. Aby spełnić postulat porównywalności danych, wszystkie zmienne z wyjątkiem cechy nr 10 zostały przeliczone w pierwszym podejściu na 1000 przedsiębiorstw, w drugim zaś na ludność w wieku produkcyjnym. Wykorzystanie drugiego podejścia pozwala spojrzeć z szerszej perspektywy na

rozpatrywany problem przez pryzmat występującej w danym regionie relatywnej siły kapitału ludzkiego (potencjalnych twórców i użytkowników rozwiązań ICT).

Zbiór 26 zmiennych:

- X_1 – przedsiębiorstwa wykorzystujące komputery,
- X_2 – przedsiębiorstwa korzystające z Internetu,
- X_3 – przedsiębiorstwa używające systemu informatycznego ERP do planowania zasobów przedsiębiorstwa,
- X_4 – przedsiębiorstwa używające oprogramowania CRM,
- X_5 – przedsiębiorstwa będące odbiorcami internetowych usług bankowych lub finansowych,
- X_6 – przedsiębiorstwa posiadające własną stronę internetową,
- X_7 – przedsiębiorstwa posiadające formalnie zdefiniowaną politykę bezpieczeństwa ICT,
- X_8 – przedsiębiorstwa wykorzystujące podpis elektroniczny¹,
- X_9 – przedsiębiorstwa dokonujące zakupów przez sieci komputerowe (dane z 2009 r.),
- X_{10} – pracujący wykorzystujący komputer z dostępem do Internetu przynajmniej raz w tygodniu (odsetek),
- X_{11} – przedsiębiorstwa prowadzące elektroniczną wymianę informacji dotyczących zarządzania łańcuchem dostaw,
- X_{12} – przedsiębiorstwa wykorzystujące Internet w kontaktach z administracją publiczną (spośród posiadających Internet),
- X_{13} – przedsiębiorstwa otrzymujące zamówienia poprzez sieci komputerowe (dane z 2009 r.),
- X_{14} – przedsiębiorstwa wykorzystujące protokół bezpieczeństwa taki jak SSL lub TLS do przyjmowania zamówień przez Internet,
- X_{15} – przedsiębiorstwa wykorzystujące wewnętrzną automatyczną wymianę danych,
- X_{16} – przedsiębiorstwa korzystające z automatycznej wymiany danych z zewnętrznymi systemami ICT,
- X_{17} – przedsiębiorstwa będące odbiorcami internetowych usług szkoleniowych i edukacyjnych,
- X_{18} – przedsiębiorstwa posiadające dostęp do Internetu poprzez łącze szerokopasmowe,
- X_{19} – przedsiębiorstwa korzystające z wewnętrznej sieci LAN,
- X_{20} – przedsiębiorstwa posiadające ekstranet²,

¹ Poświadczenie tożsamości autora złożone w formie elektronicznej pod dokumentem (np. e-mailem).

² Skonstruowane wyłącznie w obrębie pewnej grupy użytkowników rozwiązanie sieciowe oparte na aplikacjach internetowych. Celem ekstranetu jest udostępnianie zasobów informacyjnych

X_{21} – przedsiębiorstwa posiadające Intranet³,
 X_{22} – przedsiębiorstwa stosujące zabezpieczenia w postaci zapasowych kopii danych na wyodrębnionych nośnikach,

X_{23} – przedsiębiorstwa stosujące zabezpieczenia w postaci silnego hasła (min. 8 różnych znaków, ważność maks. do 6 miesięcy),

X_{24} – przedsiębiorstwa prowadzące działania mające na celu uświadomienie pracownikom ich obowiązków w zakresie bezpieczeństwa ICT za pomocą obowiązkowych szkoleń lub prezentacji,

X_{25} – przedsiębiorstwa, w których nastąpiło zakłócenie działania systemu ICT w wyniku braku dostępu do usług ICT, zniszczenie lub uszkodzenie danych na skutek awarii sprzętu lub oprogramowania (dane z 2009 r.),

X_{26} – przedsiębiorstwa, w których nastąpiło zakłócenie działania systemu ICT na skutek zniszczenia lub uszkodzenia danych w wyniku zawirusowania oprogramowania lub włamania (dane z 2009 r.).

Zmienne zostały zaprezentowane na rys. 2 (każda zmienna w stosunku do ogólnej liczby przedsiębiorstw) w skali całego kraju. Wszystkie zmienne z wyjątkiem X_{25} i X_{26} to stymulanty.

Spośród wstępnie wytypowanych 26 zmiennych opisujących poziom wykorzystania ICT przez polskie przedsiębiorstwa za pomocą dendrytu zostały wyeliminowane cechy zbyt wysoko ze sobą skorelowane. Zabieg ten pozwala na wykluczenie zmiennych, które są zbędne do dalszych badań z uwagi na powtarzalność informacji. Współczynniki korelacji badanych w tej części analizy cech ilustruje dendryt na rys. 3. Zgodnie z metodologią dendrytu przerywane linie (łuki) uspokajają dendryt.

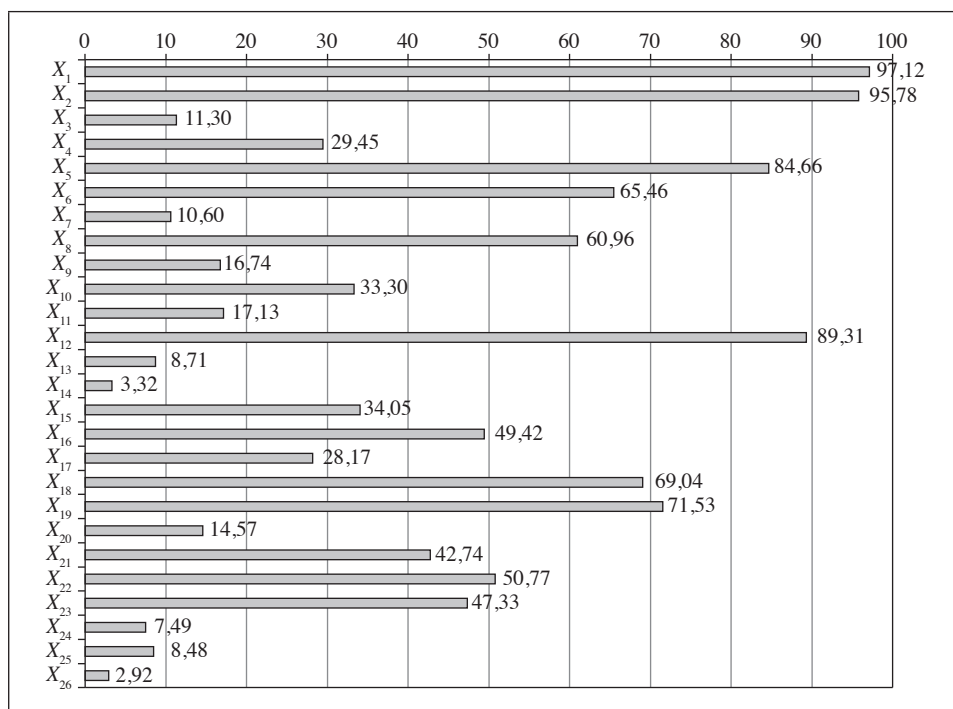
W pierwszym podejściu przy przyjęciu wartości krytycznej poziomu korelacji $r_k = 0,607$ otrzymano zestaw cech diagnostycznych, które odznaczają się najwyższą wartością informacyjną: X_4 , X_8 , X_{16} i X_{18} . Wyznaczone w ten sposób zmienne diagnostyczne wykorzystano do obliczenia cząstkowych syntetycznych wskaźników rozwoju badanych wszystkich 16 województw. Wskaźniki te zaprezentowano na rys. 4.

Wyznaczony syntetyczny miernik wykorzystania rozwiązań ICT w polskich przedsiębiorstwach pozwolił na delimitację regionów według układu (zgodnie z przedziałami wartości kwalifikującymi województwa do danej grupy umieszczonymi w legendzie przy kartogramie):

wybranych podmiotom (klientom lub innym przedsiębiorstwom), wykluczając powszechny dostęp z sieci Internet.

³ Sieć komputerowa ograniczona jedynie do komputerów w danym przedsiębiorstwie/organizacji. Pozwala na korzystanie z powszechnych usług internetowych. Rozwiązanie to odznacza się większym bezpieczeństwem niż tradycyjna forma dostępu do Internetu.

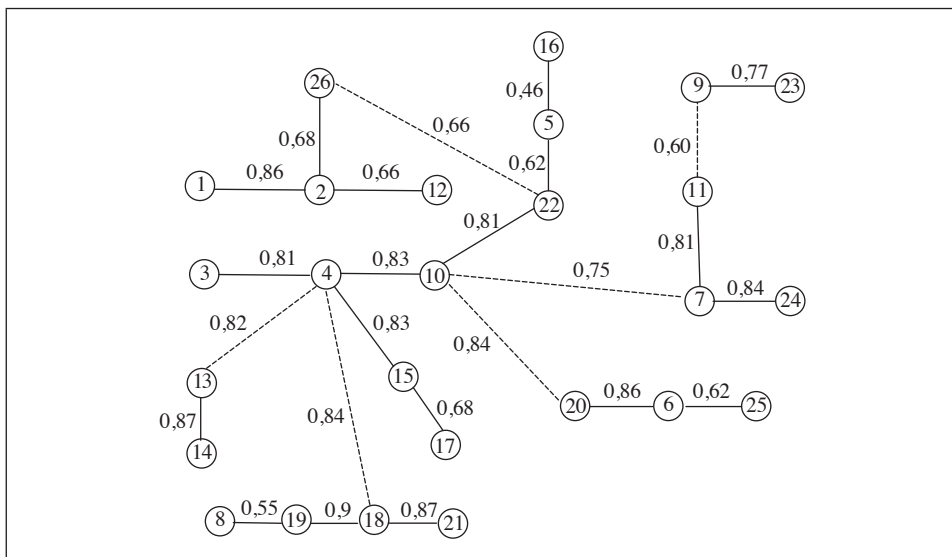
- grupa I – województwa o najwyższym wskaźniku wykorzystania ICT w przedsiębiorstwach,
- grupa II – województwa o wysokim wskaźniku wykorzystania ICT w przedsiębiorstwach,
- grupa III – województwa o średnim wskaźniku wykorzystania ICT w przedsiębiorstwach,
- grupa IV – województwa o niskim wskaźniku wykorzystania ICT w przedsiębiorstwach.



Rys. 2. Zmienne charakteryzujące poziom wykorzystania ICT przez polskie przedsiębiorstwa (w %)

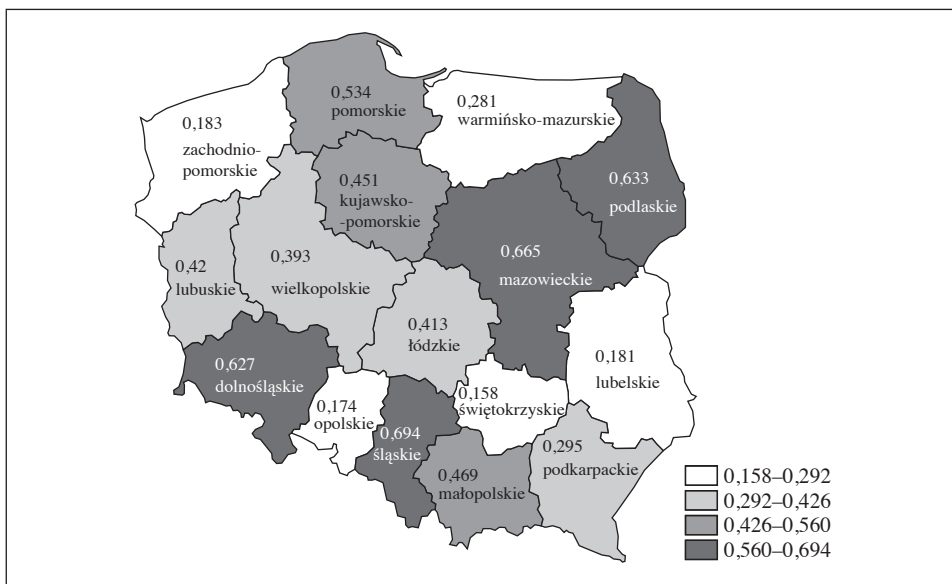
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

W 2010 r. do grupy o najwyższym poziomie wykorzystania ICT w przedsiębiorstwach zaliczyć należy województwa: śląskie, mazowieckie, podlaskie i dolnośląskie. W skład grupy II weszły województwa: pomorskie, małopolskie i kujawsko-pomorskie. Grupa III składa się z następujących jednostek terytorialnych: województwa lubuskie, łódzkie, wielkopolskie i podkarpackie. Grupa o niskim poziomie wykorzystania ICT w przedsiębiorstwach to województwa: zachodniopomorskie, warmińsko-mazurskie, lubelskie, opolskie oraz świętokrzyskie.



Rys. 3. Dendryt przedstawiający skorelowanie analizowanych zmiennych określających poziom wykorzystania ICT przez przedsiębiorstwa (I podejście)

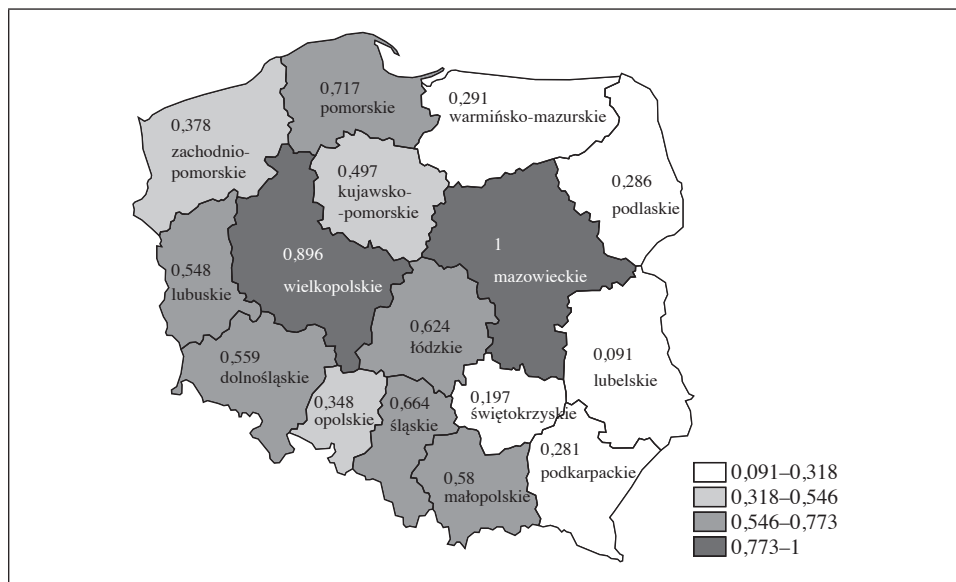
Źródło: opracowanie własne.



Rys. 4. Poziom wykorzystania ICT przez polskie przedsiębiorstwa (I podejście)

Źródło: opracowanie własne.

Kolejny etap analizy – II podejście pozwoliło na wytypowanie na podstawie dendrytu dwóch zmiennych diagnostycznych: X_1 i X_{18} . Wyznaczone w tej fazie analizy zmienne diagnostyczne wykorzystano do obliczenia cząstkowych syntetycznych wskaźników rozwoju badanych wszystkich 16 województw. Wskaźniki te zaprezentowano na rys. 5.



Rys. 5. Poziom wykorzystania ICT przez polskie przedsiębiorstwa (II podejście)

Źródło: opracowanie własne.

Biorąc pod uwagę wyłącznie II podejście, w 2010 r. do grupy o najwyższym poziomie wykorzystania ICT w przedsiębiorstwach zaliczyć należy województwa mazowieckie i wielkopolskie. W skład grupy o wysokim wskaźniku weszły województwa: śląskie, łódzkie, małopolskie, dolnośląskie, lubuskie i pomorskie. Grupa III o średnim wskaźniku składa się z następujących jednostek terytorialnych: województwa zachodniopomorskie, opolskie, kujawsko-pomorskie. Grupa o niskim poziomie wykorzystania ICT w przedsiębiorstwach to województwa: świętokrzyskie, lubelskie, podkarpackie, podlaskie oraz warmińsko-mazurskie.

Rezultaty analizy powyżej wykorzystanych dwóch podejść różnią się między sobą. Niektóre województwa: lubuskie, małopolskie i warmińsko-mazurskie utrzymały swoją pozycję w rankingu wykorzystania ICT przez przedsiębiorstwa, inne zaś, jak np. województwa podlaskie i wielkopolskie, diametralnie zmieniły swoje położenie wśród pozostałych regionów. W tabeli 2 przedstawiono ranking województw dla każdego z zastosowanych podejść. Spośród wszystkich woje-

wództw w II podejściu w stosunku do I podejścia 5 województw odnotowało spadek w rankingu, natomiast wzrost 8 województw, miejsce trzech wspomnianych już województw nie zmieniło się.

Tabela 2. Ranking wykorzystania ICT przez przedsiębiorstwa w układzie regionalnym

Województwo	Miejsce w rankingu		Zmiana
	podejście I	podejście II	
Dolnośląskie	4	7	↓
Kujawsko-pomorskie	7	9	↓
Lubelskie	16	14	↑
Lubuskie	8	8	–
Łódzkie	9	5	↑
Małopolskie	6	6	–
Mazowieckie	2	1	↑
Opolskie	15	11	↑
Podkarpackie	11	14	↓
Podlaskie	3	13	↓
Pomorskie	5	3	↑
Śląskie	1	4	↓
Świętokrzyskie	16	15	↑
Warmińsko-mazurskie	12	12	–
Wielkopolskie	10	2	↑
Zachodniopomorskie	13	10	↑

Źródło: opracowanie własne.

Wartość korelacji rang Spearmana [Zeliaś 2000, s. 95] $r_s = 0,64$ wskazuje na umiarkowaną zgodność między uporządkowaniami badanych województw ze względu na dwa sposoby oceny wykorzystania ICT przez przedsiębiorstwa. Biorąc pod uwagę ten fakt, poniżej zaprezentowano (rys. 6) uśredniony wskaźnik syntetyczny wykorzystania ICT przez przedsiębiorstwa w ujęciu wojewódzkim, opierając się na dwóch wykorzystanych podejściach.

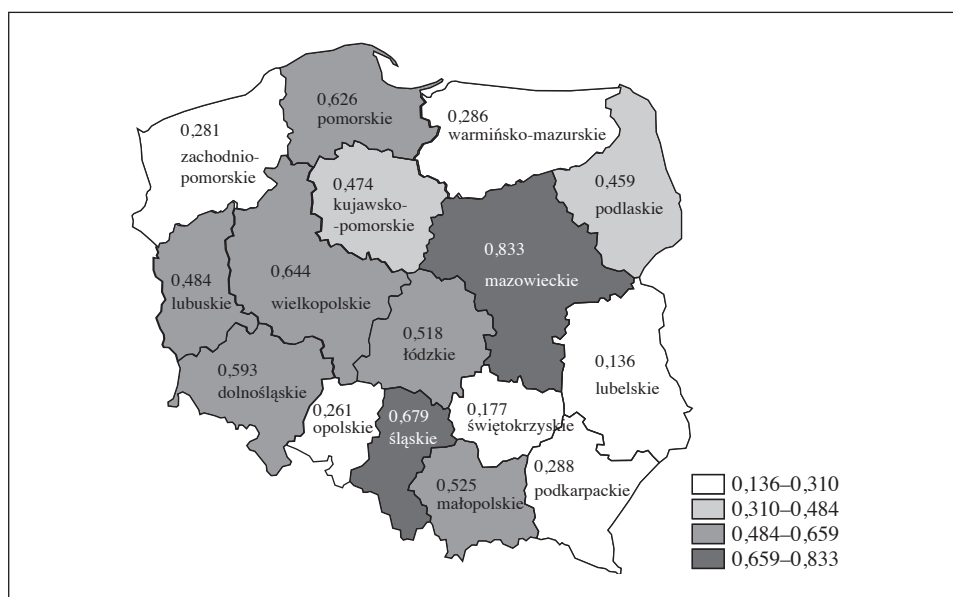
Wyznaczony syntetyczny miernik wykorzystania rozwiązań ICT w polskich przedsiębiorstwach pozwolił na delimitację regionów według poniższego układu (zgodnie z przedziałami wartości kwalifikującymi województwa do danej grupy umieszczonymi w legendzie przy kartogramie):

- grupa I – województwa o wysokim wskaźniku wykorzystania ICT w przedsiębiorstwach,
- grupa II – województwa o średnim wskaźniku wykorzystania ICT w przedsiębiorstwach,

– grupa III – województwa o niskim wskaźniku wykorzystania ICT w przedsiębiorstwach,

– grupa IV – województwa o bardzo niskim wskaźniku wykorzystania ICT w przedsiębiorstwach.

W 2010 r. do grupy o najwyższym poziomie wykorzystania ICT w przedsiębiorstwach zaliczyć należy województwa mazowieckie i śląskie. W skład grupy II weszły województwa: pomorskie, lubuskie, wielkopolskie, dolnośląskie, łódzkie oraz małopolskie. Grupa III składa się z następujących jednostek terytorialnych: województwa kujawsko-pomorskie oraz podlaskie. Grupa o niskim poziomie wykorzystania ICT w przedsiębiorstwach to województwa: zachodniopomorskie, warmińsko-mazurskie, lubelskie i podkarpackie.



Rys. 6. Uśredniony poziom wykorzystania ICT przez polskie przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne.

Warto wspomnieć, że w każdym z przedstawionych podejść, włącznie z uśrednionym wskaźnikiem wykorzystania ICT przez przedsiębiorstwa, zauważyć można podobne rozmieszczenie większości województw względem średniej arytmetycznej i mediany:

I podejście: średnia arytmetyczna = 0,411, mediana = 0,417,

II podejście: średnia arytmetyczna = 0,497, mediana = 0,523,

uśredniony wskaźnik: średnia arytmetyczna = 0,454, mediana = 0,479.

Obok gospodarki napędzanej wiedzą wykorzystującej nowoczesne technologie jako podstawę rozwoju, powstaje nowa kategoria społeczeństwa, określana jako społeczeństwo sieciowe. W społeczeństwie tym większość aspektów życia zostaje poddane digitalizacji. Z uwagi na powszechny charakter tego zjawiska stanowi ono stymulator rozwoju terytorialnego i społeczno-gospodarczego [Przygodzki 2011, s. 56]. W powyższym zestawieniu wykorzystania ICT przez polskie przedsiębiorstwa przeważają województwa o dużych ośrodkach miejskich. Dobrze widać jest także dysonans pomiędzy Wschodem a Zachodem. Zróżnicowanie przestrzenne wykorzystania nowoczesnych technologii przez polskie przedsiębiorstwa jest pochodną wielu uwarunkowań regionalnych. Literatura przedmiotu dowodzi, że brak dostępu do rozwiązań ICT stanowi źródło powiększających się rozbieżności rozwojowych, a także rosnącej luki społeczno-gospodarczej poszczególnych państw i regionów. Opierając się na dotychczasowych wynikach badań, można postawić tezę, że przyczyną dysproporcji w rozwoju społeczno-gospodarczym występujących pomiędzy województwami jest poziom innowacyjności, infrastruktury społecznej i technicznej, wykształcenia mieszkańców, otoczenia biznesu itp. [Richert-Kazimierska 2008, s. 273]. W związku z powyższym rozwój infrastruktury ICT, rozwój społeczeństwa informacyjnego pozostaje w ścisłej relacji z rozwojem regionalnym. Zjawiska te wraz z ich potencjałami i czynnikami cząstkowymi wzajemnie się determinują i dopełniają. W modelu gospodarki opartej na wiedzy o powodzeniu danego układu przestrzennego decydują trzy czynniki: technologia, talent i tolerancja, zgodnie z koncepcją 3T R. Floridy. Zaawansowana technologia, umiejętność korzystania z jej możliwości, wysoka kultura informacyjna przesądzają o konkurencyjności regionu. Siłą danej jednostki terytorialnej jest odpowiednio wykwalifikowana i utalentowana kadra, której tolerancyjne środowisko powinno zapewnić wysoki standard życia oraz możliwość rozwoju zawodowego, a także różne formy kształcenia ustawicznego, np. nauczanie na odległość, będące rezultatem rewolucji telekomunikacyjnej [Płoszaj 2007, s. 9]. Kreatywna i kompetentna kadra warunkuje kierunek i szybkość rozwoju danego regionu [Przygodzki 2011, s. 59]. Ludzie wykształceni częściej inwestują w nowoczesne rozwiązania i chętniej rozwijają swoje umiejętności z zakresu ich obsługi. W relacjach z otoczeniem oddziałują na nie poprzez wzmacnianie jego świadomości i kwalifikacji technologicznych. Wobec tego konieczne jest rozbudowywanie oferty edukacyjnej na poziomie szkolnictwa zarówno wyższego, jak i zawodowego. Wykorzystanie kapitału ludzkiego w zasadniczy sposób wpływa na stopień równowagi na rynku pracy związany z dynamiką i stanem gospodarki regionalnej [Churski 2008, s. 67].

Absorpcja nowoczesnych technologii w regionie możliwa jest poprzez napływ inwestycji z zewnątrz. Zdaniem B. Domańskiego, w dłuższym czasie oddziaływanie inwestycji na rozwój regionalny jest zdwersyfikowane i zależne od udziału

w wolumenie produkcji, dóbr i usług charakteryzujących się wysoką wartością dodaną. Ważne jest, aby ten wpływ odnosił się także do procesów innowacyjnych, przez które rozumie się nie tylko rozbudowę infrastruktury technologicznej i wzrost jej wykorzystania, ale także ewolucję umiejętności i kompetencji kadry, udzielanie dostawcom wsparcia technicznego oraz umacnianie relacji pomiędzy jednostkami badawczo-rozwojowymi [Domański 2007, s. 485]. Zważywszy na to podstawowym zadaniem polityki regionalnej powinna być maksymalizacja możliwości absorpcyjnych regionów słabo rozwiniętych. Stanowią one bowiem kluczową barierę ich rozwoju [Korenik 2011, s. 152].

4. Podsumowanie

Implementacja rozwiązań ICT w przedsiębiorstwach zrewolucjonizowała możliwości, jakimi dysponują, oraz sposoby prowadzenia ich działalności gospodarczej. Poziom rozwoju technologicznego jest na tyle duży, że dotychczasowe wspomaganie tradycyjnych procesów przez e-biznes, biorąc pod uwagę nie tylko ekonomiczny punkt widzenia, ale także społeczny, powinno być zastępowane wszędzie tam, gdzie jest to pożądane i możliwe. Polskie przedsiębiorstwa, a zwłaszcza MŚP, stanowiące o sile gospodarki narodowej, znacznie odbiegają pod tym względem od przedsiębiorstw krajów Unii Europejskiej. Sytuację tę pogłębia fakt, że zjawisko to wskazuje na duże zróżnicowanie w strukturach regionalnych. Wykorzystanie szans, jakie stwarza integracja z Unią Europejską i związana z tym idea regionalizmu, daje możliwość minimalizacji bądź też wyeliminowania tego problemu poprzez wyrównanie poziomów w mniej i bardziej rozwiniętych regionach oraz ich stopniową spójność. Środkiem zaradczym może być zwiększanie świadomości przedsiębiorców poprzez szkolenia z zakresu e-biznesu oraz popularyzowanie korzyści, jakie niosą za sobą technologie ICT, których użytkowanie w globalnej gospodarce jest zasadniczym elementem budowania przewag konkurencyjnych.

Literatura

- Chmielarz W. [2007], *Systemy elektronicznego biznesu*, Difin, Warszawa.
- Churski P. [2008], *Czynniki rozwoju regionalnego i polityka regionalna w Polsce w okresie integracji z Unią Europejską*, Wydawnictwo Naukowe UAM, Poznań.
- Domański B. [2007], *Mechanizmy terytorialnego różnicowania inwestycji kapitałowych*, www.mrr.gov.pl.
- Goliński M. [2011], *Społeczeństwo informacyjne – geneza koncepcji i problematyka pomiaru*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.

- Korenik S. [2011], *Region ekonomiczny w nowych realiach społeczno-gospodarczych*, CeDeWu, Warszawa.
- Metody oceny rozwoju regionalnego* [2006], red. D. Strahl, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław.
- Molski M., Łacheta M. [2007], *Audyty systemów informatycznych*, Helion, Gliwice.
- Nowakowski M. [2006], *Podstawy e-biznesu*, red. A. Szewczyk, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Płoszaj A. [2007], *Technologie informacji i komunikacji (ICT) a rozwój regionów* [w:] *Oddziaływanie inwestycji ICT na rozwój regionalny. Aspekty społeczne i ekonomiczne*, red. K. Głomb, Stowarzyszenie „Miasta w Internecie”, Warszawa–Tarnów.
- Przygodzki Z. [2011], *Region wiedzy – wiedza i kapitał ludzki a rozwój regionu* [w:] A. Nowakowska, Z. Przygodzki, M.E. Sokołowicz, *Region w gospodarce opartej na wiedzy*, Difin, Warszawa.
- Richert-Kazimierska A. [2008], *Spółczesność informacyjna w rozwoju regionalnym* [w:] *Współczesne aspekty informacji*, red. J. Goliński, K. Krauze, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.
- Runiewicz M. [2007], *Oddziaływanie inwestycji ICT na rozwój państw i regionów UE – wprowadzenie do tematyki* [w:] *Oddziaływanie inwestycji ICT na rozwój regionalny. Aspekty społeczne i ekonomiczne*, red. K. Głomb, Stowarzyszenie „Miasta w Internecie”, Warszawa–Tarnów.
- Szymanek W. [2010], *Wyposażenie przedsiębiorstw w ICT* [w:] *Spółczesność informacyjna w liczbach 2010*, Ministerstwo Spraw Wewnętrznych i Administracji, Warszawa.
- Zeliaś A. [2000], *Metody statystyczne*, PWE, Warszawa.

Streszczenie

Rosnące zróżnicowanie polskich regionów pod względem poziomu rozwoju stało się ważnym problemem współczesnej gospodarki. O podziale na regiony opóźnione i wysoko rozwinięte decydują nie tylko różnice w poziomie życia ludności, lecz także dywersyfikacja w wykorzystaniu ICT przez podmioty indywidualne i gospodarcze. Zjawisko to hamuje proces rozwoju społeczno-gospodarczego kraju. W artykule podjęto próbę oceny wykorzystania technologii informacyjno-komunikacyjnych przez polskie przedsiębiorstwa w 2010 r. w porównaniu z krajami Unii Europejskiej oraz w strukturach regionalnych na podstawie danych statystycznych Eurostatu i Głównego Urzędu Statystycznego.

Słowa kluczowe: społeczeństwo informacyjne, ICT, e-rozwoj, e-biznes.

Polish Companies and ICT Infrastructure – A Regional Perspective

The growing disparity in development between Poland's regions has become a pressing problem for the country's economy today. Here disparity applies not only to the standard of living, but also to information and communication technologies (ICTs) used by both individual and larger business entities, and it indicates the division into well-developed

and underdeveloped regions. This phenomenon is slowing down the country's socio-economic development. The article assesses the use of ICTs by Polish enterprises in 2010 relative to other EU member countries and regional structures based on statistical data provided by Eurostat and The Central Office of Statistics.

Keywords: information society, ICT, e-development, e-business.

Agata Lulewicz-Sas
Katedra Zarządzania Produkcją
Politechnika Białostocka

Koncepcja społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw w ekonomii instytucjonalnej*

1. Wprowadzenie

F. Bastiat [2003, s. 13] stwierdził: „w ekonomii każdy czyn, zwyczaj, prawo lub instytucja nie pociąga zwykle jednego, a wiele następstw. Z nich jedne są natychmiastowe – te widać, inne pojawiają się stopniowo – tych nie widać. Dobrze, kiedy możemy je przewidzieć. Między złym a dobrym ekonomistą jest tylko jedna różnica: pierwszy dostrzega i bierze pod uwagę skutki widoczne i bezpośrednie, drugi przewiduje również odległe. Ta różnica ma jednak zasadniczy charakter, gdyż prawie zawsze skutki bezpośrednie są odmienne od ostatecznych. Stąd zły ekonomista szuka niewielkiej aktualnej korzyści i przedkłada ją nad wielkie straty w przyszłości, dobry szuka korzyści trwałych, ryzykując nawet przejściowe ofiary”. Ekonomisci opowiadający się za koncepcją społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw (*corporate social responsibility*, CSR) stanowią, w ujęciu F. Bastiata, kategorię „dobrych ekonomistów”.

Koncepcja społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw nie ma ugruntowanej pozycji w naukach ekonomicznych. Analizowana jest w równej mierze z punktu widzenia dyscypliny ekonomii, jak również dyscypliny nauk o zarządzaniu.

* Artykuł powstał w ramach projektu finansowanego ze środków Narodowego Centrum Nauki, przyznanych na podstawie decyzji nr DEC-2011/01/D/HS4/05665.

Teoretycznych podstaw koncepcji CSR doszukać się można w koncepcji ekonomii instytucjonalnej.

Społeczną odpowiedzialność przedsiębiorstw w ujęciu ekonomicznym można przedstawić jako dobrowolny kodeks postępowania, który stanowi instytucjonalną alternatywę dla obligatoryjnych regulacji państwa, mających na celu ograniczenie potencjalnie szkodliwego dążenia do zysku w warunkach niedoskonałego rynku [Odpowiedzialność biznesu... 2009]. Zjawisko CSR sytuuje się na pograniczu gospodarki i społeczeństwa, czyli obszaru, którym tradycyjnie zajmują się twórcy ekonomii instytucjonalnej. Takie cechy CSR, jak: normatywny charakter, dążenie do regulowania pozarynkowych relacji między organizacją a jej otoczeniem i stawianie za cel pomnażania czy ochrony dobra wspólnego, pozwalają ująć omawianą koncepcję w kategoriach instytucji [Pańków i in. 2010].

W artykule podjęto próbę osadzenia koncepcji społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw w ekonomii instytucjonalnej. Szczegółnej analizie poddano kategorię kosztów transakcyjnych związanych z koncepcją CSR.

2. Obszar badań ekonomii instytucjonalnej

Ekonomia instytucjonalna stanowi ważny nurt badawczy we współczesnej teorii ekonomii. Wyjaśnia zachowania organizacji poprzez istnienie instytucji jako reguł postępowania podmiotów działających, które je tworzą [Gancarzyk 2002]. Ekonomię instytucjonalną zdefiniować można jako opartą na kryteriach racjonalności ekonomicznej oraz na założeniach metodologicznego indywidualizmu – analizę formalnych i nieformalnych instytucji życia gospodarczego i politycznego, jak również analizę różnych systemów społeczno-ekonomicznych oraz związków zachodzących między tymi systemami a funkcjonowaniem gospodarki [Fiedor 2007]. Instytucjonaliści krytykują formalizm ekonomii neoklasycznej, ale nie odrzucają formalistycznych technik, akceptują indywidualizm i uznają za silną stronę teorii neoklasycznej uczynienie punktem wyjścia analizy ekonomicznej rzadkości dóbr i konkurencji. Nie odrzucają teorii neoklasycznej, ale twierdzą, że jest niepełna [Godłów-Legiędź 2005].

Ekonomia instytucjonalna w swym rozwoju wyodrębnia dwa ogólne kierunki badań, jeden rozwijający tradycyjny instytucjonalizm – nowy instytucjonalizm, drugi łączący podejście instytucjonalne z ekonomią neoklasyczną – neoklasyczna ekonomia instytucjonalna (neoinstytucjonalizm). Do nowego instytucjonalizmu zaliczyć można cztery grupy teorii:

– teorie o charakterze historyczno-ewolucyjnym (teoria D. Northa, ekonomia instytucjonalno-ewolucyjna, np. G.M. Hodgson, teorie zmian instytucjonalnych, np. koncepcja przyspieszonego uprzemysłowienia R. Nurkse czy koncepcja reform społecznych G. Myrdala),

– teorie interesów ekonomicznych (teoria interesu publicznego, teoria pogoni za rentą, teoria demokracji Downsa, teoria grup interesu Olsona, teoria biurokracji Niskanena),

– teorie podejmowania decyzji kolektywnych (teoria wyboru społecznego – ekonomia dobrobytu, teoria wyboru publicznego, nowa makroekonomia polityczna, ekonomia konstytucjonalna),

– teorie regulacji (pozytywno-normatywna teoria regulacji, ekonomiczna teoria regulacji, teoria przechwycenia, francuska „szkoła regulacyjna”).

W skład neoinstytucjonalizmu wchodzi takie teorie, jak [Staniek 2007]:

– teoria praw własności i inne teorie własnościowe (np. teoria wspólnych zasobów *common pool resources* E. Ostrom, teoria podzielnych praw własności),

– teoria kontraktów,

– instytucjonalne teorie przedsiębiorstwa (kontraktualna teoria przedsiębiorstwa, behawioralne i menedżerskie teorie przedsiębiorstwa),

– teoria kosztów transakcyjnych,

– teoria agencji (w tym model pryncypała-agenta),

– teoria *corporate governance* (w tym teoria interesariuszy).

W kontekście koncepcji społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw szczególnie przydatna jest analiza kosztów transakcyjnych oraz teoria interesariuszy. W artykule zajęto się tylko zagadnieniem kosztów transakcyjnych.

3. Instytucje w koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu

W literaturze przedmiotu pojęcie instytucji jest w różny sposób interpretowane. T. Veblen [1924] zdefiniował instytucje jako coś w rodzaju zwyczaju, który stał się powszechnie akceptowany. Z kolei J.R. Commons [1934] instytucje traktuje jako działania zbiorowe w celu kontroli działań indywidualnych, przy czym działania zbiorowe obejmują zarówno niezorganizowane zwyczaje, jak i zorganizowane i dobrze funkcjonujące organizacje, takie jak np. państwo, przedsiębiorstwo, związki zawodowe. D.C. North [1997] instytucje traktuje jako reguły gry, wymyślone przez człowieka normy i ograniczenia kształtujące międzyludzkie relacje. Za twórców owych reguł gry uznać można organizacje. Organizacje powstają po to, by realizować i egzekwować funkcjonowanie instytucji [Gancarczyk 2002].

Instytucje tworzone są przez czynniki o charakterze formalnym (instytucje formalne, zwane też kierującymi), jak również czynniki o charakterze nieformalnym (instytucje nieformalne). Pierwszą grupę instytucji tworzą głównie uregulowania prawne (konstytucja, rozporządzenia, zarządzenia itp.). W. Bieńkowski do czynników kształtujących instytucje formalne zaliczył także instytucje o organizacyjnym charakterze odpowiedzialne za implementację prawa, a więc przede wszystkim instytucje państwowe, takie jak administracja rządowa wszyst-

kich szczebli, sądy, przedsiębiorstwa, policja, urzędy skarbowe, a także instytucje finansowe w stopniu, w jakim wykonują obowiązek utrzymywania wiarygodności systemu finansowego i stabilności pieniądza [Bieńkowski 2006]. Instytucje o charakterze nieformalnym tworzą głównie uwarunkowania kulturowe (tradycja, zwyczaje, religia, przyzwyczajenia, normy moralne). D.C. North [1994] podkreśla, że instytucje formalne mogą zmieniać się z dnia na dzień, podczas gdy instytucje nieformalne zmieniają się bardzo powoli. Instytucje nieformalne (obowiązujące przez długi okres) mogą zmienić się w instytucje formalne. Z upływem czasu instytucje formalne, jak i nieformalne ulegają zmianom lub całkowitej eliminacji, a w ich miejsce pojawiają się nowe instytucje.

Tworzenie instytucji może być narzucone przez interesariuszy wewnętrznych i zewnętrznych oraz dobrowolne – jako naturalne dążenie do wprowadzenia określonych zasad regulacji stosunków między interesariuszami a organizacją. Instytucje przyczyniają się do zmniejszenia niepewności [North 1990], a także zwiększają przewidywalność ludzkich zachowań [Pejovich 1995]. Eliminują, zmniejszają lub nie dopuszczają do powstania konfliktu między organizacją a interesariuszami. Zdaniem A. Wojtyny [2002] instytucje i zamiana instytucjonalna są ujmowane jako sposób internalizacji efektów zewnętrznych oraz osiągnięcia zbiorowych korzyści w wyniku skoordynowanych i kooperatywnych zachowań. Celem pośrednim instytucji jest zmniejszenie ryzyka i obniżenie kosztów transakcyjnych [Rudolf 2010]. Wysokość kosztów transakcyjnych w zasadniczym stopniu zależy od funkcjonowania instytucji. Instytucje można scharakteryzować jako:

- stworzone przez człowieka mechanizmy mające na celu kształtowanie wzajemnych oddziaływań różnych podmiotów; instytucje warunkują zachowania podmiotów i relacje między nimi,

- mechanizmy zmienne w czasie, przy czym jedne z nich szybko podlegają zmianom, a inne są względnie stabilne (zmiany może wymusić konkurencja, zmiany ustrojowe, dążenie do wzrostu skuteczności i efektywności podejmowanych działań),

- zbiór formalnych (zapisanych, narzuconych odgórnie, powszechnie obowiązujących, np. ogólnokrajowe lub międzynarodowe przepisy prawne) i nieformalnych (tworzonych oddolnie przez podmioty i obowiązujących tylko określone podmioty) reguł mających na celu kształtowania zachowań podmiotów.

Tak opisane instytucje mogą być wkomponowane w koncepcję społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw i mogą stanowić podstawę wyodrębnienia struktury instytucjonalnej. Instytucjonalizacja społecznej odpowiedzialności polega na przyjmowaniu pewnego zespołu społecznie pożądaných zasad odpowiedzialności, uznawanych przez przedsiębiorstwa i otoczenie biznesu [Pańków i in. 2010].

Strukturę instytucjonalną koncepcji społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw tworzą:

– instytucje formalne – przykładowo standardy społecznej odpowiedzialności biznesu (np. ISO 26000), międzynarodowe i krajowe normy, rozporządzenia, np. dyrektywa EMAS, systemy zarządzania (przykładowo system zarządzania środowiskowego według normy serii PN-EN ISO 14000, system zarządzania bezpieczeństwem i higieną pracy); tworzenie instytucji formalnych wynika z potrzeby dokumentowania i przedstawiania interesariuszom efektów ciągłego doskonalenia organizacji;

– instytucje nieformalne – sformułowane przez określony podmiot normy etyczne, kodeksy i zwyczaje postępowania, wzorce zachowań, dobre praktyki.

Instytucje formalne mają charakter powszechnie obowiązujących reguł, podczas gdy instytucje nieformalne tworzone są przez organizacje je wdrażające i tylko im służą, ale w miarę upływu czasu stają się powszechniejsze.

Zarówno formalne, jak i nieformalne instytucje mogą działać efektywnie, jeśli towarzyszą im określone mechanizmy egzekwowania zachowań zgodnych z normami i wartościami narzuconymi w ramach instytucji [Pańków i in. 2010]. Monitorowaniem i egzekwowaniem realizacji instytucji formalnych zajmują się strony zewnętrzne (np. państwo, firmy certyfikujące). Za nieprzestrzeganie reguł formalnych (instytucji formalnych) grożą określone sankcje. W przypadku instytucji nieformalnych nie ma zewnętrznej kontroli. Nierespektowanie tego typu instytucji nie jest zagrożone skutkami prawnymi, a jedynie oceniane jest w kategoriach etycznych. Z funkcjonowaniem instytucji związane są określone koszty. Jednym z ich rodzajów są koszty transakcyjne.

4. Koszty transakcyjne związane z koncepcją społecznej odpowiedzialności biznesu

Koszty transakcyjne są miarą jakości i stabilności instytucji [Bieńkowski 2006]. Funkcjonowanie instytucji pozwala zmniejszyć te koszty oraz ograniczyć niepewność w procesach gospodarowania [Ząbkowicz 2003]. Koszty transakcyjne, podobnie jak inne koszty, podlegają ocenie na podstawie kryterium ich optymalizacji.

Transakcje stanowią jeden z najważniejszych elementów analizy ekonomicznej na gruncie nowej ekonomii instytucjonalnej. O. Williamson [1998] definiuje termin transakcji w następujący sposób: „transakcja następuje wówczas, gdy dobro lub usługa są przemieszczane przez technologicznie odrębny interfejs. Jedno stadium aktywności się kończy, a nowe zaczyna. Przy dobrze działającym interfejsie, jak przy dobrze działającej maszynie, owe transfery dokonują się gładko. W systemie mechanicznym zwracamy uwagę na tarcie: czy przekładnia zazębia się, czy części są naoliwione, czy nie ma zbędnego poślizgu lub innej straty energii? Ekonomicznym odpowiednikiem tarcia jest koszt transakcyjny: czy

strony wymiany współdziałają harmonijnie, czy też występują ciągłe nieporozumienia i konflikty prowadzące do opóźnień, załamania i innych zakłóceń?”.

Koszty transakcyjne rozpatruje się, przyjmując dwa założenia o charakterze behawioralnym: zachowanie ludzkie charakteryzuje oportunizm i ograniczona racjonalność. Spełnienie obu założeń warunkuje wystąpienie kosztów transakcyjnych [Gorynia 1999].

Podstawowe założenia, na których budowana jest koncepcja kosztów transakcyjnych, są następujące [Gancarczyk 2002]:

- traktowanie przedsiębiorstwa jako funkcji zarządzania, nie zaś jedynie jako funkcji produkcji, a więc położenie akcentu na aspekt organizacyjny,
- uznanie instytucji, obok ekonomicznej efektywności, za wyznacznik ludzkiego działania,
- przyjęcie transakcji za jednostkę analizy i uznanie, że transakcje generują koszty związane z ich zawieraniem i realizacją,
- wprowadzenie do rozważań kosztów informacji i przyjęcie, że dostęp do informacji nie jest jednakowy dla stron rynkowej wymiany (asymetria informacyjna),
- uznanie kontraktów za niekompletne (nie jest możliwe doprecyzowanie wszystkich warunków), a przez to pozostawiające zagrożenie oportunistycznym stronom.

W literaturze przedmiotu nie ma jednoznaczności w definiowaniu kosztów transakcyjnych (tabela 1). Niedostatek wyraźnie sformułowanych definicji w teorii naukowej świadczy o tym, że znajduje się ona *in statu nascendi* [Hardt 2005].

Tabela 1. Definicje kosztu transakcyjnego

Definicja	Źródło
Koszt wejścia na rynek czy to w formie założenia przedsiębiorstwa produkcyjnego lub firmy dystrybucyjnej, czy to poprzez zaistnienie produktu na rynku w sposób formalny Koszt funkcjonowania na rynku jako producent czy jako sprzedawca dóbr i usług Koszt wyjścia z rynku, czyli koszt likwidacji biznesu wtedy, gdy dalsze funkcjonowanie na rynku jako producent czy marka przestaje być życzeniem danego podmiotu gospodarczego	[Bieńkowski 2006]
Koszty korzystania z mechanizmu cenowego	[Coase 1937]
Koszty funkcjonowania systemu gospodarczego	[Arrow 1979]
Koszty transakcyjne to komparatywne koszty planowania, adaptacji i nadzoru nad wypełnianiem zadań w różnych strukturach zarządzania	[Williamson 1998]
Koszty transakcyjne powstają dlatego, że ludzie kierują się ograniczoną racjonalnością w otoczeniu, które cechuje złożoność i niepewność. Ograniczeniem ludzkiej racjonalności i zarazem źródłem powstawania kosztów transakcji jawi się niekompletność wiedzy, asymetryczność informacji i niepewność dotyczące zachowań innych „graczy”	[Ząbkowicz 2003]

cd. tabeli 1

Definicja	Źródło
Koszty transakcji obejmują koszty ustanowienia, korzystania i zmiany instytucji oraz organizacji	[Furubotn i Richter 1997]
Ekonomia kosztów transakcyjnych jest komparatywnym, instytucjonalnym podejściem do badań nad organizacją gospodarczą, w którym podstawową jednostką analityczną jest transakcja; jest to interdyscyplinarne podejście, obejmujące różne aspekty teorii ekonomii, prawa i organizacji; ma stosunkowo szeroki zakres i zastosowanie; absolutnie każdą relację (ekonomiczną czy jakąkolwiek inną), która przyjmuje formę problemu kontraktowego lub którą można tak określić, można z pożytkiem wyrazić w kategoriach kosztów transakcyjnych; dotyczy to większości jawnych i ukrytych relacji kontraktowych	[Williamson 1985, 1998]
Koszty transakcyjne składają się z kosztów poszukiwania informacji i negocjacji związanych z zawieraniem kontraktu (np. przeniesieniem praw własności) oraz kosztów kontroli wynikających z egzekwowania tego kontraktu; koszty te pojawiają się wskutek istnienia dóbr heterogenicznych o różnych właściwościach oraz jakości, jak również wskutek zachowania oportunistycznego (rozumianego w uproszczeniu jako oszukiwanie przed zawarciem kontraktu oraz po jego zawarciu)	[Platje 2007]
Koszty transakcyjne to koszty wykorzystywania zasobów ponoszone, gdy jednostki dokonują wymiany praw własności poprzez rynek	[Kasper i Streit 1998]

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeglądu literatury.

Na podstawie przytoczonej literatury można stwierdzić, że nie istnieje jedna, powszechnie stosowana definicja kosztów transakcyjnych. Ogólny i jakościowy charakter definicji kosztów transakcyjnych powoduje trudności w szacowaniu wielkości tych kosztów, a także zakwalifikowanie konkretnego wydatku (kosztu) do kategorii kosztów transakcyjnych.

Koszty transakcyjne analizować można z dwóch perspektyw:

– spojrzenie mikro, tzn. odnoszące się do pojedynczej transakcji i kosztów związanych z jej negocjowaniem i realizacją, przy czym przez transakcję rozumie się przekazywanie i przejmowanie praw własności. W tym ujęciu celem oszczędności na kosztach transakcyjnych byłaby optymalizacja kosztów indywidualnej transakcji;

– spojrzenie makro, pokazujące wpływ kosztów obsługi transakcji na całość systemu gospodarczego. To podejście odwołuje do wpływu kosztów transakcyjnych na koszty funkcjonowania całej gospodarki. Celem oszczędności na kosztach transakcyjnych byłaby optymalizacja kosztów całego systemu gospodarki regionalnej, narodowej [Gancarczyk 2006].

Koszty transakcyjne mogą powstawać na poziomie rynku (rynkowe koszty transakcyjne) oraz na poziomie organizacji (menedżerskie koszty transakcyjne).

W literaturze (zob. np. [Gorynia 1999]) stosowany jest także podział kosztów transakcyjnych na *ex ante* – koszty doprowadzenia do transakcji (np. znalezienie partnerów, sformułowanie warunków kontraktu) oraz *ex post* – koszty stwierdzenia, czy transakcja odbyła się zgodnie z ustalonymi warunkami, koszty rozwiązywania ewentualnych sporów itp. Wymienić też należy podział kosztów transakcyjnych na koszty stałe (specyficzne inwestycje poczynione przy ustanawianiu struktury współrzędzenia, związane z potrzebą zabezpieczeń na rynku na wypadek wystąpienia zachowań oportunistycznych) i zmienne (koszty, które zależą od liczby lub rozmiarów transakcji; obejmują koszty „prowadzenia organizacji”, które można podzielić na koszty poszukiwania informacji oraz koszty powiązane z fizycznym transferem dóbr i usług poprzez dający się oddzielić wzajemny obszar oddziaływania) [Platje 2007].

Wielkość kosztów transakcyjnych uzależniona jest od:

– poziomu zaufania – im wyższy wskaźnik zaufania, tym koszty transakcyjne są niższe (przy braku zaufania konieczne jest wprowadzenie zabezpieczeń transakcji, sankcji) [Arrow 1969];

– częstotliwości transakcji – im wyższa częstotliwość, a więc więcej kontraktów krótkoterminowych, tym łatwiej je modyfikować (mniejsza niepewność), co wiąże się jednak z wyższymi kosztami transakcyjnymi niż w przypadku kontraktu długoterminowego [Hardt 2005];

– specyfiki aktywów – im większa specyfika aktywów, tj. ich dostosowanie do potrzeb odbiorcy powodujące, że tracą wartość w sytuacji alternatywnego zastosowania, tym większa częstotliwość transakcji rynkowych. Absolutne koszty transakcyjne wówczas nie zmieniają się, rośnie jednak poziom kosztów dotyczących wymiany z określonym podmiotem. Uzależnienie wywołane specyfiką aktywów podnosi koszty zmiany dla dostawcy, który w tej sytuacji niepewność w kalkuluje w cenę swojej oferty [Gancarczyk 2010];

– ograniczeń informacyjnych – im mniejsze ograniczenia informacyjne, tym niższe koszty transakcyjne [Staniek 2005].

J. Platje [2007] do czynników obniżających koszty transakcyjne zaliczył: konkurencyjne rynki, właściwie określone prawa własności, kapitał społeczny, sygnalizowanie (tzn. instytucje, które przekazują określony sygnał (informację), tj. dyplom – *signalling*), wolność gospodarcza, *hardware* w formie infrastruktury fizycznej i systemów informatycznych, usprawnienia na poziomie struktur współrzędzenia (np. logistyka i usprawnienia organizacyjne) oraz wydajne instytucjonalne struktury współrzędzenia w postaci sprawnie funkcjonującego systemu sądowniczego i właściwie działającej administracji publicznej.

W odniesieniu do kosztów transakcyjnych stawia się zarzut, że nie są one mierzalne. Wśród podstawowych ograniczeń związanych z pomiarem kosztów transakcyjnych należy wymienić:

- różnorodność stosowanych definicji kosztów transakcyjnych,
- trudność oddzielenia w praktyce kosztów transakcyjnych i kosztów produkcji, które nawzajem się warunkują i mają wspólne źródła,
- możliwość pomiaru tylko w odniesieniu do wykonanych transakcji i występujących na danych rynkach rodzajów działalności,
- ścisłe związanie kosztów transakcyjnych z uwarunkowaniami regionalnymi (politycznymi, kulturowymi itd.), co powoduje konieczność wzięcia pod uwagę wielu zmiennych [Gancarczyk 2006].

Na zarzut związany z pomiarem wielkości kosztów transakcyjnych O.E. Williamson odpowiedział, że nie trzeba znać absolutnego poziomu kosztów transakcyjnych, wystarczy nieraz porównać różne możliwe rozwiązania, aby stwierdzić, kiedy koszty transakcyjne będą większe lub mniejsze [Gruszecki 2002].

Działania realizowane w ramach koncepcji społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw powodują powstawanie kosztów transakcyjnych. Koszty te związane są z tworzeniem instytucji formalnych (koszty organów administracji państwowej, podmiotów tworzących określone standardy), a także instytucji nieformalnych (koszty podmiotów realizujących koncepcję CSR).

Z tworzeniem instytucji formalnych związane są następujące koszty transakcyjne:

- koszty procesu tworzenia aktów prawnych regulujących kwestie społecznej odpowiedzialności biznesu (koszty legislacji),
- koszty funkcjonowania organów (na szczeblu państwowym, ogólnokrajowym, międzynarodowym) odpowiedzialnych za realizację koncepcji społecznej odpowiedzialności,
- koszty szkoleń, pozyskiwania informacji przez organy tworzące instytucje formalne,
- koszty związane z błędami legislacyjnymi i błędnymi decyzjami zwiazanymi z realizacją koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu,
- koszty związane z tworzeniem ram instytucjonalnych i organizacyjnych służących realizacji koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu,
- koszty związane z monitorowaniem i egzekwowaniem przestrzegania określonych zachowań podmiotów wdrażających CSR z uregulowaniami prawnymi,
- koszty związane z prowadzeniem działalności informacyjnej i edukacyjnej wśród społeczeństwa w zakresie koncepcji społecznej odpowiedzialności.

Koszty tworzenia instytucji nieformalnych są zdecydowanie niższe niż instytucji formalnych. Instytucje te to najczęściej niepisane zwyczaje, obyczaje, tradycja, kultura, wzorce zachowań, które rozpowszechniane są wśród pracowników i nie są związane z żadnymi kosztami. Instytucje nieformalne to także tworzone przez organizacje kodeksy zachowań, normy prawne i etyczne, które generują powstanie kosztów transakcyjnych związanych przede wszystkim

z kampanią informacyjną (szkolenia, doradztwo), a także koszty związane z egzekwowaniem nieprawidłowych zachowań.

Koszty transakcyjne koncepcji społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw można podzielić na:

- koszty wdrożenia działań społecznie odpowiedzialnych,
- koszty realizacji koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu.

Z wdrożeniem i realizacją koncepcji społecznej odpowiedzialności związane są następujące rodzaje kosztów:

- koszty pozyskiwania informacji o uregulowaniach prawnych, standardach społecznej odpowiedzialności biznesu,
- koszty prowadzenia konsultacji ze wszystkimi interesariuszami, mających na celu poznanie ich opinii na temat celowości, zakresu współpracy w ramach koncepcji społecznej odpowiedzialności,
- koszty związane z budową i funkcjonowaniem odpowiedniej infrastruktury organizacyjnej odpowiedzialnej za koncepcję CSR,
- koszty wdrażania standardów CSR (w tym również koszty związane z przygotowaniem stosownych dokumentów oraz koszty certyfikacji),
- koszty działalności informacyjnej i edukacyjnej prowadzonej wśród pracowników, jak również innych zainteresowanych stron,
- koszty związane z kontrolą przestrzegania wdrożonych regulacji formalnych, jak i nieformalnych.

Realizacja koncepcji społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw z jednej strony związana jest z koniecznością ponoszenia kosztów transakcyjnych (realizacja określonych instytucji formalnych i nieformalnych), z drugiej natomiast z ograniczeniem wielkości ponoszonych kosztów transakcyjnych przez organizacje (wdrożenie instytucji zmniejsza niepewność i ryzyko, zwiększa przejrzystość, zaufanie do organizacji itp., a to przekłada się na większy jej zysk).

5. Podsumowanie

W literaturze przedmiotu znaleźć można nieliczne opracowania dotyczące koncepcji społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw z perspektywy ekonomii instytucjonalnej. Z przeprowadzonej analizy wynika, że teoria instytucjonalna (nowa ekonomia instytucjonalna) stanowi ważne narzędzie analizy koncepcji społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw.

Na podstawie przeprowadzonych rozważań dotyczących koncepcji społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw w aspekcie teorii instytucjonalnej można sformułować następujące wnioski:

- koncepcja społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw powinna być analizowana w kontekście nowej ekonomii instytucjonalnej, a szczególnie teorii kosztów transakcyjnych i teorii interesariuszy,
- realizacja koncepcji CSR wymaga stworzenia odpowiedniej struktury instytucjonalnej (formalnej i nieformalnej),
- efektywne działanie instytucji możliwe jest dzięki istnieniu mechanizmów egzekwowania zachowań organizacji,
- funkcjonowanie instytucji (w tym także instytucji związanych z realizacją koncepcji społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw) wiąże się z koniecznością ponoszenia kosztów transakcyjnych,
- realizacja koncepcji społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw skutkuje ograniczeniem wielkości ponoszonych kosztów transakcyjnych przez organizacje (wdrożenie instytucji zmniejsza niepewność i ryzyko, zwiększa przejrzystość, zaufanie do organizacji itp., a to przekłada się na większą konkurencyjność i zysk).

Literatura

- Arrow K.J. [1969], *The Organization of Economic Activity: Issues Pertinent to the Choice of Market versus Nonmarket Allocation* [w:] *The Analysis and Evaluation of Public Expenditure: The PPB System*, vol.1, US Joint Economic Committee, 91 st. Congress, 1st Session, US Government Printing Office, Washington.
- Arrow K.J. [1979], *Eseje o teorii ryzyka*, przekład A. Ehrlich, PWN, Warszawa.
- Bastiat F. [2003], *Co widać i czego nie widać*, Instytut Liberalno-Konserwatywny (tłum. P. Stachura), Dextra, Lublin, Rzeszów.
- Bieńkowski W. [2006], *Wpływ instytucji na rozwój gospodarczy i konkurencyjność krajów postkomunistycznych. Kilka uwag w odniesieniu do Polski i Rosji*, „Optimum. Studia Ekonomiczne”, nr 2(30).
- Coase R.H. [1937], *The Nature of the Firm*, „Economica”, New Series, vol. 4, nr 16.
- Commons J.R. [1934], *Institutional Economics*, Macmillan, New York.
- Fiedor B. [2007], *Nowa ekonomia instytucjonalna a zrównoważony rozwój* [w:] *Obszary badań nad trwałym i zrównoważonym rozwojem*, red. B. Poskrobko, Wydawnictwo WSE w Białymstoku, Białystok.
- Furubotn E.G., R. Richter R. [1997], *Institutions and Economics Theory. The Contribution of the New Institutional Economics*, The University of Michigan Press, Ann Arbor.
- Gancarczyk M. [2002], *Instytucja a organizacja w nowej ekonomii instytucjonalnej*, „Gospodarka Narodowa”, nr 5–6.
- Gancarczyk M. [2006], *Koszty transakcyjne – teoria i sposób pomiaru*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa”, nr 6.
- Gancarczyk M. [2010], *Struktura zarządzania w ujęciu O.E. Williamsona jako przedmiot decyzji menedżerskich*, „Organizacja i Kierowanie”, nr 2(140).
- Godłów-Legiędź J. [2005], *Transformacja ustrojowa z perspektywy nowej ekonomii instytucjonalnej*, „Ekonomista”, nr 2.
- Gorynia M. [1999], *Przedsiębiorstwo w nowej ekonomii instytucjonalnej*, „Ekonomista” nr 6.

- Gruszecki T. [2002], *Współczesne teorie przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa.
- Hardt Ł. [2005], *Instytucje a koszty transakcyjne w nowej ekonomii instytucjonalnej*, „Gospodarka Narodowa”, nr 1–2(161–162).
- Kasper M., Streit M.E. [1998], *Institutional Economics*, Edward Elgar Publishing Company, INC., Cheltenham.
- North D.C. [1990], *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge.
- North D.C. [1994], *Economic Performance through Time*, „American Economic Review”, nr 3.
- North D.C. [1997], *The Contribution of the New Institutional Economics to an Understanding of the Transition Problem*, „Wider Annual Lectures”, Helsinki, vol. 1.
- Odpowiedzialność biznesu. Teoria i praktyka* [2009], red. N.C. Smith, G. Lenssen, Wyd. Studio Emka, Warszawa.
- Pańków W. i in. [2010], *Oblicza społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa.
- Pejovich S. [1995], *Economic Analysis of Institutions and Systems*, Boston.
- Platje J. [2007], *Bodźce i koszty transakcyjne a zmiany instytucjonalne oraz stan polskiej gospodarki w latach 1970–2000*, Wydawnictwo Uniwersytetu Opolskiego, Studia i Monografie nr 387, Opole.
- Rudolf S. [2010], *Nowa ekonomia instytucjonalna*, „Przedsiębiorstwo Przyszłości”, Kwartalnik Wyższej Szkoły Zarządzania i Prawa im. Heleny Chodakowskiej, nr 1(2).
- Staniek Z. [2005], *Uwarunkowania i wyznaczniki efektywności systemu instytucjonalnego* [w:] *Szkice ze współczesnej teorii ekonomii*, red. W. Pacho, SGH, Warszawa.
- Staniek Z. [2007], *Zróżnicowanie ekonomii instytucjonalnej*, maszynopis prezentowany podczas seminarium, „Dylematy Metodologiczne”, SGH, Warszawa.
- Veblen T. [1924], *Absentee Ownership and Business Enterprise in Recent Times: The Case of America*, George Allen & Unwin, London.
- Williamson O.E. [1998], *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, Free Press, New York, wyd. polskie: *Ekonomiczne instytucje kapitalizmu* (tłum. J. Kropiwnicki), PWN, Warszawa.
- Wojtyna A. [2002], *Nowe kierunki badań nad rolą instytucji we wzroście i transformacji*, „Gospodarka Narodowa”, nr 10.
- Ząbkowicz A. [2003], *Współczesna ekonomia instytucjonalna wobec głównego nurtu ekonomii*, „Ekonomista”, nr 6.

Streszczenie

Koncepcja społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw nie ma ugruntowanej pozycji w naukach ekonomicznych. Analizowana jest w równej mierze z punktu widzenia dyscypliny ekonomii, jak i dyscypliny nauk o zarządzaniu. Teoretycznych podstaw tej koncepcji doszukać się można w koncepcji ekonomii instytucjonalnej, a szczególnie w teorii kosztów transakcyjnych. W artykule podjęto próbę umiejscowienia koncepcji społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw w ekonomii instytucjonalnej.

Słowa kluczowe: społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw, ekonomia instytucjonalna, instytucje, koszty transakcyjne.

The Concept of Corporate Social Responsibility in Institutional Economics

The concept of corporate social responsibility is not well established in economics. It has been analysed in equal measure from two perspectives – economics and management science. The theoretical foundations of the concept of CSR can be traced to the concept of institutional economics, particularly transaction cost theory. This article attempts to locate the concept of corporate social responsibility in the framework of institutional economics.

Keywords: corporate social responsibility, institutional economics, institutions, transaction costs.

Rafał Morawczyński

Katedra Przedsiębiorczości i Innowacji

Ujawnianie ryzyka przez spółki debiutujące na rynku NewConnect. Badanie empiryczne

1. Wprowadzenie

Rynek NewConnect (NC) został otwarty w 2007 r. przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie jako Alternatywny System Obrotu (ASO). Rozwiązanie to jest implementacją idei, której szkic powstał w 2005 r. wraz z wejściem w życie Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (UoOb, Dz.U. 2005, nr 183, poz. 1538). Spółki notowane na takim rynku nie muszą spełniać wielu wymagań, przed jakimi stoją podmioty starające się o dopuszczenie do obrotu na głównym parkiecie. Zasady dopuszczenia są tak liberalne, że o wejście na ten parkiet mogą się starać nawet firmy bardzo małe, będące raczej pomysłami przedsiębiorczymi niż realnymi podmiotami o ugruntowanej pozycji rynkowej. Dlatego idea rynku NC znajduje się na styku zagadnień rozważanych w teorii finansów i przedsiębiorczości. Spółki wchodzące na rynek NC nie muszą przygotowywać prospektu emisyjnego, ale znacznie uproszczony dokument ofertowy kierowany do inwestorów obejmujących akcje w plasowaniu prywatnym oraz dokument informacyjny przekazywany do ASO i zatwierdzany nie przez Komisję Nadzoru Finansowego (KNF), ale przez autoryzowanego doradcę. W początkach funkcjonowania rynku wysuwano wiele obaw o zasadność tworzenia nowej platformy obrotu, wskazując na małe bezpieczeństwo inwestorów oraz trudną do przezwyciężenia asymetrię informacji między nimi a właścicielami spółek (z założenia często będącymi założycielami-przedsiębiorcami).

W artykule starano się odpowiedzieć na pytania:

- czy dokumenty informacyjne mające być ekwiwalentem prospektów emisyjnych dostarczają inwestorom cennej informacji w zakresie ryzyka inwestycyjnego?
- czy istnieje związek między tą informacją a profilem zyskowności z akcji oraz wielkością ryzyka rynkowego?

Zbadano próbkę spółek, które rozpoczęły notowania w pierwszej połowie 2010 r. Badanie poprzedzono rozważaniami teoretycznymi na temat zjawiska nadzwyczajnie wysokich stóp zwrotu po pierwszym dniu notowań, natury ryzyka (w teorii finansów i teorii przedsiębiorczości) oraz wartości informacyjnej dokumentu dopuszczeniowego.

2. Uzasadnienie teoretyczne

Zdecydowana większość spółek wchodzących na rynek NC nie dokonuje publicznej emisji akcji. Korzystają one z drugiej ścieżki przewidzianej w UoOb, a mianowicie emisji prywatnej. Dlatego powstaje pytanie, na ile można do tych spółek odnosić fenomen IPO (*Initial Public Offering*). Wydaje się, że w znacznej mierze jest to uzasadnione. Zgodnie z polskim prawem różnica między ofertą prywatną a ofertą publiczną w zasadzie dotyczy ograniczenia kręgu osób, którym składana jest propozycja objęcia akcji. W emisji prywatnej krąg osób, do których kierowana jest oferta objęcia akcji, nie może przekraczać 99 osób.

IPO jest uważane za punkt przełomowy w życiu spółek. Z chwilą rozpoczęcia notowań na rynku akcyjnym firma zamyka pierwszy, pionierski etap w swojej dotychczasowej historii. Ten pierwszy etap często nazywany jest przedsiębiorczym [Certo i in. 2001]. Tak wygląda to na ogół w przypadku spółek notowanych na głównych rynkach giełdowych w większości krajów, w tym w Polsce. Wydaje się jednak, że w przypadku spółek notowanych na NC etap przedsiębiorczy w większości przypadków nie jest jednak jeszcze zamknięty. Świadczy o tym wiele cech przedsiębiorstw wchodzących na ten parkiet, a mianowicie: ich wiek, wielkość (mierzona zarówno liczbą pracowników, jak i zmiennymi finansowymi – w tym głównie wartością aktywów lub sprzedaży), rozwój struktury, poziom zyskowności, udział w rynku. Wydaje się, że większość powodów, dla których dojrzałe spółki wchodzi na rynek akcji, dotyczy również przedsiębiorstw rozpoczynających notowania na NC. Rynek akcji jest przede wszystkim miejscem pozyskiwania kapitału. Większość spółek wchodzących na NC dokonuje przydziału akcji, a wartość pozyskanego kapitału waha się od kilku do kilkunastu milionów złotych. Są to jednak wartości znacznie odbiegające od tych, które obserwuje się na głównym parkiecie GPW. Młode spółki wchodzi na NC również dlatego, aby wraz ze statusem spółki publicznej uzyskać legitymizację, która pozwala im na łatwiejsze pozyskiwanie zasobów i wchodzenie w relacje z różnymi podmiotami.

Głównym przedmiotem analizy w tym opracowaniu jest ryzyko ujawniane przez spółki wchodzące na NC. Ryzyko jest pojęciem kluczowym, zarówno w teorii finansów, jak i w teorii przedsiębiorczości. Dwoista natura ryzyka polega na tym, że można je rozumieć negatywnie albo neutralnie. W pierwszym przypadku traktuje się go jedynie jako zagrożenie, dostrzega się możliwość poniesienia pewnej szkody, straty albo niezrealizowania się określonego celu działania. W neutralnej koncepcji ryzyka dostrzega się, że ryzyko łączyć można nie tylko z możliwością poniesienia straty, ale też odniesienia korzyści. To drugie spojrzenie na ryzyko pojawia się częściej w opisie życia gospodarczego, którego immanentną cechą jest działanie w celu osiągnięcia korzyści w świadomości, że ostateczny efekt działań może być negatywny [*Zarządzanie ryzykiem...* 2007]. Takie rozumienie jest też bliskie koncepcji ryzyka przyjmowanej w teorii przedsiębiorczości. Szczególnie widać to w pisaniach F. Knighta [1921], który rolę przedsiębiorcy utożsamiał z braniem przez niego na siebie ryzyka. D. Miller [1983], tworząc pojęcie orientacji przedsiębiorczej (*entrepreneurial orientation*), wskazywał z kolei na podejmowanie ryzyka jako jedną z trzech składowych zachowań przedsiębiorczych, obserwowanych głównie na poziomie organizacyjnym (obok proaktywności i innowacyjności).

Z tradycyjnej teorii finansów wynika, że między wielkością ryzyka a stopą zwrotu istnieje dodatnia zależność [Markowitz 1952]. To właśnie ryzyko może być głównym powodem niedoszacowania wartości akcji obejmowanych przez inwestorów przed pierwszym notowaniem [Ibbotson, Sindelar i Ritter 1988]. Tego typu związek jest wywodzony z teorii wyceny aktywów kapitałowych (CAPM) [Sharpe 1964], dlatego można oczekiwać związku między poziomem niepewności, wyrażanym również w postaci możliwych czynników ryzyka, a dodatnią stopą zwrotu w pierwszym dniu notowań [Rock 1986]. Taki związek wykazali empirycznie np. R.P. Beatty i J.R. Ritter [1986]. Jeśli ryzyko ujawniane w prospekcie emisyjnym (dokumencie informacyjnym) jest związane z rzeczywistym profilem ryzyka spółki, to można się również spodziewać, że znajdzie to odzwierciedlenie w zmienności stóp zwrotu po rozpoczęciu notowań [Beatty i Zajac 1994]. Należy oczekiwać pozytywnej relacji między liczbą ujawnianych czynników ryzyka a odchyleniem standardowym dziennych stóp zwrotu po wejściu na giełdę. Ostatnio problematyka związku ryzyka i stóp zwrotu jest coraz częściej badana w kontekście spółek młodych, przedsiębiorczych [Jain, Jayaraman i Kini 2008]. W Polsce zaś badania na ten temat prowadzone były głównie w odniesieniu do spółek z rynku głównego GPW [Siwek 2005, Sukacz 2005].

Ujawniane ryzyko może być rozpatrywane również w kategoriach sygnału [Leland i Pyle 1977]. Według teorii sygnalizacji, w celu redukcji asymetrii informacji emitent musi wysłać do uczestników rynku sygnał, który będzie obserwowalny i znany drugiej stronie. Asymetria informacji co do jakości oferty [Akerlof 1970] powoduje, że inwestorzy obejmujący akcje w ofercie prywatnej

żądadą niższej ceny jako wynagrodzenia za ponoszone przez siebie ryzyko. W związku z tym poziom niedowartościowania ceny emisyjnej w stosunku do ceny rynkowej jest niższy, ale jedynie pod warunkiem, że wysyłany sygnał jest wiarygodny i rozpoznawalny. Na możliwość istnienia odwrotnej relacji między ryzykiem ujawnianym przez spółkę a stopą zwrotu po pierwszym dniu notowań zwracają uwagę J. Murugesu i A.S. Santhapparaj [2010].

Zgodnie z badaniami prowadzonymi nad prospektami emisyjnymi prospekt sam w sobie może stanowić cenny sygnał. Niektórzy uważają prospekt emisyjny nawet za najważniejszy z możliwych do stosowania mechanizmów sygnalizacji [Daily, Certo i Dalton 2005]. Wydaje się jednak, że wartość informacyjna dokumentu ofertowego (dokumentu informacyjnego) jako sygnału jest ograniczona, szczególnie jeśli porówna się go z prospektem emisyjnym. Wyjątkowy charakter prospektu emisyjnego polega na tym, że jest on zatwierdzany przez nadzorcę rynku, którym w Polsce jest obecnie KNF. W przeciwieństwie do prospektu dokument informacyjny jest zatwierdzany jedynie przez autoryzowanego doradcę. W przypadku większości spółek wchodzących na rynek NC, emisja przeprowadzana jest w trybie prywatnym. Inwestorom udostępniany jest dokument ofertowy, którego zawartość teoretycznie może się różnić od dokumentu informacyjnego. W praktyce jednak zawartość informacyjna obu dokumentów jest zbliżona, a często prawie identyczna. Uzasadnione jest więc założenie, że dokument informacyjny zgłaszany do ASO może stanowić podstawę oceny relacji między ujawnianym ryzykiem a decyzjami inwestorów i późniejszym zachowaniem akcji na giełdzie. To założenie jest niezbędne dla empirycznej części tego opracowania, dokument ofertowy jest bowiem udostępniany jedynie inwestorom obejmującym akcje przed pierwszym notowaniem. Publicznie dostępny dokument informacyjny jest jednak na ogół bardzo zbieżny z dokumentem ofertowym w zakresie prezentowanych informacji.

Trzeba również zwrócić uwagę, że nie tylko dokument informacyjny (ofertowy) z natury ma w Polsce wiarygodność niższą niż prospekt emisyjny, także wartość prospektu (zgodnego z UoOb) może być teoretycznie niższa w naszym kraju niż np. w USA. W tym ostatnim przypadku kwestionowana jakość informacji zawartej w prospekcie jest dosyć często podstawą wytaczania sponsorowi emisji procesów przez inwestorów, którzy ponieśli straty w pierwszym dniu notowań [Beatty i Welch 1996]. Dlatego w interesie sponsora emisji leży jak najwyższa jakość informacji prezentowanej w prospekcie. Podsumowując, z samej natury dokumentu informacyjnego (ofertowego) wynika, że informacje w nim zawarte, w tym również dotyczące ryzyka, mogą mieć mniejszą moc jako sygnał i przez to ich znaczenie w procesie wyceny może być również niższe.

Tradycyjnie w teorii wyceny papierów wartościowych kładzie się główny nacisk na zastosowanie w modelach danych ilościowych, w tym przede wszystkim finansowych. Ostatnio jednak wyraźnie zwraca się uwagę na to, że coraz większą

rolę w procesie wyceny na rynku kapitałowym odgrywają też inne niż finansowe (liczbowe) typy informacji. Na przykład V. Beattie [1999, za: Bukh i in. 2005] w odniesieniu do sprawozdań finansowych ocenił, że ich użytkownicy uznają ujawnienia dotyczące czynników ryzyka i jakości zarządzania za niesatysfakcjonujące. W większości prac liczba czynników ryzyka wymienionych w prospekcie jest traktowana jako zmienna niezależna w modelach regresji szacujących wielkość niedoszacowania akcji jako zmienną zależną. Zakłada się przy tym na ogół, że większa liczba ujawnianych czynników ryzyka koreluje dodatnio z wielkością niedoszacowania.

Na szczególną rolę liczby czynników ryzyka ujawnianych w IPO zwrócili uwagę A. Khaled i M.F. Dicle [2007], którzy badali to zagadnienie na grupie debiutantów z branży nowoczesnych technologii na giełdzie NASDAQ. Wyróżnili oni 32 różne rodzaje czynników ryzyka zgłaszane przez emitentów. Podzielili je w celach klasyfikacyjnych na następujące grupy: zagadnienia menedżerskie, zagadnienie związane z handlem międzynarodowym, kwestie technologiczne, kwestie operacyjne, kwestie finansowe, kwestie rynkowe, ekonomiczne i regulacyjne. Wykazali oni, że w procesie wyceny nie wszystkie czynniki ryzyka są uważane przez inwestorów za istotne.

Na podstawie rozważań teoretycznych sformułowano następujące hipotezy:

– hipoteza 1: czynniki ryzyka prezentowane w dokumentach informacyjnych zależą od rodzaju spółek, przy czym spółki z branż wysokich technologii w porównaniu ze spółkami z branż tradycyjnych prezentują częściej ryzyko dające się wiązać z przedsiębiorczością i innowacyjnością,

– hipoteza 2: liczba czynników ryzyka prezentowanych w dokumentach informacyjnych jest pozytywnie związana ze stopą zwrotu na koniec pierwszego dnia notowań w odniesieniu do ceny emisyjnej,

– hipoteza 3: liczba czynników ryzyka prezentowanych w dokumentach informacyjnych jest pozytywnie związana z ryzykiem inwestowania w akcje mierzonym odchyleniem standardowym trzy miesiące po rozpoczęciu notowań.

3. Badanie empiryczne

3.1. Metoda badania i dane

W celu zbadania czynników ryzyka zgromadzono dane na temat spółek, które weszły na rynek NC w pierwszej połowie 2010 r. Wykluczono z badania podmioty, dla których nie można było uzyskać niektórych danych wykorzystywanych w dalszych analizach. Dało to łącznie próbę o wielkości 29 podmiotów. Ze strony internetowej NC pobrano informacje na temat dat debiutu oraz dokumenty informacyjne. Dokumenty informacyjne zostały wykorzystane jako źródło danych na

temat wymienianych przez spółki czynników ryzyka, roku założenia, przedmiotu działalności. Informacje na temat notowań spółek pobrano ze strony internetowej Domu Maklerskiego Banku Ochrony Środowiska SA. Dane pochodzące z tych kilku źródeł skompilowano do jednej bazy danych MS Access, a wyniki liczone za pomocą arkusza kalkulacyjnego MS Excel.

Średni wiek spółek w chwili wejścia na NC wyniósł 9,1 roku. Wiek dwóch najmłodszych spółek wynosił 0 lat, to znaczy, że weszły na giełdę w tym samym roku, w którym były założone. Kolejne 5 spółek miało 1 rok, tyle samo miało 2 lata. 4 spółki były założone na 4 lata przed debiutem. W przypadku 10 spółek ich wiek to 11 lat lub więcej, przy czym najstarsza miała 60 lat.

Badane firmy należą do wielu branż. Stosunkowo więcej jest firm, które można zaklasyfikować jako technologiczne (producenci oprogramowania, firmy wdrażające specjalistyczne technologie, podmioty działające w e-biznesie, spółki *venture capital*, które inwestują w inne przedsięwzięcia). Z tradycyjnych branż pochodzą producenci artykułów budowlanych, deweloper i agencja ochrony.

3.2. Wyniki

3.2.1. Charakterystyka ryzyka

Razem w 29 dokumentach informacyjnych zaprezentowano 669 czynników ryzyka, co daje średnią 23,0 na jeden dokument. Analiza jakościowa czynników ryzyka wymagała sporządzenia listy wszystkich ujawnianych *explicite* czynników. Większość spółek prezentuje je w podziale na trzy części: dotyczące spółki, otoczenia i rynku obrotu. Czasem ten podział był przez nie zmieniany, np. łączono czynniki dotyczące spółki i otoczenia w jedną część. Ten ostatni zabieg świadczy o tym, że trudno jest ustalić wymierne granice między spółką a jej otoczeniem.

Dla celów analitycznych przeprowadzono własny podział. Subiektywnie postanowiono podzielić prezentowane czynniki na cztery grupy: 1) dotyczące samej spółki (wewnętrzne), 2) dotyczące otoczenia bliższego i branży (branża), 3) dotyczące otoczenia dalszego (makrootoczenie), 4) związane z rynkiem NC (platforma).

Ryzyko wewnętrzne

Ryzyko dotyczące samej spółki to najliczniejsza grupa agregująca czynniki ryzyka. Jest to równocześnie grupa najbardziej niejednorodna i sprawiająca problemy klasyfikacyjne. Wynika to przede wszystkim z faktu, że spółki reprezentują różne branże i w związku z tym działają często w zupełnie innych warunkach. Na potrzeby tego opracowania podzielono tę grupę czynników na następujące podgrupy: 1) ryzyko operacyjne, 2) ryzyko prawne, 3) czynniki finansowe, 4) ład korporacyjny, 5) zasoby ludzkie, 6) czynniki związane z przedsiębiorczością,

7) strategia, 8) technologia, 9) czynniki związane z grupą kapitałową, 10) ryzyko spółek portfelowych (tabela 1).

Tabela 1. Występowanie wewnętrznych czynników ryzyka w badanych dokumentach

Nazwa czynnika	Liczba spółek prezentujących/ przypadki występowania
Ryzyko operacyjne	25/103
Ryzyko prawne	18/33
Czynniki finansowe	26/59
Ład korporacyjny	19/27
Zasoby ludzkie	27/36
Czynniki związane z przedsiębiorczością	16/21
Strategia	16/17
Technologia	5/10
Czynniki związane z grupą kapitałową	9/16
Ryzyko spółek portfelowych	2/10

Źródło: opracowanie własne na podstawie badania dokumentów informacyjnych spółek.

Najliczniejszą podgrupę stanowi ryzyko operacyjne, a w grupie ryzyka wewnętrznego jest również najbardziej zróżnicowaną podgrupą. Przykładami pozycji typowych dla tego typu ryzyka są: działalność produkcyjna, skutki awarii maszyn i urządzeń, wahania cen oferowanych towarów, wystąpienie zdarzeń nieprzewidywalnych, awarie łączy telekomunikacyjnych i sprzętu, niekorzystne warunki atmosferyczne, możliwość niepozyskania nowych gruntów, utrata zaufania odbiorców, sezonowość sprzedaży, budowa i eksploatacja elektrowni wodnej, skala działania, ryzyko związane z odbiorcami i dostawcami.

Ryzyko prawne to: wystąpienie efektów ubocznych produktów, ponoszenie odpowiedzialności za jakość sprzedawanych produktów, ryzyko sprostowania błędnych zapisów w statucie spółki, kary umowne, naprawy gwarancyjne, wady prawne nieruchomości, dostęp do informacji poufnych klientów, umowy o zachowaniu poufności, ochrona środowiska.

Czynniki finansowe to m.in.: możliwość utraty płynności finansowej, niewykonanie prognoz, zmienność wyników finansowych, możliwość niepozyskania dodatkowego kapitału, nieuzyskanie dotacji i kredytów preferencyjnych, nieużytkowanie gwarancji bankowych, niska wartość kapitału własnego i zakładowego, możliwość braku finansowania z funduszy europejskich.

Z ryzykiem w zakresie ładu korporacyjnego wiąże się np.: wpływ większościowego akcjonariusza na spółkę, struktura akcjonariatu, wzajemne powiązania pomiędzy osobami nadzorującymi oraz zarządzającym, kontrola działalności

spółki, jednoosobowy zarząd, powiązania rodzinne pomiędzy członkami zarządu a członkami rady nadzorczej.

Ryzyko zasobów ludzkich zawiera: możliwość utraty kluczowych i wykwalifikowanych pracowników, uzależnienie od osób zajmujących kluczowe stanowiska, trudności w pozyskaniu nowych pracowników, wzrost kosztów pracowniczych.

Czynniki związane z przedsiębiorczością to: początkowy etap działalności emitenta, możliwość spóźnienia wprowadzenia produktów na rynek, krótka historia działalności, budowanie marki, powiększanie sieci oddziałów, ograniczona liczba projektów inwestycyjnych, początkowe stadium rozwoju, brak zatrudnienia i pozyskiwania partnerów, tworzenie nowych usług i produktów, niska dywersyfikacja produktów przedsiębiorstwa.

Wśród strategicznych czynników ryzyka można wymienić: realizację celów strategicznych, ekspansję na rynki zagraniczne.

Czynniki technologiczne to m.in.: przyjęta koncepcji prowadzenia działalności, nabywanie i udostępnianie licencji, brak dostępności do platformy internetowej.

Czynniki związane z grupą kapitałową zawierają: czynności prawne dokonywane w ramach grupy kapitałowej, możliwy konflikt interesów akcjonariuszy spółek zależnych, zdolność do obsługi zadłużenia przez spółki celowe, utrata kontroli nad spółką celową, wydłużenie procesu integracji przejmowanych spółek w ramach grupy.

Ryzyko spółek portfelowych to: spółki, w które inwestuje emitent, wyjście z inwestycji, płynność portfela inwestycyjnego, rozwój spółek portfelowych, wycena portfela.

Ryzyko otoczenia bliższego

W tej grupie zebrano czynniki ryzyka, które spółki prezentowały na ogół razem z ryzykiem pochodzącym z samej spółki. Ponieważ jednak otoczenie bliższe ma szczególny status w badaniach przedsiębiorczości i jego wpływ jest bardzo istotny dla najmłodszych podmiotów, na potrzeby opracowania została wyodrębniona osobna grupa. Ryzyko otoczenia bliższego podzielono na trzy podgrupy: 1) branża, 2) konkurencja, 3) inne (tabela 2).

Tabela 2. Występowanie czynników ryzyka w otoczeniu bliższym w badanych dokumentach

Nazwa czynnika	Liczba spółek prezentujących/ przypadki występowania
Branża	10/12
Konkurencja	27/29
Inne	11/21

Źródło: opracowanie własne na podstawie badania dokumentów informacyjnych spółek.

Do przykładów ryzyka pochodzącego z branży zaliczono np.: spadek dynamiki rozwoju branży, koniunkturę w branży, rozwój rynku usług szkoleniowych, rozwój branży nowych technologii w Polsce, koniunkturę na rynku nieruchomości, rozwój sieci internetowej w Polsce, możliwość przeinwestowania na rynku energii odnawialnej.

Przykładami ryzyka pochodzącego od konkurencji są: nasilenie walki konkurencyjnej, wzrost konkurencji, konkurencja zagraniczna.

W ostatniej podgrupie zebrano pozostałe czynniki, np.: utratę głównych odbiorców paliw alternatywnych, utratę głównych dostawców odpadów, niewyłączalność odbiorców, kondycję finansową dystrybutora energii elektrycznej.

Otoczenie makroekonomiczne

Czynniki otoczenia dalszego dotyczą głównie makroekonomii, polityki, prawa i podatków. Czynniki związane z otoczeniem makroekonomicznym to: sytuacja makroekonomiczna Polski, koniunktura na rynku kapitałowym, cykle koniunkturalne (tabela 3).

Tabela 3. Występowanie makroekonomicznych czynników ryzyka w badanych dokumentach

Nazwa czynnika	Liczba spółek prezentujących/ przypadki występowania
Czynniki związane z otoczeniem makroekonomicznym	24/33
Kurs walutowy	14/14
Stopy procentowe	5/5
System podatkowy	15/18
System prawny	24/30
Sytuacja polityczna	2/2
Procedury administracyjne	9/9

Źródło: opracowanie własne na podstawie badania dokumentów informacyjnych spółek.

Kurs walutowy i stopy procentowe w Polsce wykazywane są albo osobno, albo razem. System podatkowy w Polsce jest często przedstawiany jako czynnik ryzyka i dotyczy: interpretacji przepisów podatkowych, niestabilności systemu podatkowego, możliwości negatywnych zmian systemu, zmiany stawek podatku VAT. Ryzyko związane z systemem prawnym zawiera: zmianę przepisów prawnych, interpretację przepisów, zmianę przepisów międzynarodowych, zmianę przepisów branżowych, zmianę wysokości opłat administracyjnych. Ryzyko polityczne obejmuje: zmianę polityki gospodarczej, ryzyko sytuacji społecznej i politycznej.

Procedury administracyjne znajdują się właściwie na granicy otoczenia bliższego i ogólnego; zalicza się do nich np.: wymóg posiadania ważnych zezwoleń, kontrolę ze strony organów administracji publicznej, postępowanie administracyjne, przyłączanie elektrowni do sieci operatora, nieuzyskanie zgody Prezesa UOKiK na dokonanie kolejnych akwizycji, zablokowanie wykonywanych projektów ze względu na protesty organizacji proekologicznych.

Ryzyko związane z platformą obrotu

Najbardziej jednolita i właściwie niewnosząca wielu informacji o ryzyku jest grupa czynników związanych z rynkiem NC. W tej grupie spółki prezentują pięć rodzajów ryzyka: 1) związane ze statusem spółki publicznej, 2) związane z możliwością nakładania kar ze strony nadzorcy (KNF, np. ryzyko związane z możliwością nałożenia kar administracyjnych), 3) związane z animatorem rynku (ryzyko rozwiązania umowy z animatorem rynku lub wykluczenia go z działania w ASO), 4) dotyczące ograniczonej płynności i wahan kursu akcji (kształtowanie się przyszłego kursu akcji i płynności obrotu) 5) związane z prawami z akcji (ryzyko inwestycji na NC, ryzyko związane z kolejnymi emisjami, ryzyko zawieszenia obrotu akcjami, ryzyko związane z notowaniem praw do akcji, niedojście do skutku emisji, odstąpienie od emisji lub odwołanie emisji, emisja warrantów subskrypcyjnych) (tabela 4).

Tabela 4. Występowanie czynników ryzyka związanych z rynkiem giełdowym w badanych spółkach

Nazwa czynnika	Liczba spółek prezentujących/ przypadki występowania
Możliwość nałożenia kary przez KNF	11/11
Ryzyko spółki publicznej	54/29
Ryzyko związane z animatorem rynku	2/2
Ryzyko związane z akcjami emitenta	64/29
Ryzyko związane z wysokością kursu i płynnością obrotu	30/28

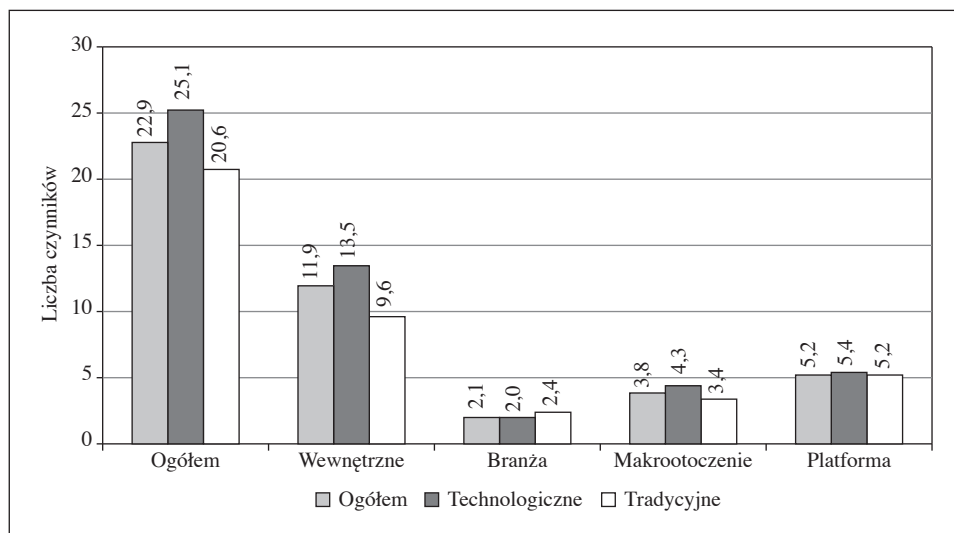
Źródło: opracowanie własne na podstawie badania dokumentów informacyjnych spółek.

3.2.2. Profile ryzyka w podziale na spółki technologiczne i tradycyjne

Z wielu możliwych podziałów spółek notowanych na NC szczególnie ważny wydaje się podział dotyczący podmiotów zajmujących się działalnością technologiczną albo tradycyjną. Rynek NC był tworzony z myślą o wspieraniu szczególnie firm działających w branżach nowoczesnej technologii. Funkcjonowanie w takich

branżach wiąże się na ogół z większą niepewnością, a więc można się spodziewać, że znajdzie to odzwierciedlenie w zakresie ujawnianych czynników ryzyka.

Z tej analizy wykluczono jeden przypadek, gdyż prezentowana była zbyt mała liczba czynników (11), co znacznie odbiega od standardu obserwowanego w innych dokumentach. W celu zweryfikowania hipotezy, że liczba prezentowanych czynników zależy od branży, w której działa spółka, podzielono próbę na dwie grupy. W pierwszej zebrano spółki, które umownie nazwano „technologiczne”. Umieszczono w niej przede wszystkim firmy z branży wysokich technologii, zajmujące się taką działalnością, jak: produkcja oprogramowania, produkcja energii ze źródeł alternatywnych, e-biznes (w tym reklama internetowa, dostarczanie danych). Do tej samej grupy włączono również firmy inwestycyjne typu *venture capital*, ponieważ mają one na ogół dużą ekspozycję na sektor wysokich technologii poprzez swoje spółki portfelowe (razem 16 podmiotów). Do drugiej grupy włączono firmy z branż tradycyjnych, a więc zajmujące się działalnością, taką jak: budownictwo, usługi deweloperskie, produkcja materiałów budowlanych, handel (razem 12 podmiotów).



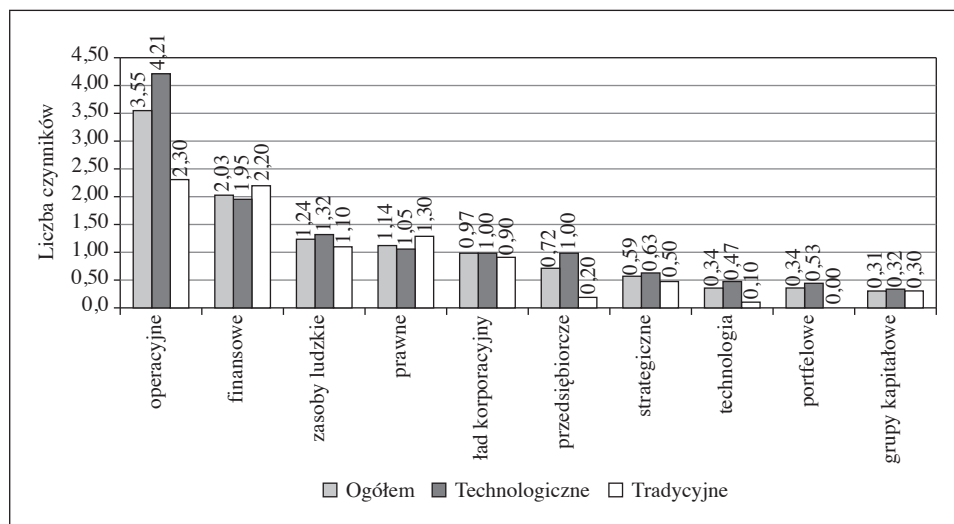
Rys. 1. Charakterystyka ryzyka w podziale na branże technologiczne i tradycyjne

Źródło: opracowanie własne.

Ogólna średnia liczba prezentowanych czynników wyniosła w całej badanej grupie 22,9, przy czym firmy technologiczne ujawniały średnio 25,1 czynnika, a tradycyjne 20,6 (rys. 1). Firmy z branż technologicznych różnią się od przedsiębiorstw z branż tradycyjnych przede wszystkim w zakresie liczby czynników

ryzyka przyporządkowanych do grupy czynników wewnętrznych. Średnia liczba tych czynników, najbliższej oddających istotę działalności i model biznesu, wyniosła w przypadku firm technologicznych 13,5, a dla tradycyjnych 9,6. W przypadku pozostałych trzech głównych czynników ryzyka wyniki są znacznie bardziej zbliżone, choć trzeba odnotować, że czynniki makroekonomiczne częściej ujawniały znowu spółki technologiczne (średnia: 4,3) niż tradycyjne (średnia: 3,4).

Blizsza analiza najbardziej interesującej grupy czynników (wewnętrznych) zawarta jest na rys. 2.



Rys. 2. Charakterystyka ryzyka wewnętrznego w podziale na spółki z branż technologicznych i tradycyjnych

Źródło: opracowanie własne.

Największe różnice bezwzględne w liczbie prezentowanych czynników ryzyka występują w przypadku ryzyka operacyjnego, ponieważ dla firm technologicznych średnia wynosi 4,21, a dla tradycyjnych 2,30. Znacząca różnica występuje również w przypadku czynnika „ryzyko przedsiębiorcze”, spółki technologiczne bowiem ujawniają średnio 1 taki czynnik w dokumencie informacyjnym, a spółki tradycyjne średnio 0,20. O podobnej względnej różnicy można mówić również w przypadku czynnika ryzyka technologicznego, choć w wymiarze względnym jest to mniej: firmy technologiczne ujawniają to ryzyko w średnio co drugim dokumencie informacyjnym, a podmioty z branż technologicznych w co dziesiątym. Tylko nieznaczna różnica dotyczy czynnika „zasoby ludzkie”, co uznać trzeba za zaskoczenie, bo można się było spodziewać, że spółki z branż nowoczesnych technologii znacznie częściej niż w sektorach tradycyjnych swoją przewagę

konkurencyjną opierają na kapitale ludzkim. W pozostałych przypadkach liczba ujawnianych czynników w dwóch branżach jest w zasadzie podobna, z wyjątkiem ryzyka portfelowego, które jest typowe dla firm *venture capital*.

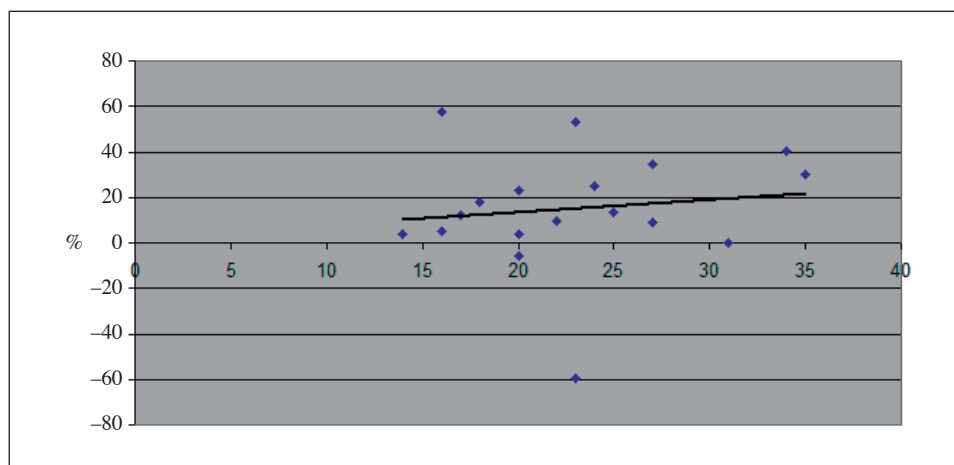
Zróznicowanie w grupie czynników wewnętrznych pozwala uznać hipotezę 1 za pozytywnie zweryfikowaną.

3.2.3. Liczba ujawnianych rodzajów ryzyka a stopy zwrotu po pierwszym dniu notowań

Dla sprawdzenia związku między liczbą zgłaszanych czynników ryzyka a stopą zwrotu na zakończenie pierwszego dnia notowań wykonano analizę regresji liniowej między tymi dwoma zmiennymi. Stopa zwrotu po pierwszym dniu jest bardzo zróżnicowana. Najniższa wyniosła $-80,2\%$, najwyższa $1087,5\%$, średnio było to $75,7\%$, a mediana wskazała na $20,4\%$. Dla dalszych analiz usunięto te dwie skrajne obserwacje, a następnie z pozostałego zbioru również te, które przekraczały wartość równą dwu odchyleniom standardowym. Wynik przy użyciu pozostałych 18 przypadków prezentuje rys. 3. Tak wyznaczona linia regresji ma równanie:

$$\text{stopa zwrotu} = 0,0254 + 0,0055 \cdot l \text{ (liczba czynników ryzyka).}$$

Ten wynik jest zgodny z hipotezą 2, choć jednocześnie ze względu na małą liczbę przypadków ma on jedynie charakter orientacyjny.

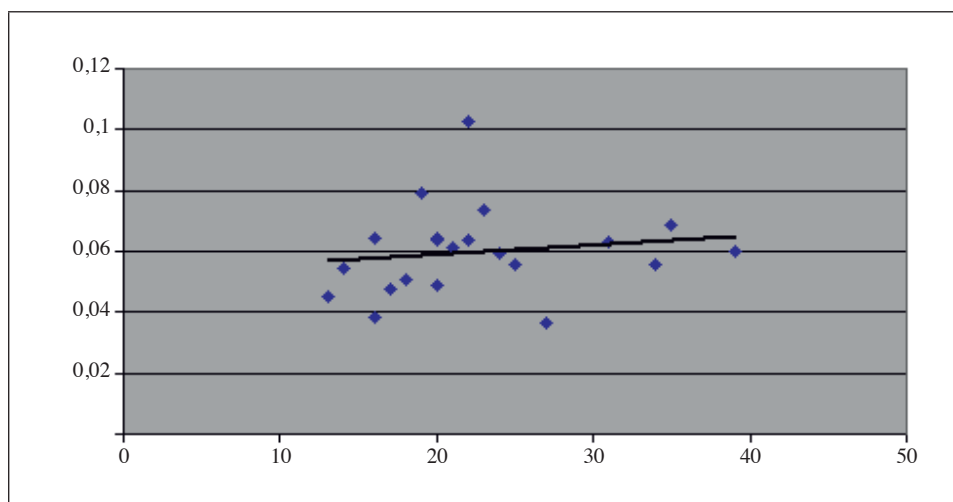


Rys. 3. Linia regresji między liczbą czynników ryzyka wymienianych w dokumencie informacyjnym a stopą zwrotu na zakończenie pierwszego dnia notowań

Źródło: opracowanie własne.

3.2.4. Liczba ujawnianych rodzajów ryzyka a ryzyko rynkowe

W podobny, jak wcześniej, sposób poddano weryfikacji hipotezę o związku między liczbą czynników ryzyka wymienianych w dokumencie informacyjnym a ryzykiem stopy zwrotu. Sprawdzone odchylenie standardowe dziennych stóp zwrotu trzy miesiące po IPO oraz rok po IPO. Uzasadnieniem wybrania tego okresu jest obserwacja poczyniona przez autora w poprzednim badaniu, w którym okazało się, że trzeci miesiąc po rozpoczęciu notowań przynosi stabilizację notowań spółek [Morawczyński 2011]. W celu policzenia linii regresji wyeliminowano przypadki odstające. Związek między liczbą czynników ryzyka a odchyleniem standardowym dziennych stóp zwrotu prezentuje rys. 4.



Rys. 4. Linia regresji między liczbą czynników ryzyka wymienianych w dokumencie informacyjnym a odchyleniem standardowym dziennej stopy zwrotu trzy miesiące po IPO
Źródło: opracowanie własne.

Linia regresji ma równanie:

$$\begin{aligned} \text{odchylenie standardowe dziennych stóp zwrotu} &= \\ &= 0,053 + 0,0003 \cdot (\text{liczba czynników ryzyka}). \end{aligned}$$

Wynik jest zgodny z oczekiwaniem stawianym w hipotezie 3, ale jednak statystycznie bardzo słaby.

4. Podsumowanie

Spółki debiutujące na rynku NC ujawniają różną liczbę czynników ryzyka. Charakterystyka tych czynników różni się m.in. w zależności od tego, czy podmioty te działają w branży technologicznej, czy też w sektorach tradycyjnych. Spółki zajmujące się działalnością znacznie bliższą innowacjom ujawniają nieco większą liczbę czynników ryzyka związanych z przedsiębiorczością, technologią i strategią. Zakres ryzyka związanego z otoczeniem bliższym, dalszym i z notowaniem na platformie obrotu jest podobny dla spółek technologicznych i tradycyjnych. Wynik ten jest zgodny z oczekiwaniami.

Potwierdził się również oczekiwany związek między liczbą ujawnianych czynników a stopą zwrotu i ryzykiem rynkowym. Istnieje bowiem słaby, ale pozytywny związek między zakresem ryzyka ujawnianym w dokumencie informacyjnym przygotowywanym przez spółki debiutujące na ryku NC a stopą zwrotu na zakończenie pierwszego dnia notowań. Jest to zgodne z tradycyjną teorią finansów i świadczy o tym, że emitentom nie udaje się w ten sposób przełamać asymetrii informacji między nimi a inwestorami, co postuluje teoria sygnalizacji. Podobnie wykazano, że akcje spółek, które wskazują na większą liczbę czynników ryzyka związanych z inwestowaniem w nie, cechują się również podwyższonym ryzykiem mierzonym odchyleniem standardowym dziennych stóp zwrotu.

Kierunek związków okazał się zgodny z oczekiwaniami. Wyniki trzeba jednak traktować ostrożnie. Badanie to było oparte na niewielkiej próbie firm, co wynikało z konieczności pracochłonnej analizy jakościowej. Wydaje się również, że dokumenty informacyjne zawierają informacje zebrane w innych częściach tych dokumentów, które mogą być użyte do następnych, bardziej dokładnych analiz. Poza tym przyjęto założenie, że zawartość informacyjna dokumentów ofertowych oraz dokumentów informacyjnych jest podobna, co teoretycznie może osłabiać siłę obserwowanych związków.

Literatura

- Akerlof G.A. [1970], *The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, „Quarterly Journal of Economics”, vol. 84(3).
- Beattie V. [1999], *Business Reporting: The Inevitable Change*, Institute of Chartered Accountants of Scotland, Edinburg.
- Beatty R.P., Ritter J.R. [1986], *Investment Banking, Reputation and the Underpricing of Initial Public Offerings*, „Journal of Financial Economics”, vol. 15.
- Beatty R.P., Welch I. [1996], *Issuer Expenses and Legal Liability in Initial Public Offerings*, „Journal of Law & Economics”, vol. 39.

- Beatty R.P., Zajac E.J. [1994], *Managerial Incentives, Monitoring, and Risk Bearing: a Study of Executive Compensation, Ownership, and Board Structure in Initial Public Offerings*, „Administrative Science Quarterly”, vol. 39.
- Bukh P.N. i in. [2005], *Disclosure of Information on Intellectual Capital in Danish IPO Prospectuses*, „Accounting, Auditing & Accountability Journal”, vol. 18, nr 6.
- Certo S.T., Covin J.G., Daily C.M., Dalton D.R. [2001], *Wealth and Effects of Founder Management among IPOstage New Ventures*, „Strategic Management Journal”, vol. 22.
- Daily C.M., Certo T.S., Dalton D.R. [2005], *Investment Bankers and IPO Pricing: Does Prospectus Information Matter?* „Journal of Business Venturing”, vol. 20 iss. 1.
- Ibbotson R.J., Sindelar J., Ritter J. [1988], *Initial Public Offerings*, „Journal of Applied Corporate Finance”, vol. 1.
- Jain B.A., Jayaraman N., Kini O. [2008], *The Path-to-Profitability of Internet IPO Firms*, „Journal of Business Venturing”, vol. 23(2).
- Khaled A., Dicle M.F. [2007], *Do Risk Factors Matter in the IPO Valuation?* „Journal of Financial Regulation and Compliance”, vol. 15, nr 1.
- Knight F. [1921], *Risk, Uncertainty and Profit*, Harper & Row, New York.
- Leland H., Pyle D. [1977], *Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation*, „Journal of Finance”, vol. 32.
- Markowitz H. [1952], *Portfolio Selection*, „Journal of Finance”, vol. 7, nr 1.
- Miller D. [1983], *The Correlates of Entrepreneurship in Three Types of Firms*, „Management Science”, vol. 29(7).
- Morawczyński R. [2011], *Capital Market and Entrepreneurship – Few Observations from the Polish Alternative Platform NewConnect [w:] Knowledge – Economy – Society. Chalanges of the Contemporary World*, red. R. Oczkowska, B. Mikuła, University of Economics, Cracow.
- Murugesu J., Santhapparaj A.S. [2010], *Impact of Risk Disclosure in the Prospectus on Valuation and Initial Returns of Initial Public Offerings in Malaysia*, „The IUP Journal of Applied Finance”, vol. 16, nr 6.
- Rock K. [1986], *Why New Issues Are Undepriced*, „Journal of Financial Economics”, vol. 15.
- Sharpe W. [1964], *Capital Asset Prices: a Theory of Market Equilibrium under Conditional Risk*, „Journal of Finance”, vol. 19.
- Siwek P. [2005], *Praktyka pierwszych ofert publicznych w Polsce*, CeDeWu, Warszawa.
- Sukacz D. [2005], *Pierwsze oferty publiczne na rynkach kapitałowych*, CeDeWu, Warszawa.
- Zarządzanie ryzykiem* [2007], red. K. Jajuga, PWN, Warszawa.

Streszczenie

Artykuł zawiera wyniki badania czynników ryzyka ujawnianych przez spółki wchodzące na rynek NewConnect. Przeanalizowano dokumenty informacyjne spółek debiutujących na tej platformie w pierwszej połowie 2010 r. Przyjęto założenie, że zakres ryzyka prezentowany w dokumentach informacyjnych jest podobny do tego, jaki określono w dokumentach ofertowych przekazywanych inwestorom obejmującym akcje w ofercie prywatnej przed debiutem. Wykazano słaby związek między liczbą czynników ryzyka a wielkością niedoszacowania wartości akcji po pierwszym dniu notowań oraz ryzykiem

rynkowym mierzonym odchyleniem standardowym dziennych stóp zwrotu po debiucie. Pokazano również, że spółki z branż bardziej innowacyjnych ujawniają więcej czynników, głównie w grupie rodzajów ryzyka związanych z samą spółką, o charakterze przedsiębiorczym, technologicznym i strategicznym.

Słowa kluczowe: NewConnect, IPO, ryzyko pierwszej oferty, stopy zwrotu po pierwszym dniu notowań, przedsiębiorczość.

The Disclosure of Risk Factors by Companies Listed in the NewConnect Market – An Empirical Investigation

The paper presents the results of research on the number of risk factors disclosed in official admissions documents prepared by companies entering the NewConnect market in the first half of 2010. It was assumed that the informational content of admissions documents is similar to offering documents presented to investors who buy stocks in a private offer prior to a listing. A positive relationship between the number of risk factors disclosed in the documents and the amount of mispricing at the end of the first day of trading was found. A similar relationship was documented for market risk measured by standard deviation of returns after listing. It was also shown that companies operating in innovative sectors disclose more risk factors, especially those related to the firm itself and its operations. This may be observed mainly for factors related to entrepreneurship, technology and strategy.

Keywords: NewConnect, IPO, first offering risk, rate of return after the first day of trading, entrepreneurship.

Jacek Pera

Katedra Międzynarodowych
Stosunków Gospodarczych

Stabilizacja kursów walutowych w obliczu kryzysu finansowego – próba oceny

1. Wprowadzenie

Gospodarka światowa podlega obecnie bardzo dużym wahaniom szczególnie ze względu na: silną dekonstrukcję gospodarczą, dużą niestabilność panującą na międzynarodowych rynkach finansowych, kryzysogenność gospodarek narodowych na szczelbu finansów publicznych, bardzo duże wahania wszystkich głównych walut oraz postępujący kryzys w strefie euro. W kontekście tych zjawisk oraz braku stabilności globalnych rynków finansowych szczególnie znaczenia nabiera problem bardzo dużej i dynamicznej fluktuacji głównych kursów walutowych, a co za tym idzie, rosnąca ekspozycja na ryzyko walutowe (w dalszej części opracowania ryzyko to będzie nazywane zamiennie walutowym lub kursowym). Niewłaściwe zabezpieczenie się przed tym ryzykiem, nietrafne decyzje lub ich brak w zakresie ryzyka walutowego mogą spowodować, że nawet największe firmy utracą płynność finansową i zbankrutują. Ryzyko walutowe jest powszechne i wszechobecne. Każda firma podlega temu ryzyku bez względu na to, czy przyjęła strategię: spekulacji, akceptacji, przeniesienia, mitygacji. Trzy pierwsze strategie są swoistą metodą unikania ryzyka poprzez jego (stosownie do wybranej strategii) przenoszenie, natomiast mitygacja stanowi o zarządzaniu ryzykiem. We współczesnej kryzysogennej gospodarce światowej właściwe zarządzanie ryzykiem walutowym wydaje się zagadnieniem bardzo ważnym ze względu na potencjalne koszty i straty.

Współcześnie bardzo żywiołowy i dynamiczny charakter, jakim cechują się kursy walutowe wszystkich walut, poprzez ich wpływ na ceny importu i eksportu, poziom stóp procentowych, dochodów i wpływów budżetowych państwa, działa destabilizująco na gospodarki poszczególnych krajów, co w konsekwencji prowadzi do kryzysu finansowego, czyli sytuacji, z jaką mamy obecnie do czynienia. Istotnym czynnikiem jest również obserwowana zależność rynków finansowych od polityki pieniężnej i walutowej instytucji finansowych w krajach kluczowych walut. Wynika z tego wysoka ich odpowiedzialność za stabilizację sytuacji na głównych rynkach finansowych i konieczność kooperacji przede wszystkim pomiędzy najważniejszymi instytucjami triady, tj. Bankiem Rezerw Federalnych USA, Bankiem Japonii oraz Europejskim Bankiem Centralnym [Rymarczyk 2010, s. 231–232].

W artykule przedstawiono problem stabilizacji kursu walutowego i ocenę metod globalnych, które mają prowadzić do tego celu. Metody te omówiono na tle stabilizacji kursu walutowego i problemu jego fluktuacji, pojęcia, istoty i typologii ryzyka kursowego jako konsekwencji niestabilności walutowej oraz zarządzania ryzykiem walutowym i problemu jego internacjonalizacji w zakresie mitygacji.

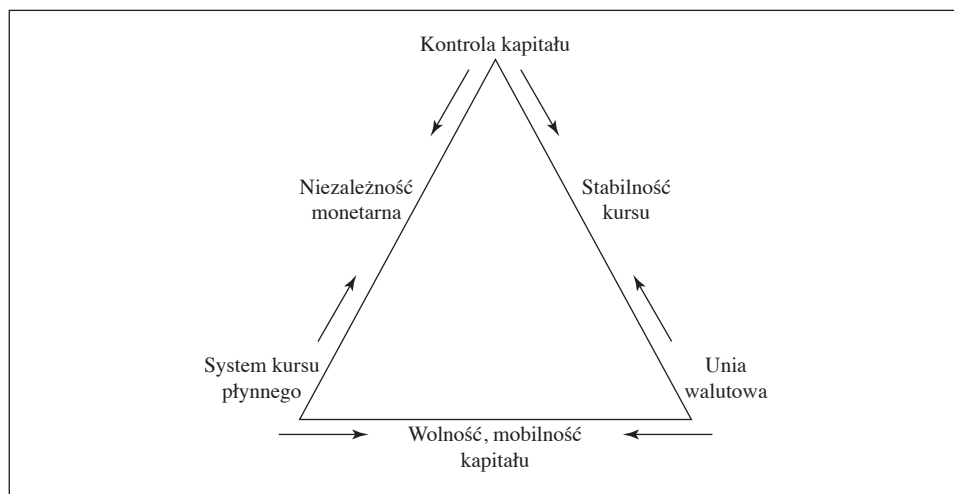
Brak spójnych, jednolitych i powszechnych mechanizmów stabilizujących na szczeblu poszczególnych gospodarek narodowych, działania spekulacyjne inwestorów prywatnych i instytucjonalnych oraz bardzo częste przyjmowanie przez firmy strategii spekulacji powodują duże zawirowania na międzynarodowych rynkach finansowych oraz generują coraz wyższe koszty dla firm.

2. Stabilizacja kursu walutowego a problem jego fluktuacji

Kurs walutowy określa wartość danej waluty względem innej. Wszelkie zmiany, które są obecne na rynku walutowym, mają wpływ na sytuację gospodarki w danym kraju i posiadają określone terminy w poszczególnych kursach. Z polityką kursową każdego państwa wiąże się zatem nierozzerwalnie zagadnienie wielkości przedziału wahań kursu oraz jego płynność i zróżnicowanie. Problemy związane z polityką kursową dobrze przedstawia trójkąt Frankela, który ukazuje niemożność osiągnięcia trzech celów, tj.: stabilności kursu, niezależności monetarnej oraz pełnej mobilności kapitału przy wyborze konkretnego systemu walutowego (rys. 1).

O wielkości przedziału wahań kursu decyduje głównie system pieniężny danego kraju. W przypadku kursu płynnego przedział swobody jego wahań może być znaczny, jakkolwiek ma on pewne granice wyznaczone przez poziom równowagi bilansu płatniczego. Kurs ten spada w momencie pojawienia się deficytu w bilansie płatniczym.

W systemie kursów stałych kurs walutowy utrzymuje się w określonym przedziale zwanym tunelem kursu. Jeśli kurs odchyli się o więcej niż przewiduje poziom bezpieczeństwa (wyznaczony chociażby na podstawie konstrukcji węża walutowego) – władze finansowe danego kraju mają obowiązek dokonywania interwencji na rynku walutowym, dostosowując podaż walut obcych do popytu na nie. Często rolę danego państwa przejmuje powołana do tego grupa najbogatszych państw – G8. Współcześnie w gospodarkach rynkowych powszechnie stosowany jest kurs płynny.



Rys. 1. Trójkąt Frankela

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Drabowski 1982, s. 23].

Polityka kursu płynnego oznacza formalne zniesienie przez państwo granic wahań kursu walutowego, a z drugiej strony takie oddziaływanie na ten kurs przez państwo, aby w każdym momencie był on możliwie najbliższy swego poziomu optymalnego. Państwo może wpływać na kurs tylko w sposób pośredni, tj. oddziałując na popyt i podaż na rynku walutowym. Oddziaływanie to może przyjmować formę interwencyjnych zakupów i sprzedaży walut przez bank centralny. Jeżeli kurs spada, to bank centralny może temu przeciwdziałać przez sprzedaż na rynku krajowym, co wpływa na obniżenie ich kursu, a tym samym na wzrost kursu waluty krajowej. Jeżeli dąży się do obniżenia kursu waluty krajowej, podejmuje się politykę odwrotną. Zaletą takiej polityki jest możliwość wykorzystania mechanizmu kursu walutowego, który samoczynnie przywraca równowagę bilansu płatniczego, oraz dostosowanie poziomu kursu do zmieniającej się sytuacji w gospodarce na rynku wewnętrznym.

Niebezpieczeństwem stosowania tego rodzaju polityki w gospodarce krajów wolnorynkowych jest niepewność w obrotach gospodarczych z zagranicą, co związane jest z możliwością wystąpienia względnie dużej amplitudy wahań kursu – jeżeli kurs ulega silnym wahaniom trudno jest ustalić opłacalność zawieranych z zagranicą transakcji. Ponieważ nie wszystkie kraje mają obecnie gospodarki rynkowe, dlatego też w ich polityce kursowej dużą rolę odgrywa kurs zróżnicowany. Polega on generalnie na ustaleniu dla danej waluty kilku kursów, przy czym zróżnicowanie może być dokonane według tytułów płatności lub według walut poszczególnych krajów. Warunkiem prowadzenia takiej polityki jest istnienie ograniczeń dewizowych w kraju. W przypadku swobodnie działającego rynku walutowego różne poziomy kursu zostają określone pod wpływem podaży i popytu. Kurs ten może być zróżnicowany w zależności od rodzaju towarów. Kraje, głównie Ameryki Południowej, wykorzystują kurs zróżnicowany do: utrzymania równowagi bilansu płatniczego, ochrony produkcji krajowej i rynku wewnętrznego oraz preferowania lub dyskryminowania określonych krajów.

Polski rynek walutowy jest rynkiem stosunkowo młodym i mało rozwiniętym. Rynek ten powstał w 1990 r., jednak jego rzeczywisty rozwój rozpoczął się dopiero po wprowadzeniu wymienialności złotego, czyli w 1995 r. Kluczowymi wydarzeniami determinującymi rozwój rynku walutowego w Polsce były:

- wprowadzenie kursu płynnego (2000 r.),
- rozszerzenie zakresu swobody przepływów kapitałowych (2002 r.).

Uwolnienie kursu złotego i poszerzenie zakresu liberalizacji przepływów kapitałowych stworzyło sprzyjające warunki do dalszego rozwoju rynku walutowego [Bilski i Janicka 2011, s. 177]. Rozwój tego rynku w istotnym stopniu był i jest kształtowany podobnie jak dla pozostałych rynków w Europie przez rynek londyński – największy na świecie rynek walutowy. Zawierane na nim transakcje dotyczą w głównej mierze podmiotów finansowych działających w skali globalnej. Oznacza to, że kursy transakcji w większym stopniu są uzależnione od sytuacji panującej na międzynarodowych rynkach walutowych niż na rynku walutowym w Polsce.

Charakteryzując polski rynek walutowy, należy uwzględnić następujące jego struktury: podmiotową, terminową, rodzajową i walutową. Taki podział umożliwia porównanie go z innymi rynkami walutowymi na świecie. Z uwagi na podjęty temat opracowania w dalszej części zostanie poddana analizie struktura walutowa. Polski rynek walutowy jest peryferyjnym segmentem światowego rynku walutowego. Polski złoty zajmuje 18 miejsce wśród walut, które są najczęstszym przedmiotem transakcji na rynku globalnym. Procentowy udział PLN wyniósł w 2004 r. 0,4%, w 2007 r. – 0,8%, a w 2010 r. 0,9% globalnego wolumenu handlu walutami [Bilski i Janicka 2011, s. 189]. Dominującą pozycję w polskim rynku walutowym w analizowanym okresie odgrywały takie waluty, jak: USD, EUR,

CHF. Znaczna dominacja dolara amerykańskiego w obrotach polską walutą w latach 2000–2010 miała określone konsekwencje dla pary walutowej PLN/USD. Potwierdza to dostępna literatura przedmiotu opisująca to zjawisko. Stwierdzono występowanie silniejszej korelacji kursu PLN/USD z EUR/USD (korelacje ujemne) niż z PLN/EUR. Oznacza to, że zmienność kursu PLN/USD jest zdecydowanie wyższa niż zmienność PLN/EUR [Bilski i Janicka 2011, s. 191]. Na podstawie badań przeprowadzonych przez J. Frenkla i A. Rose'a można określić korelację PLN/EUR do EUR/USD jako „symetryczny szok monetarny”, a EUR/USD jako „asymetryczny szok monetarny” [Bilski i Janicka 2011, s. 192]. Trzeba pamiętać, że szok asymetryczny – zgodnie z teorią ekonomii – zawsze uruchamia w gospodarce procesy dostosowawcze, które w przypadku np. walut mogą zakłócać lub hamować synchronizację danej gospodarki z określoną strefą walutową. W przypadku polskiej gospodarki zakłócenia te mogą wystąpić w stosunku do strefy euro.

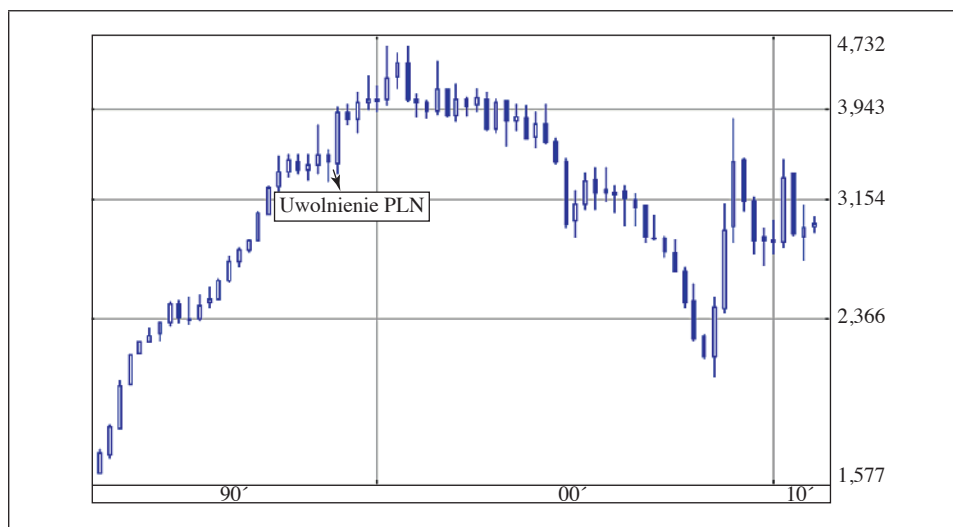
W okresie 1990–2010 dominującą rolę w strukturze polskiego rynku walutowego ogrywał dolar amerykański. Na tej podstawie można mówić o swoistym zaburzeniu polegającym na istnieniu dwuwalutowości w postaci PLN i USD. Cecha ta charakteryzuje rynki eksterytorialne, a takim w analizowanym okresie był polski rynek walutowy. Od połowy 2007 r. (a więc momentu rozpoczęcia kryzysu finansowego) do dominacji dolara amerykańskiego w polskim rynku walutowym dołączyły jeszcze euro i frank szwajcarski. To wahania tych walut w istotny sposób kształtują i określają polski rynek walutowy, wywołując na nim okresowe turbulencje. Dlatego bardziej szczegółowej analizie poddano następujące pary walutowe: PLN/USD, PLN/EUR i PLN/CHF.

Wraz z uwolnieniem kursu złotego w kwietniu 2000 r. kurs polskiej waluty ustanowił w maju, w odniesieniu do dolara amerykańskiego, historyczny i zarazem maksymalny pułap $PLN/USD = 4,78$. Nieudana próba przełamania tej tendencji rozpoczęła wzrostowy trend dla złotego, który po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej w 2004 r. jeszcze przybrał na sile. Ten trend trwał aż do sierpnia 2008 r., kiedy za jednego dolara płacono prawie 2 zł. Skala umocnienia polskiej waluty, spowodowana w dużej mierze działalnością spekulacyjną, była ogromna i wiele osób zaczęło uznawać ten trend za stały i niezmienny. Jednak pojawienie się ostatniego kryzysu ogólnoswiatowego, a głównie upadek amerykańskiego banku inwestycyjnego Lehman Brothers, znacząco podniosło poziom ryzyka inwestycyjnego szczególnie w krajach Europy Wschodniej (ale również i Europy Zachodniej), co zapoczątkowało odpływ kapitału z tych rejonów.

Znaczący odpływ kapitału spowodował bardzo gwałtowną deprecjację złotego, którego kurs w ciągu 7 miesięcy wzrósł z $PLN/USD = 2$ na prawie $USD/PLN = 4$, czyli niemal o 100%.

Analizując kształtowanie się złotego po uwolnieniu kursu, w odniesieniu do euro, można zauważyć jego konsolidację z euro w szerokim pasie pomiędzy

PLN/EUR = 3,4 a PLN/EUR = 4,9 (rys. 2). Po uwolnieniu złotówki w pierwszym okresie nastąpiło jej umocnienie do wskazanego wcześniej poziomu PLN/EUR = 3,4, który polska waluta osiągnęła w maju 2001 r. Trwająca dekonjunktura światowa obniżająca apetyt na ryzyko spowodowała odwrócenie się trendu. Od tego momentu nastąpił średnioterminowy trend wzrostowy na parze PLN/EUR, który po przekroczeniu poziomu 3,8 przyspieszył i doprowadził do wzrostu kursu tych walut na poziomie 4,9 złotego za jedno euro w lutym 2004 r.

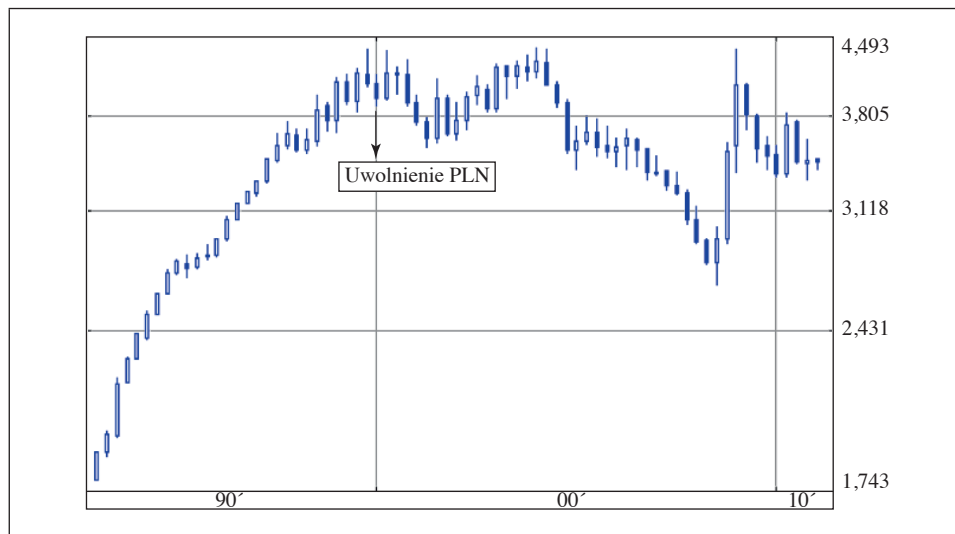


Rys. 2. Kształtowanie się wartości PLN/USD w latach 1990–2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie aplikacji Euromarket.

Akcesja Polski do Unii Europejskiej umocniła złotego, który zaczął systematycznie umacniać się w stosunku do euro (rys. 3). Po dojściu do kursu PLN/EUR = 3,8 w lutym 2005 r. nastąpiła 2-letnia konsolidacja. W lipcu 2008 r. został naruszony poziom 3,4 złotego za 1 euro, ale wspomniany wcześniej upadek wielkiego banku w USA i znaczne zwiększenie ryzyka inwestycyjnego spowodowało, podobnie jak w przypadku dolara amerykańskiego, znaczny odpływ kapitału i początek deprecjacji złotego, powodując, że przełamanie powyższego poziomu było fałszywym sygnałem i nastąpiło, podobnie jak w przypadku dolara, gwałtowne umacnianie się euro w stosunku do złotego, które w 6 miesięcy osiągnęło kurs PLN/EUR = 4,9.

W przypadku franka szwajcarskiego, czyli pary walut PLN/CHF, kurs kształtował się w przedziale od PLN/CHF = 2,1 do PLN/CHF = 3,1 (rys. 4). Okres ten charakteryzował się pogorszeniem warunków gospodarczych na świecie i zmniejszeniem się poziomu akceptacji ryzyka, co nie sprzyjało słabszym walutom.



Rys. 3. Kształtowanie się wartości PLN/EUR w latach 1990–2010

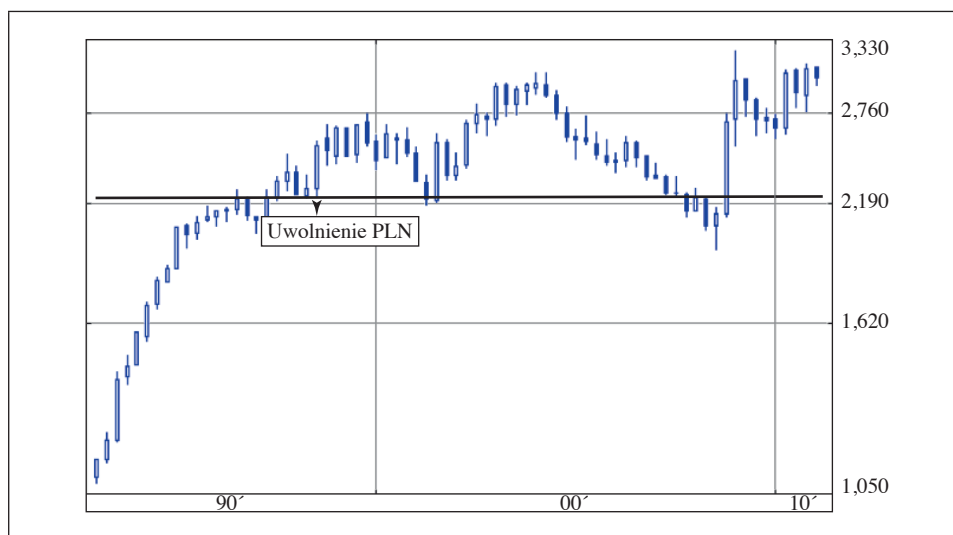
Źródło: opracowanie własne na podstawie aplikacji Euromarket.

Trend wzrostowy franka szwajcarskiego można zauważyć do momentu wejścia Polski do Unii Europejskiej, czyli 1 maja 2004 r., kiedy to szwajcarska waluta osiągnęła poziom kursu PLN/CHF = 3,1.

Postępujący od sierpnia 2007 r. proces załamania na międzynarodowych rynkach finansowych, a w związku z tym duża spekulacja na wszystkich słabych walutach, ucieczka inwestorów od ryzyka walutowego i równoczesny utrzymujący się duży popyt na franka szwajcarskiego nie pozostały bez znaczenia dla złotówki, która do listopada 2011 r. ulegała ciągłym, bardzo dużym wahaniom w stosunku do głównych walut, a w szczególności do USD, EUR i CHF, notując bardzo duże spadki. Duże wahania złotego nie pozostają również bez znaczenia dla polskiej gospodarki. Drożejący pieniądz powoduje znaczne turbulencje w obszarze polskiego zadłużenia międzynarodowego oraz długu publicznego. Drożeje też produkcja krajowa, a tym samym droższy staje się eksport. Taki stan utrzymuje się od momentu wystąpienia światowego kryzysu.

Kurs złotego w tym okresie oddalał się od „zdrowych fundamentów” gospodarki, a jego osłabienie wpływało niekorzystnie na ceny, utrudniając Bankowi Centralnemu kontrolę inflacji oraz osłabiając potencjał wzrostowy PKB. Dlatego też (dla przykładu, ale też z uwagi na precedens) 23 września 2011 r. Narodowy Bank Polski (NBP) dokonał interwencji na rynku złotego, w wyniku której za euro trzeba było zapłacić 4,40 zł, za dolara 3,25 zł, a za franka szwajcarskiego 3,60 zł. Przed interwencją za wspólną walutę płacono 4,50 zł, za dolara niemal 3,35 zł,

a franka – 3,69 zł. Ta spektakularna interwencja okazała się skuteczna, niemniej jednak dalsze ewentualne interwencje NBP będą odnosiły skutek tylko w sytuacji, gdy Bank Centralny będzie miał rynek po swojej stronie, czyli gdy na rynku globalnym nastąpi przynajmniej częściowe uspokojenie.



Rys. 4. Kształtowanie się wartości PLN/CHF w latach 1990–2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie aplikacji Euromarket.

Analizując polski rynek walutowy, można zauważyć dużą zmienność polskiej waluty. W tej sytuacji niezbędne jest zaproponowanie przez polskie władze monetarne nowej koncepcji reżimu kursowego, która łączyłaby w sobie stabilizację wahań kursu złotego i zbliżenie struktury walutowej do struktur rozwiniętych rynków walutowych.

Obecnie polski system walutowy określany jest jako non-system i na razie nie ma perspektyw na zmianę tego stanu. Zmiana mogłaby nastąpić w sytuacji rozpoczęcia przez Polskę procedury włączenia złotówki do strefy euro. Z uwagi na panujący kryzys w strefie euro polskie władze monetarne zawiesiły działania akcesyjne. Jeśli kryzys w sektorze finansowym będzie postępował, złoty będzie tracił bez względu na działania NBP, a skalę tych strat określać będą: globalny kryzys finansowy, rosnący deficyt budżetowy w Polsce, postępujące zadłużenie w gospodarce światowej, przyszłość strefy euro, problem zanikającej roli międzynarodowych instytucji finansowych, dalsze spekulacje na polskim złotym oraz postulaty większej reprezentacji wschodzących gospodarek i państw rozwijających się w Międzynarodowym Funduszu Walutowym. Aby zapobiec tym niekorzystnym

tendencjom, NBP powinien wprowadzić na stałe interwencje walutowe, mające na celu utrzymanie wahań złotego w ustalonych marżach (dotychczas są to tylko incydentalne interwencje) – tym samym ustalenie wybranych walut interwencyjnych w stosunku do złotówki. W tym celu powinien – po uzgodnieniach z UE – zostać wdrożony mechanizm VSTF (*very short term facility*) do współfinansowania interwencji na rynkach walutowych i z którego powinien skorzystać NBP.

3. Pojęcie, istota i typologia ryzyka kursowego a problem niestabilności walutowej

Ryzyko jest kategorią, która występuje we wszystkich obszarach działalności człowieka, ale niekoniecznie w sensie świadomego i skalkulowanego ryzyka. Najogólniej ryzyko jest wskaźnikiem stanu lub zdarzenia, które może prowadzić do strat. Jest ono proporcjonalne do prawdopodobieństwa wystąpienia tego zdarzenia i do wielkości strat, które może spowodować [Ciszek 2010, s. 264].

Ryzyko kursowe (walutowe) definiowane jest jako bieżąca pozycja lub pozycje przyszłych okresów bądź też przewidywany przyszły składnik aktywów lub pasywów, denominowany w walucie obcej, który czy to z przyczyn handlowych (rachunek zysków i strat), czy też bilansowych musi być przeliczony na inną walutę według kursu, który jeszcze nie został określony [Bennett 2000, s. 28–29]. Istnienie tego rodzaju ryzyka jest bezpośrednim skutkiem braku stabilności i powstawania różnic kursowych. Ryzyko walutowe stanowi również niebezpieczeństwo pogorszenia się sytuacji finansowej firmy na skutek niekorzystnej zmiany kursu walutowego. Dlatego ryzyko to określane jest również mianem ryzyka kursowego będącego konsekwencją rynkowej zmiany i niestabilności kursów walutowych. Zmiany tych kursów powodują zatem zmianę warunków działalności gospodarczej każdej firmy, która bezpośrednio lub pośrednio prowadzi wymianę towarów lub w jakikolwiek inny sposób zajmuje się obrotem pieniężnym w kraju i z zagranicą. Wpływają również zasadniczo na stabilność gospodarczą danej gospodarki narodowej, czyniąc ją w odczuciu inwestorów mniej lub bardziej stabilną (podstawowymi parametrami determinowanymi przez kurs walutowy w każdej gospodarce narodowej są: PKB, poziom stóp procentowych, poziom bezrobocia, inflacja, bilans płatniczy, poziom rezerw walutowych brutto, inwestycje portfelowe i bezpośrednie). Podstawowym zagrożeniem i równocześnie konsekwencją dla wszystkich podmiotów uczestniczących w obrocie międzynarodowym są wahania kursów walutowych. Zagrożenie powiązane z ryzykiem płynącym ze zmiennych kursów walutowych określone zostało jako *exposure*, czyli sytuacja, w której podmiot uczestniczący w wymianie międzynarodowej posiada w walutach obcych denominowane kwoty [Miciuła 2010, s. 303].

Nieodłącznym elementem ryzyka walutowego jest ekspozycja na to ryzyko, która obejmuje [Miciuła 2010, s. 29]:

- pozycje bilansu denominowane w walucie obcej,
- rzeczywiste, fizyczne zakupy oraz sprzedaż dóbr i usług, które nie zostały jeszcze zafakturowane,
- transakcje kupna i sprzedaży przyszłych okresów,
- rachunki i płatności denominowane w walutach obcych.

Jak już wcześniej wspomniano, ryzyko występuje zawsze. Nie można od niego uciec, natomiast można nim zarządzić po to, by je zminimalizować i ograniczyć. Ten sam proces dotyczy ryzyka walutowego (kursowego). Dlatego bardzo ważny jest proces zarządzania ryzykiem walutowym, który pozwoli podmiotowi zająć właściwą pozycję walutową. W praktyce gospodarczej wyróżnia się następujące rodzaje pozycji walutowych:

- domknięta – wartość oczekiwanych wpływów w danej walucie równa się oczekiwany wydatkom w tej samej walucie,
- otwarta długa – wartość oczekiwanych wpływów w danej walucie przewyższa oczekiwane wydatki w tej walucie,
- otwarta krótka – wartość oczekiwanych wydatków w danej walucie przewyższa oczekiwane wpływy w tej walucie.

Aby ocenić stosunek firm do ryzyka walutowego, przeprowadzono badania¹. Na podstawie otrzymanych wyników można wyciągnąć następujące wnioski:

- około 88% firm jest „jednoznacznie” bądź „prawdopodobnie” narażone na ryzyko walutowe,
- wśród negatywnych skutków występowania ryzyka walutowego dominuje w przedsiębiorstwach przede wszystkim przekonanie o możliwości spadku opłacalności eksportu (62% wszystkich odpowiedzi),
- ponad 85% przedsiębiorstw „jednoznacznie” bądź „raczej tak” doświadczyło negatywnych skutków tego ryzyka w swojej działalności,
- jedną z przyczyn doświadczenia negatywnych skutków ryzyka walutowego jest brak odpowiednich zabezpieczeń mitygujących to ryzyko bądź nieskuteczne ich stosowanie (90% odpowiedzi),
- przepływy w przedziale 11–50 mln zł rocznie są najbardziej narażone na ryzyko walutowe (25% odpowiedzi),

¹ Badania w formie ankiety składającej się z 12 pytań przeprowadzone zostały drogą telefoniczną wśród 500 największych przedsiębiorstw w okresie od 1 września do 15 grudnia 2010 r. Dobór przedsiębiorstw do badań miał miejsce na podstawie listy największych przedsiębiorstw według dziennika „Rzeczpospolita” z 2009 r. Ze względu na temat badań z listy tej zostały wykluczone przedsiębiorstwa i instytucje z szeroko pojętej branży finansowej i ubezpieczeniowej, gdyż ich charakter działalności jest ściśle związany z zarządzaniem ryzykiem walutowym i tym samym stanowi ono część ich działalności operacyjnej. Z podanej wyżej populacji na udział w badaniach wyraziło zgodę 346 przedsiębiorstw.

- odsetek przedsiębiorstw, które podejmują decyzje dotyczące zabezpieczenia przed ryzykiem walutowym wyłącznie wewnątrz swojej firmy, wynosi 70%,
- najpopularniejszymi instrumentami do zarządzania ryzykiem walutowym są w przedsiębiorstwach kontrakty *forward*; instrumenty te stosowane są przez 37% ankietowanych firm,
- największe trudności związane z wykorzystaniem instrumentów pochodnych sprawiają przedsiębiorstwom kwestie dotyczące księgowania tych instrumentów oraz ciągły brak jednoznacznych przepisów dotyczących opodatkowania instrumentów pochodnych (około 55% odpowiedzi),
- niezbędne informacje o zarządzaniu ryzykiem walutowym przedsiębiorstwa pozyskują głównie za pośrednictwem Internetu (około 20% odpowiedzi),
- odsetek firm, które mają zamiar zacząć współpracę ze specjalistycznymi firmami, wynosi 50%; liczba firm, które samodzielnie skutecznie zarządzają ryzykiem wynosi 10%, co świadczy o problemach, jakie napotykają przedsiębiorstwa przy samodzielnej próbie zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym.

Można zatem stwierdzić, że poziom zagrożenia ryzykiem walutowym wśród przedsiębiorstw rośnie, co potwierdza wcześniej postawioną tezę, że każda firma działająca na rynku podlega ryzyku i że nie można go uniknąć. Problem ryzyka walutowego jest w chwili obecnej bardzo istotny dla bilansów firm i należy je minimalizować nie tylko wewnątrz firmy, ale również z pomocą specjalistów zewnętrznych. Niezależnie od podjętych działań – mitygacja ryzyka walutowego wpływa na kondycję bieżącą i przyszłą poszczególnych gospodarek narodowych.

4. Zarządzanie niestabilnością kursową a problem jej internacjonalizacji i mitygacji

Zwiększający się poziom niepewności ekonomicznej w warunkach współczesnej, kryzysogennej gospodarki światowej i wyraźnego kryzysu w finansach publicznych wielu gospodarek narodowych zmienił sposób funkcjonowania rynków finansowych. Jednym z rezultatów zmiany tej efektywności są bardzo gwałtowne wahania na rynkach walutowych. Zarządzenie ryzykiem walutowym staje się więc zagadnieniem pierwszoplanowym. Obejmuje ono prowadzenie właściwej polityki dotyczącej ryzyka na szczeblu przedsiębiorstwa, a związanej w zasadniczej swojej części z następującymi procesami: spekulacji, akceptacji, przeniesienia i mitygacji.

Przyjmując strategię spekulacji, dane przedsiębiorstwo nie zabezpiecza swoich otwartych pozycji lub zabezpiecza je w sposób niewystarczający i mało efektywny. Dodatkowo przyjmuje ono postawę „jakoś to będzie”. Nerozerwalnie z tą strategią

związane jest często stosowane przez firmy podejście, a mianowicie w przypadku wystąpienia strat z tytułu ryzyka walutowego są one przerzucane na klientów.

Wybierając strategię akceptacji, przedsiębiorstwo godzi się z potencjalnym ryzykiem, ale nie wykonuje żadnych działań zabezpieczających. Strategię tę cechuje zawsze przerzucanie potencjalnie powstałych kosztów na klientów.

Podobnie wygląda sytuacja w przypadku strategii przeniesienia, z tą jednak różnicą, że dodatkowo przedsiębiorstwo przenosi potencjalne ryzyko walutowe i ewentualne koszty powstałe z tytułu jego materializacji na inne, dodatkowe walory, np. ubezpieczenie.

W przypadku mitygacji następuje właściwe zarządzanie ryzykiem walutowym. Oznacza to, że przedsiębiorstwo przyjmuje to ryzyko, ale w pełni nim zarządza, łącznie z zastosowaniem tzw. action planów, a więc działań, które mają zabezpieczyć obecne i przyszłe poczynania przedsiębiorstwa poprzez całkowitą, a tam gdzie nie jest to możliwe – częściową jego niwelację.

Zasadniczym celem zarządzania ryzykiem walutowym poprzez jego mitygację jest więc poprawa wyników finansowych firmy oraz zapewnienie takich warunków, aby nie ponosiła ona strat większych niż założone. W procesie mitygacji następuje rozpoznawanie składników (czynników) ryzyka, z jakimi firma może mieć do czynienia, a następnie ich kontrola i pomiar.

Najważniejszym celem zarządzania ryzykiem walutowym jest absolutna stabilizacja wartości przyszłych przepływów pieniężnych denominowanych w walutach obcych, na założonym i akceptowalnym przez daną firmę poziomie. Właściwe zarządzanie ryzykiem walutowym nie może efektywnie obyć się bez doboru instrumentów zabezpieczających. W literaturze przedmiotu wskazuje się na dwie grupy instrumentów: instrumenty wewnętrzne – hedgingowe oraz instrumenty zewnętrzne. Obydwie grupy zawierają całą paletę instrumentów pozwalających w sposób efektywny zarządzać ryzykiem walutowym. W przypadku zabezpieczeń wewnętrznych firma bazuje w pierwszej kolejności na regulacjach i procedurach wewnętrznych. Ich liczba jednak jest ograniczona legislacją wewnątrz danej firmy. W przypadku zabezpieczeń zewnętrznych praktycznie nie ma ograniczeń i firma może czerpać z dużej liczby instrumentów dostosowanych do zaistniałej sytuacji i przypadku.

Aby proces zarządzania ryzykiem walutowym był efektywny i przynosił założone efekty, musi być właściwie sparametryzowany, usystematyzowany i zdefiniowany. W przeciwnym razie korzyści z tego procesu będą odmienne od założonych celów.

Internacjonalizacja mitygacji w zakresie ryzyka walutowego powinna obecnie stanowić najważniejsze zagadnienie dla wszystkich banków centralnych oraz rządów państw (szczególnie grupy G8). Zagadnienie mitygacji docelowo powinno prowadzić do sparametryzowania i usystematyzowania działań w zakresie action

planów w celu zminimalizowania skutków ryzyka walutowego. Tak zdefiniowana mitygacja powinna w dalszej kolejności podlegać procesowi internacjonalizacji po to, aby zapobiec niekontrolowanym stratom oraz częstym i dużym turbulencjom na rynku walutowym, czego jesteśmy świadkami, obserwując od dłuższego czasu międzynarodowe rynki finansowe. Wszystkie zawirowania na rynkach finansowych, a szczególnie walutowych, są efektem wszechobecnej spekulacji i braku mitygacji fluktuacji kursów walutowych w aspekcie międzynarodowym.

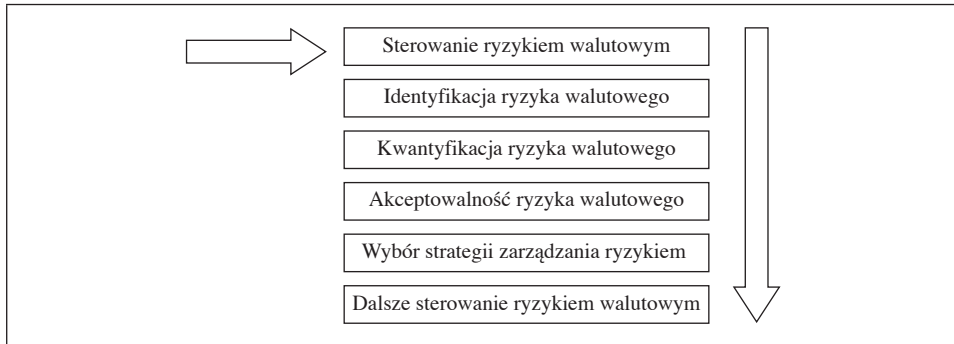
Zasadniczym punktem procesu internacjonalizacji w zakresie mitygacji ryzyka walutowego powinna być stabilizacja wartości przyszłych przepływów pieniężnych denominowanych w walutach obcych. Prowadzić to będzie do pełnego zabezpieczenia pozycji walutowej w taki sposób, aby zmiany kursu walutowego nie powodowały zmiany wartości tych przepływów, a jednocześnie pozwalały na czerpanie korzyści z pojawiających się dodatnich różnic kursowych.

Czynnikami prowadzącymi do parametryzacji procesu mitygacji ryzyka walutowego w skali międzynarodowej powinny być [Miciuła 2010, s. 309]:

- specyfikacja w zakresie zagranicznych przepływów handlowych, tj. powtarzalność tych przepływów, terminy płatności, wielkość transakcji i ekspozycji, kierunek przepływów, waluta rozliczenia,
- siła wpływu zmiany kursów na wyniki finansowe firmy, wielkości zagranicznych obrotów handlowych w stosunku do obrotów ogółem,
- szybkość, z jaką można dostosować ceny, by skompensować wpływ nieoczekiwanych zmian w kursie walutowym na marżę zysku,
- umiejętności kadry zarządzającej w zakresie mitygacji ryzyka walutowego,
- możliwość zastosowania wewnętrznych instrumentów zabezpieczających i (lub) instrumentów zewnętrznych.

Na podstawie tak określonych warunków można rozpocząć budowę strategii mitygacyjnych dostosowanych do specyfiki poszczególnych gospodarek narodowych – szczebel makro i poszczególnych firm – szczebel mikro. Trzeba pamiętać, że najważniejszy czynnik przy konstruowaniu strategii zarządzania ryzykiem walutowym to czynnik ludzki, a nie jak można by sądzić – środki pieniężne. Wiele firm o bardzo dużym potencjale finansowym, mające rozbudowane działy finansowe, ponosi co roku wysokie straty z tytułu ujemnych różnic kursowych w wyniku źle skonstruowanych strategii zabezpieczających [Miciuła 2010, s. 307–308].

Na rys. 5 przedstawiono generyczny proces zarządzania ryzykiem walutowym w procesie jego mitygacji. Najważniejszym elementem tego rysunku jest ustalenie momentu powstania ryzyka, czyli ustalenia cen za sprzedane (kupione) towary, gdy nie ma już możliwości absorpcji ruchów kursów walutowych w cenę produktu, a następnie decyzja o wyborze strategii zabezpieczających do określonych rodzajów płatności i rozliczeń.



Rys. 5. Generyczny proces zarządzania ryzykiem walutowym w procesie jego mitygacji
 Źródło: opracowanie własne na podstawie doświadczeń z praktyki gospodarczej.

Prawidłowo zmitygowane ryzyko sprawia, że prawdopodobieństwo jego wystąpienia w przyszłości jest minimalne. Nie oznacza to jednak, że nie może ono ulec powtórzeniu. Zakres i prawdopodobieństwo wystąpienia takiego ryzyka w przyszłości będą zależeć od skuteczności zaimplementowania planów awaryjnych. Prawidłowo przeprowadzona mitygacja ryzyka to taka, w wyniku której zmitygowane ryzyko jest jak najmniejsze lub w całości wygaszone, a jego wpływ na wyniki finansowe przedsiębiorstwa jest minimalny. Ponadto właściwie przeprowadzony proces mitygacji daje kadrze zarządzającej w przedsiębiorstwach pewność, że każde potencjalnie znaczące ryzyko zostało zidentyfikowane i zmitygowane do akceptowalnego poziomu. Ryzyko kursowe było i jest trwałym i nierozłącznym elementem handlu z państwami, które posługują się inną walutą. Odpowiednia organizacja w zarządzaniu i mitygowaniu tego ryzyka z jednej strony stanowi doskonałe narzędzie w podnoszeniu bezpieczeństwa finansowego na szczeblu mikro- i makroekonomicznym, z drugiej zaś – świadczy o jego internacjonalizacji.

5. Globalne metody stabilizacji kursów walutowych – próba retrospekcji

Stabilność globalnych rynków finansowych w istotny sposób determinowana jest wahaniami kursów walut. Ich dynamiczny charakter można zmitygować w pierwszej kolejności metodami globalnymi, tj.: wielostronną integracją walutową, jednostronnym związaniem własnej waluty z walutą obcą, segmentacją rynków walutowych oraz inżynierią finansową.

Wielostronna integracja walutowa wiąże się z wprowadzeniem wspólnej waluty. Oznacza to dla grupy krajów, które uczestniczą w takiej integracji, większą odporność na kryzysy finansowe, przy założeniu, że gospodarki tych krajów są „zdrowe”

i nie jak to ma miejsce obecnie (dotyczy to kilku krajów z obszaru Eurolandu) – zadłużone. Powstanie Unii Gospodarczej i Walutowej wyeliminowało wahania kursów walut i ryzyko kursowe oraz koszty transakcyjne przy wymianie walut. Powstanie wspólnej waluty euro przyczyniło się do większej stabilności kursowej krajów, które przyjęły takie rozwiązanie [Rymarczyk 2010, s. 232].

Jednostronne związanie własnej waluty z walutą obcą polega na wprowadzeniu obcej kluczowej waluty zamiast własnej. Metoda ta pozwala stabilizować rynek finansowy danego kraju, zmniejszając wahania kursowe, którym kluczowe waluty ulegają w mniejszym stopniu niż waluty słabe, i zwiększyć jego przejrzystość. Jednakże oznacza ona utratę suwerenności pieniężnej i walutowej. Nie ma przy tym żadnej gwarancji, że kraj kluczowej waluty będzie prowadził politykę pieniężną korzystną dla „dolaryzowanego” czy „euroizowanego” kraju. Konsekwencje mogą być fatalne, zwłaszcza wtedy, gdy na skutek wysokiego kursu przyjętej waluty obcej nastąpi spadek eksportu i wzrost importu. Powstały deficyt bilansu handlowego może wtedy być sfinansowany tylko przez wzrost inwestycji lub zewnętrzne zadłużenie [Rymarczyk 2010, s. 233].

Innym sposobem proponowanym w celu przeciwdziałania kryzysom finansowym jest podwyższenie kosztów transakcyjnych na rynkach walutowych, czyli ich segmentacja. Wyższe koszty wskutek opodatkowania transakcji walutowych ograniczyłyby płynność i żywiołowość przede wszystkim kapitału krótkoterminowego dokonującego największej ilości obrotów. Propozycja ta jest znana pod nazwą podatku Tobina (od nazwiska jej twórcy). J. Tobin przedstawił koncepcję, w myśl której transakcje walutowe mogłyby być opodatkowane w wysokości 1% w kraju, z którego waluta wypływa, i w tej samej wysokości – w kraju przyływu waluty.

Segmentacja obszarów walutowych może być realizowana poprzez kontrolę przepływów krótkoterminowych kapitałów spekulacyjnych. Elastycznym instrumentem jest wprowadzenie obowiązku deponowania w banku centralnym części wprowadzanego na dany rynek kapitału. Wysokość depozytu może się zmieniać od zera do 100%, w zależności od okresu i sfery inwestowania [Rymarczyk 2010, s. 235].

6. Zakończenie

Problem stabilności kursowej obecnie determinowany jest przez:

- politykę kursową każdego państwa, z którą wiąże się nierozzerwalnie zagadnienie wielkości przedziału wahań kursu oraz jego płynność i różnicowanie,
- interwencje banku centralnego,
- konieczność zarządzania ryzykiem kursowym ze względu na wzrost wymiany międzynarodowej oraz zmienności kursów walutowych,

- spekulację, czyli brak strategii zarządzania ryzykiem kursowym,
- ekspozycję na ryzyko kursowe, która jest wprost proporcjonalna do wielkości należności i zobowiązań w walutach obcych,
- właściwą mitygację ryzyka kursowego zabezpieczającego przyszłą ekspozycję firmy,
- specyfikację wszystkich parametrów określających wymianę międzynarodową,
- generyczność w zakresie mitygacji ryzyka kursowego i jego internacjonalizacji,
- parametryzację i unifikację procedur mitygujących ryzyko kursowe na szczeblu: przedsiębiorstw, banków centralnych i rządów państw,
- rosnący poziom zagrożenia ryzykiem kursowym wśród przedsiębiorstw, co potwierdza wcześniej postawioną tezę, że każda firma działająca na rynku podlega temu ryzyku i że nie można od niego uciec,
- internacjonalizację mitygacji w zakresie ryzyka kursowego, która powinna w chwili obecnej stanowić najważniejsze zagadnienie dla wszystkich banków centralnych oraz rządów państw,
- usystematyzowanie działań w zakresie action planów w celu zminimalizowania skutków ryzyka kursowego,
- zdefiniowanie mitygacji, która powinna w dalszej kolejności podlegać procesowi internacjonalizacji po to, aby zapobiec niekontrolowanym stratom oraz częstym i dużym turbulencjom na rynku walutowym,
- skoordynowane działania wszystkich międzynarodowych instytucji finansowych w zakresie działań stabilizujących kursy walutowe w obliczu kryzysów finansowych,
- brak wystarczających, efektywnych metod stabilizujących i zabezpieczających kursy walutowe na szczeblu globalnym, uwzględniających czynnik spekulacji.

Literatura

- Bennett D. [2000], *Ryzyko walutowe*, Dom Wydawniczy ABC, Kraków.
- Bilski J., Janicka M. [2011], *Ewolucja reżimu kursowego w perspektywie przystąpienia do strefy euro* [w:] *Wzrost gospodarczy i finanse międzynarodowe*, red. S. Bukowski, J. Misala, CeDeWu, Warszawa.
- Ciszek K. [2010], *Zarządzanie ryzykiem na rynku węgla w Polsce – wybrane problemy*, Nauka i Gospodarka, Kraków.
- Drabowski E. [1982], *Klasyfikacja kursów walutowych*, „Handel Zagraniczny”, 10 stycznia.
- Miciuła I. [2010], *Zarządzanie ryzykiem walutowym elementem funkcjonowania przedsiębiorstw w warunkach międzynarodowych*, Nauka i Gospodarka, Kraków.
- Rymarczyk J. [2010], *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa.

Streszczenie

Współcześnie bardzo dynamiczne zmiany kursów walutowych wszystkich właściwie walut, przez ich wpływ na ceny importu i eksportu, poziom stóp procentowych, dochodów i wpływów budżetowych państwa – działają destabilizująco na gospodarki poszczególnych krajów, co w konsekwencji prowadzi do kryzysu finansowego. Istotnym czynnikiem jest również obserwowana zależność rynków finansowych od polityki pieniężnej i walutowej instytucji finansowych w krajach kluczowych walut. Wynika z tego ich wysoka odpowiedzialność za stabilizację sytuacji na głównych rynkach finansowych i konieczność kooperacji przede wszystkim między najważniejszymi instytucjami triady, tj. Bankiem Rezerw Federalnych USA, Bankiem Japonii oraz Europejskim Bankiem Centralnym.

Brak spójnych, jednolitych i powszechnych mechanizmów stabilizujących na szczeblu poszczególnych gospodarek narodowych, działania spekulacyjne inwestorów prywatnych i instytucjonalnych oraz bardzo częste przyjmowanie przez firmy strategii spekulacji są powodem dużych zawirowań na międzynarodowych rynkach finansowych oraz coraz wyższych kosztów dla firm.

Słowa kluczowe: kurs walutowy, mitygacja, ryzyko, kryzys.

Exchange Rate Stabilisation at a Time of Financial Crisis – An Attempt at Assessment

The recent volatility of exchange rates of practically all currencies exerts a direct influence on import/export prices, interest rate levels, state budget revenues and profits. This has had a destabilising effect on national economies and consequently triggered a financial crisis, i.e. the situation that we are currently in. One important factor is the apparent dependence of financial markets on the monetary and exchange rate policies pursued by the financial institutions of key-currency countries. These institutions, accordingly, have a great deal of responsibility for stabilising key financial markets and collaboration between the main institutions of the Triad, i.e. the US Federal Reserve, the Bank of Japan and the European Central Bank.

In the absence of coherent, unified and widespread stabilisation mechanisms at the level of national economies and in the face of speculative behaviour by private and institutional investors, plus speculative strategies being commonly adopted by businesses, international financial markets remain highly turbulent and companies have to cope with a rising expense bill.

Keywords: exchange rate, mitigation, risk, crisis.

Aldona Piotrowska
Katedra Prawa Publicznego

Ochrona konsumentów usług finansowych na odległość

1. Wprowadzenie

Niniejszy artykuł ma przybliżyć czytelnikowi specyfikę ochrony konsumenta usług finansowych świadczonych na odległość uregulowaną w ustawie o ochronie niektórych praw konsumentów oraz o odpowiedzialności za szkodę wyrządzoną przez produkt niebezpieczny (Dz.U. z 2000, nr 22, poz. 271, ze zm., zwana dalej u.o.k.p.n.). Ochrona konsumenta, w tym również konsumenta usług finansowych zawieranych na odległość, może być rozpatrywana w dwóch aspektach – prywatno- i publicznoprawnym, wynikających z dwóch reżimów prawnych: prawa prywatnego i prawa publicznego. Rozróżnienie to pozwala na wskazanie różnych środków ochrony konsumenta i różnych celów, których realizacji przyznane konsumentom środki mają służyć.

Regulacje prywatnoprawne zawierają rozwiązania szczególne dotyczące ochrony konsumenta usług finansowych, w tym usług zawieranych na odległość. Zaliczamy do nich m.in. ustawę z 2 marca 2000 r. o ochronie niektórych praw konsumentów oraz o odpowiedzialności za szkodę wyrządzoną przez produkt niebezpieczny oraz ustawę z 12 maja 2011 r. o kredycie konsumenckim (Dz.U. nr 126, poz. 715, ze zm., zwana dalej u.k.k.) oraz regulacje ogólne zawarte m.in. ustawie z 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny (Dz.U. nr 16, poz. 93, ze zm., zwana dalej k.c.). Wśród regulacji publicznoprawnych dotyczących ochrony konsumenta można wydzielić te, których celem bezpośrednim jest ochrona konsumenta, oraz takie, które realizują ten cel pośrednio. Ustawa z 16 lutego 2007 r. o ochronie konkurencji i konsumentów regulująca bezpośrednio ochronę konsumenta nie przewiduje odrębnych rozwiązań w zakresie usług finansowych, w tym usług

finansowych na odległość (Dz.U. nr 50, poz. 331, ze zm., zwana dalej u.o.k.i.k.). Konsumentów usług finansowych są chronieni w ramach ogólnych rozwiązań dotyczących ochrony konsumenta – art. 24 u.o.k.i.k.

Wśród przepisów publicznoprawnych chroniących konsumenta w sposób pośredni można wskazać dwa rodzaje:

- ustawy chroniące konkurencję, obejmujące swym zakresem także usługi finansowe, np. regulacje zawarte w u.o.k.i.k. dotyczące porozumień ograniczających konkurencję czy zakazu antykonkurencyjnych koncentracji,
- ustawy dotyczące ochrony rynku finansowego (ustawa z 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym, Dz.U. nr 157, poz. 1119, ze zm., ustawa z 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, Dz.U. nr 183, poz. 1537, ze zm., ustawa z 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz.U. nr 146, poz. 1546, ze zm., zwana dalej u.f.i.) przewidują w art. 2 m.in. jako cel działania organu nadzoru nad rynkiem finansowym KNF ochronę interesów uczestników tego rynku.

2. Idea ochrony konsumenta

Prawa konsumenta obejmują: prawo do ochrony życia i bezpieczeństwa, prawo do ochrony interesów gospodarczych, prawo do naprawienia doznanej szkody, prawo do informacji i edukacji, prawo do bycia wysłuchanym [Łętowska 1999, s. 16]. Podstawą podejmowania działań przez ustawodawcę europejskiego w zakresie ochrony konsumenta jest paradygmat przejrzystości informacji, a poprzez to stworzenie szans świadomej, racjonalnej oceny i wyboru, wychowanie konsumenta umiającego korzystać z bogactwa oferty i dobrodziejstwa wspólnego rynku to cel europejskich strategii *hominum oeconomicorum passivorum* [Łętowska 1999, s. 27]. Ponadto wskazuje się, że ochrona konsumenta stanowi element walki o rynek prawdziwie wolny dla czynnych, jak i biernych uczestników rynku [Łętowska 1999, s. 45].

Podstawą aksjologiczną ochrony konsumenta jest m.in. ochrona jego interesów ekonomicznych, która w efekcie ma stanowić jeden ze środków służących realizacji zasady wspólnego rynku w Unii Europejskiej. Komisja Europejska w komunikacie dotyczącym stosowania regulacji z zakresu ochrony konsumenta wskazuje, że w każdym przypadku podstawą stosowania środków ochrony konsumenta jest „dobro powszechne” (Communicate KE Freedom to provide services and the interest of the general good in the second banking directive, 26.06.1997).

Początkowo usługi finansowe były wyłączone spod reżimu ochronnego ustawy [Łętowska 2001, s. 29]¹. Powodem wyłączenia tego rodzaju usług było stwier-

¹ Por. sprawa Buet v. Ministère Public ETS z 16.5.1989 r. Nr 382/87, Zb. Orz. 1989, s. 1248.

dzenie, że konsument realizuje poprzez zawarcie umowy o usługę finansową interes gospodarczy – tzn. inwestowanie, wychodząc z czystej roli konsumenta. Rozwój nowoczesnych technik marketingowych, technik porozumiewania się oraz postępująca globalizacja spowodowały, że ostatecznie włączono usługi finansowe do katalogu podlegającego ochronie.

3. Ochrona konsumenta usług finansowych zawieranych na odległość

Ochronę konsumenta usług finansowych zawieranych na odległość sankcjonuje ustawa z 2 marca 2000 r. o ochronie niektórych praw konsumentów oraz o odpowiedzialności za szkodę wyrządzoną przez produkt niebezpieczny. W przeciwieństwie do dyrektywy 2002/65/WE polski ustawodawca reguluje omawianą problematykę kompleksowo, wprowadził nowy rozdz. 2a do obowiązującej ustawy o ochronie niektórych praw konsumentów. Przepisy te stanowią regulację szczególną w stosunku do ogólnych regulacji w zakresie umów zawieranych na odległość w rozdz. 2 u.o.k.p.n. Zgodnie z art. 16e u.o.k.p.n. w kwestiach nieregulowanych w rozdz. 2a będzie się stosować przepisy ogólne dotyczące umów zawieranych na odległość, z uwzględnieniem specyfiki usług finansowych.

Reżimem ochronnym ustawy będą objęte wyłącznie umowy zawierane na odległość, które spełniają kryteria ustawy. W art. 6 § 1 u.o.k.p.n. ustawodawca zdefiniował pojęcie umowy zawieranej na odległość. Na podstawie tej definicji można wskazać następujące elementy umowy na odległość:

- brak jednoczesnej obecności obu stron przy zawarciu umowy,
- wykorzystanie do zawarcia umowy środków porozumiewania się na odległość, w tym środków komunikacji elektronicznej,
- umowa zawierana jest między konsumentem a przedsiębiorcą,
- przedsiębiorca w taki sposób zorganizował swoją działalność.

Ustawodawca nie reguluje w sposób autonomiczny umowy finansowej na odległość. Umowa taka jest wyodrębniona spośród innych umów na odległość ze względu na kryterium przedmiotowe, tj. przedmiotem umowy są usługi finansowe. W powstałym zakresie stosujemy ogólne przepisy o zawieraniu umów na odległość.

Brak jednoczesnej obecności stron w tym samym miejscu, skutkującej rozciągnięciem w czasie procesu zawierania umowy, potrzebnym na wymianę informacji, poprzez środki komunikowania się na odległość, jest warunkiem zastosowania reżimu ochronnego ustawy.

Środki porozumiewania się na odległość to określenie zbiorcze. Kategorię tę można podzielić w sposób dychotomiczny na środki komunikacji elektronicznej

oraz inne środki wskazane przykładowo w art. 6 u.o.k.p.n. Środki komunikacji elektronicznej są zdefiniowane w art. 2 pkt 5 ustawy z 18 lipca 2002 r. o świadczeniu usług drogą elektroniczną jako rozwiązania techniczne, w tym urządzenia teleinformatyczne i współpracujące z nimi narzędzia programowe, umożliwiające indywidualne porozumiewanie się na odległość z wykorzystaniem transmisji danych między systemami teleinformatycznymi, a w szczególności pocztę elektroniczną (Dz.U. nr 144, poz. 1204, ze zm.). Wyróżnikiem tej kategorii jest porozumiewanie się poprzez transmisję danych między systemami teleinformatycznymi.

Druga kategoria obejmuje środki, które umożliwiają komunikowanie się na odległość, choć nie są środkami komunikacji elektronicznej. Środki te dzieli się na trzy kategorie: wykorzystujące nośnik papierowy, komunikacja telefoniczna i wykorzystująca telefon (faks, wizjofon, wideotekst), komunikacja radiowa i telewizyjna [Łętowska 2001, s. 50].

Ciężar dowodu, że umowę zawarto na odległość, spoczywa na konsumencie. Niekiedy właściwe zakwalifikowanie sposobu zawarcia umowy może budzić wątpliwości, zwłaszcza co do techniki „na odległość” i „poza lokalem przedsiębiorstwa”. Przykładowo wniosek o kredyt czy kartę kredytową wypełniono w wersji elektronicznej poprzez formularz na stronie WWW banku, ale podpisanie umowy nastąpiło w lokalu banku, przy założeniu że mamy do czynienia z e-bankiem – bankiem internetowym. W takich przypadkach pojawia się pytanie, który reżim zastosować. Ocena zależy od konkretnego przypadku, który z elementów przedkontraktowych przeważał i czy zachowanie banku nie zmierzło poprzez zmianę trybu zawarcia umowy do ominięcia restrykcyjnych przepisów co do umów zawieranych „na odległość”.

Definicję legalną konsumenta zawiera art. 22¹ k.c.: „Konsumentem jest osoba fizyczna dokonująca czynności prawnej niezwiązanej bezpośrednio z jej działalnością gospodarczą lub zawodową”. Ustawodawca nie przesądza jednak, że ochronie podlega konsument niedziałający w celu gospodarczym, lecz w celu niezwiązanym z działalnością gospodarczą, co wskazuje, że chodzi tu o szczególny rodzaj aktywności profesjonalnej, nazywanej czasem działalnością o komercyjnych charakterze. Tym samym fakt realizacji inwestycji kapitałowych nie wyłącza konsumenta spod reżimu ochronnego, gdyż nie stanowi to działalności gospodarczej ani zawodowej. Ponadto posiadanie akcji, obligacji czy udziałów w spółkach nie jest uważane za działalność gospodarczą. Działalność gospodarcza zawiera element działania komercyjnego oraz stałości trudnienia się danym rodzajem działania [Łętowska 2001, s. 43].

Wątpliwości dotyczące objęcia ochroną usług finansowych wynikające z ich gospodarczego charakteru nie mogą przesłaniać podstawowego celu, jakim jest ochrona interesów ekonomicznych konsumentów. Konsument zawierający umowę rachunku bankowego w celu przelewania na niego wynagrodzenia i następnie

lokujący zebrane środki na lokacie bankowej, w obu przypadkach pozostaje konsumentem. Należy spojrzeć także na aspekt ogólnospołeczny – odmowa ochrony ze względu na gospodarczy charakter transakcji zniechęca do dokonywania lokaty kapitału, a zachęca do konsumpcji.

Ustawa nie definiuje pojęcia przedsiębiorcy, ale ustawę należy tłumaczyć w duchu dyrektywy, którą ona implementuje. Pojęcie przedsiębiorcy zawiera m.in. k.c., ustawa o swobodzie działalności gospodarczej. Pomimo rozbieżności co do definicji przedsiębiorcy w obu ustawach należy przyjąć jak najszersze rozumienie tego pojęcia. Działalność gospodarcza przedsiębiorcy nie musi być zorganizowana w postaci przedsiębiorstwa, co wynika z użycia przez ustawodawcę sformułowania „w taki sposób zorganizował swą działalność”, a nie zorganizował swe przedsiębiorstwo (odmiennie [Łętowska 2001 s. 51])². Ponadto zawarcie przez konsumenta umowy z fałszywym „przedsiębiorcą”, tzn. takim, który nie spełnił wymogów ustawowych dotyczących podjęcia działalności gospodarczej, nie jest nigdzie zarejestrowany, ale podaje się za przedsiębiorcę, nie wykluczy reżimu ochronnego.

Działanie przedsiębiorcy na odległość musi być sposobem realizowania działalności gospodarczej, co wynika ze stwierdzenia „w taki sposób zorganizował swoją działalność”. Użycie środka komunikowania się na odległość w początkowej fazie nawiązywania kontaktu z konsumentem, a następnie skorzystanie z tradycyjnych form zawarcia umowy wyłącza daną umowę spod reżimu ustawy, np. wniosek o kartę kredytową wypełniono w wersji elektronicznej, poprzez formularz na stronie WWW banku, ale podpisanie umowy nastąpiło w lokalu banku.

Ustawodawca w art. 16a u.o.k.p.n. wymienia przykładowe usługi finansowe, te które są najbardziej powszechne, tj.: 1) czynności bankowe, 2) umowy kredytu konsumenckiego, czynności ubezpieczeniowe, umowy uczestnictwa w: funduszu inwestycyjnym otwartym, specjalistycznym funduszu inwestycyjnym otwartym, funduszu inwestycyjnym zamkniętym³. Pozostałe usługi finansowe można wskazać na podstawie ustawy z 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. nr 157, poz. 1119). Prowadzenie działalności na rynku finansowym podlega działaniom nadzorczym KNF. Ustawodawca wymienia obszary nadzoru

² Przedsiębiorca musi tak zorganizować swe przedsiębiorstwo, by z wykorzystania technik i braku jednoczesnej obecności stron umowy przy jej zawarciu uczynić zasadę funkcjonowania, która wskazuje na przedsiębiorstwo. Nie każdy jednak przedsiębiorca musi posiadać przedsiębiorstwo, a mimo to zostanie spełniony wymóg zorganizowania działalności z art.6 u.o.k.p.n.

³ W dyrektywie wymieniono także usługi płatnicze. Pojęcie usług finansowych bywa różnie rozumiane w literaturze, wskazuje się, że taki sposób przykładowego wyliczenia usług finansowych utrudnia jednoznaczną kwalifikację usług, które są albo w przyszłości się pojawiają i będą zaliczane do tej kategorii. Szerzej [Srokosz 2000, s. 82].

mieszczące się w pojęciu nadzoru nad rynkiem finansowym, tj. nadzór bankowy, nadzór ubezpieczeniowy, nadzór emerytalny, nadzór nad rynkiem kapitałowym i nad instytucjami pieniądza elektronicznego. Usługi świadczone na podstawie wymienionych w art. 1 § 2 tej ustawy będą usługami finansowymi, a tym samym będą podlegały reżimowi ochronnemu, z wyłączeniem usług wymienionych w art. 16a § 2 u.o.k.p.n.⁴

4. Uprawnienia konsumenta

Ustawodawca zdecydował się na dwa instrumenty ochronne:

- prawo do informacji i związane z nim prawo do wolności wyboru,
- ustawowe prawo do odstąpienia – *cooling off period*.

Ustawodawca wprowadza obowiązek udzielenia na piśmie rozbudowanej informacji w kwestiach mających znaczenie dla konsumenta. Przepisy wprowadzające obowiązki i prawa konsumentów mają charakter bezwzględnie obowiązujący, co potwierdza art. 17 u.o.k.p.n., praw tych nie można ograniczyć ani wyłączyć w drodze umowy, także w razie dokonania wyboru prawa obcego. Problem wyboru prawa obcego będzie istotny w przypadku, gdy siedziba przedsiębiorcy jest poza terytorium RP. Podpisanie umowy derogacyjnej mogłoby bowiem zniweczyć regulacje ochronne ustawy. Dyrektywy pozostawiają swobodę państwom członkowskim wyboru sposobu realizacji i skutków zastosowania *cooling off period*. Umowy zawarte w Polsce, nawet poprzez witrynę internetową, ale z przedsiębiorcą mającym siedzibę w Polsce, podlegają przepisom u.o.k.p.n.

Art. 6 ust. 2 i 3 u.o.k.p.n. dotyczy ochrony prywatności konsumenta – przewidziano dwie techniki: ujawnienie *animus contrahendi* przy pierwszym kontakcie oraz konstrukcję *opt in* wyrażenia uprzedniej zgody konsumenta na użycie środków technicznych. Sankcja niezachowania prywatności konsumenta jest ogólna, tj. ochrona dóbr osobistych oraz odpowiedzialność odszkodowawcza kontraktowa lub deliktowa, zależnie od tego, czy była, czy nie była zawarta umowa [Łętowska 2001, s. 50–51]. Dopuszczalne jest pogorszenie sytuacji przedsiębiorcy.

W porównaniu z pozostałymi umowami zawieranymi na odległość rozbudowano obowiązki informacyjne o wynikające ze specyfiki umów finansowych informacje o ryzyku związanym z usługą, istnieniu systemu gwarancyjnego,

⁴ Przepisów ustawy nie stosuje się do usług polegających na gromadzeniu środków pieniężnych i ich lokowaniu, z przeznaczeniem na wypłatę członkom otwartego funduszu emerytalnego lub uczestnikom pracowniczego funduszu emerytalnego po osiągnięciu przez nich wieku emerytalnego w rozumieniu ustawy z 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz.U. nr 139, poz. 934, ze zm.) i ustawy z 22 sierpnia 1997 r. o pracowniczych programach emerytalnych (Dz.U. z 2001 r., nr 60, poz. 623).

oświadczeniu o poddaniu się egzekucji oraz języku i prawie właściwym przed zawarciem umowy i właściwym do zawarcia i wykonania umowy.

Umowy o usługi finansowe charakteryzuje deficyt transparentności będący konsekwencją ich skomplikowania, co sprawia, że są o wiele trudniejsze do zrozumienia dla przeciętnego konsumenta niż inne umowy, których jest stroną. Umowy te są obciążone ryzykiem ekonomicznym rozłożonym niesymetrycznie między strony umowy [Łętowska 1999, s. 453–454]. W związku z posługiwaniem się specyficznym środkiem komunikacji istnieje możliwość nieetycznej i natarczywej działalności marketingowej prowadzonej przez przedsiębiorców działających w sieci (np. *spamming*, *framing*). Problemem jest także bezpieczeństwo zawieranych przez Internet transakcji, zwłaszcza z wykorzystaniem karty płatniczej czy z użyciem podpisu elektronicznego. Przeciętny konsument nie dysponuje fachową wiedzą potrzebną do zweryfikowania prawdziwości i bezpieczeństwa witryny internetowej. Techniczne ułatwienia procedury zawierania umów przez Internet sprowadzające się do kliknięcia myszką mogą powodować zawieranie umów pod wpływem nieprzemyślanego impulsu ze strony konsumenta. Ponadto oświadczenie woli może zostać zniekształcone na skutek działania wirusa komputerowego [Kukuryk 2006, s. 159 i nast.]. Obowiązków informacyjnych nie należy traktować jako szczególnego trybu zawarcia umowy, gdzie zaniechanie prowadziłoby do bezskuteczności [Wejman 2000, s. 47].

Ustawodawca przewiduje dwa rodzaje ustawowego prawa odstąpienia:

1) zwykłe prawo odstąpienia – art. 16c u.o.k.p.n.:

– konsument może skorzystać z tego uprawnienia w ciągu 14 lub 30 dni (tylko umowy ubezpieczenia) od dnia zawarcia umowy lub od dnia potwierdzenia informacji, o którym mowa w art. 16b ust. 3, jeżeli jest to termin późniejszy,

– wyłączono możliwość skorzystania z prawa do odstąpienia w przypadku niektórych usług finansowych. Katalog tych usług zawiera art. 16c § 7 u.o.k.p.n.;

2) szczególne prawo odstąpienia, bez konieczności ponoszenia kosztów należnych przedsiębiorcy. Przysługuje ono w przypadku niedopełnienia obowiązków informacyjnych – art. 16d u.o.k.p.n.

Ustawowe prawo odstąpienia można wykonać poprzez złożenie oświadczenia woli w ustawowym terminie⁵ pod warunkiem, że dotyczy ono umów o usługi finansowe, co do których nie zostało to prawo wyłączone. Oświadczenie o odstąpieniu od umowy ma charakter kształtujący prawo⁶. Prawo to nie może być skutecznie wyłączone, niedopuszczalne jest zawarcie obowiązku zapłaty odstępnego

⁵ Dotyczy to również umowy pakietowej, zawarcia umowy zasadniczej i umowy ją kredytującej [Łętowska 2001, s. 67 i nast.]

⁶ Jest to, podobnie jak wypowiedzenie, jeden ze sposobów rozwiązania umowy. Może mieć podstawę umowną lub ustawową. Przy braku odpowiednich postanowień umowy, złożenie skutecznego oświadczenia o odstąpieniu od umowy zależy od wypełnienia ustawowych wymagań

nego w razie skorzystania z prawa odstąpienia. Początkowy bieg terminu liczy się bądź od dnia zawarcia umowy, bądź od dnia otrzymania informacji, o których mowa w art. 16b ust. 3 u.o.k.p.n., jeżeli jest to termin późniejszy. Do zachowania terminu wystarczy wysłanie oświadczenia na piśmie przed jego upływem, tj. stosujemy art. 7 ust. 1 zd. 2 w zw. z art. 16e u.o.k.p.n. Jest to prawo podmiotowe kształtujące, tzn. konsument ma prawo zmiany lub zgaśnięcia stosunku prawnego przez jednostronną czynność prawną. Termin 14 lub 30 dni jest terminem zawitym, uprawniony może z niego skorzystać aż do jego upływu. Nie jest konieczne, by oświadczenie o odstąpieniu dotarło do przedsiębiorcy przed upływem terminu (tak [Łętowska 2001, s. 34; Kocot 2010, s. 34], odmiennie [Łaszczuk i Szpara 2001, s. 52 i nast.]).

W wypadku odstąpienia od umowy jest ona uważana za niezawartą, a konsument jest zwolniony ze wszelkich zobowiązań. To, co strony świadczyły, ulega zwrotowi w stanie niezmienionym, chyba że zmiana była konieczna w granicach zwykłego zarządu, w terminie 30 dni: 1) od dnia odstąpienia od umowy – w przypadku świadczeń konsumenta albo 2) od dnia otrzymania oświadczenia o odstąpieniu od umowy – w przypadku świadczeń przedsiębiorcy.

W wypadku rozpoczętego za zgodą konsumenta świadczenia usług, przed upływem terminów, o których mowa w ust. 1 lub ust. 2, przedsiębiorca może żądać zapłaty ceny za usługę rzeczywiście wykonaną. Przykładowo w razie odstąpienia od umowy rachunku bankowego w sytuacji, w której usługi świadczone były od chwili zawarcia umowy, bank ma prawo obciążyć konsumenta częścią opłaty z tytułu prowadzenia rachunku, jaka odpowiada okresowi od dnia rozpoczęcia świadczenia usługi do dnia odstąpienia od umowy [Fabjańska i Litwiński 2004].

Przedsiębiorca nie może żądać zapłaty, o której mowa w ust. 5, jeżeli rozpoczął świadczenie usług bez zgody konsumenta, a także jeżeli nie wskazał, zgodnie z art. 16b ust. 1, pkt 9, wysokości ceny, którą konsument jest obowiązany zapłacić w wypadku, o którym mowa w ust. 5⁷.

Prawo do odstąpienia od umowy nie przysługuje konsumentowi w wypadkach wskazanych w art. 16c § 7 pkt 2 u.o.k.p.n. Przyczyna, dla której ustawodawca wyłączył przy tych rodzajach usług prawo do odstąpienia, wynika z ich

przewidzianych w przepisach szczególnych dotyczących określonych umów nazwanych. Wyrok SN 2 kwietnia 2008 r. III CSK 323/07, lex nr 453089.

⁷ [Kozaczek 2004]. Odstąpienie ma na celu doprowadzenie do takiego stanu, jakby umowa nigdy nie została zawarta, uznać należy, że konsument odstępując od umowy (o której mowa w art. 2 u.k.k.), wyraża wolę zniesienia wszelkich skutków zawartej wcześniej umowy. Jeśli zatem jednocześnie z oświadczeniem woli (lub niezwłocznie po jego złożeniu) konsument nie dokonuje zwrotu otrzymanego świadczenia, czyni ze swojego prawa użytek, który jest niezgodny z jego społeczno-gospodarczym przeznaczeniem. Podkreślić należy, że takie zastosowanie art. 5 k.c. nie prowadziłoby do utraty prawa do odstąpienia (co byłoby niedopuszczalne), a jedynie pozbawiłoby go na pewien czas ochrony – do momentu zwrotu świadczenia.

konstrukcji prawnej, która uniemożliwia realizację prawa odstąpienia, jak również ze względu na bezpieczeństwo obrotu. Przykładowo zgodnie z art. 26 § 3 u.f.i. zapis na jednostki uczestnictwa FIO albo na certyfikaty inwestycyjne FIZ jest nieodwołalny i bezwarunkowy, jak również nie może być złożony z zastrzeżeniem terminu. To samo dotyczy sprzedaży papierów wartościowych ze zobowiązaniem do ich odkupu oraz terminowych operacji finansowych, które są zawarte na umówioną datę lub umówiony termin, w obrocie rynkowym.

Mając na względzie możliwość skorzystania przez konsumenta z prawa do odstąpienia, wykonanie usługi może nastąpić później po upływie okresu do odstąpienia (zgodnie z art. 12; jeżeli strony nie umówiły się inaczej, przedsiębiorca powinien wykonać umowę zawartą na odległość najpóźniej w terminie 30 dni po złożeniu przez konsumenta oświadczenia woli o zawarciu umowy). W przypadku zapisów na tytuły uczestnictwa w FI nie jest możliwe późniejsze wykonanie usługi, ponieważ byłoby to sprzeczne z prawem.

W przypadku umów całkowicie wykonanych na żądanie konsumenta, przed upływem terminów, o których mowa w ust. 1 i ust. 2, konsument sam rezygnuje z prawa do *cooling off period*, skoro żąda wykonania umowy przed upływem okresu na zastanowienie. Wątpliwości mogą się pojawić co do tego, czy konsument był we właściwy sposób poinformowany o przysługującym mu uprawnieniu i skutkach żądania wcześniejszego wykonania umowy. W razie sporu ciężar dowodu będzie spoczywał na przedsiębiorcy.

Jeżeli chodzi o umowy ubezpieczenia dotyczące podróży i bagażu lub innych podobnych, jeżeli zawarte zostały na okres krótszy niż 30 dni, czas trwania tych umów powoduje, że nie jest możliwe skorzystanie z prawa do odstąpienia, gdyż odstąpienie następowałoby po całkowitym wykonaniu usługi ubezpieczenia.

Prawo do odstąpienia, o którym mowa w art. 16c, jest ustawowym prawem odstąpienia. Nie jest to przeszkodą, by w przypadku umów wyłączonych spod uprawnienia do odstąpienia przyznać konsumentowi umowne prawo odstąpienia, jeżeli charakter prawny danej usługi finansowej na to zezwala. Przykładowo jeżeli przedmiotem usługi jest zapis na jednostki uczestnictwa w FIO, który jest bezterminowy, bezwarunkowy i nieodwołalny, niemożliwe będzie skorzystanie z prawa odstąpienia. Nie można też wstrzymać czasu rozpoczęcia usługi do momentu upływu terminów do skorzystania z prawa odstąpienia. W umowie o jednostki uczestnictwa (JU) określamy datę, według której chcemy nabyć JU. Cena JU zmienia się w każdym dniu roboczym.

Tzw. szczególne prawo do odstąpienia. Realizacja obowiązku informacyjnego przez przedsiębiorcę została zabezpieczona przez uprawnienie konsumenta do odstąpienia od umowy, w każdym czasie na mocy art. 16d u.o.k.p.n., bez ponoszenia kosztów należnych przedsiębiorcy (tzw. szczególne prawo do odstąpienia). Ustawodawca nie wskazał jednak, co należy rozumieć pod pojęciem kosztów, czy

są to koszty uzyskania przychodu, o którym mowa w ustawach podatkowych, np.: nakłady poniesione przez przedsiębiorcę w celu wykonania usługi (np. zainstalowanie odpowiedniego urządzenia lub programu komputerowego), czy chodzi tu o koszty, jakie musiał ponieść konsument, by nabyć daną usługę, np. założenia rachunku papierów wartościowych. Nie będzie kosztem cena, np. cena zakupu akcji, tytułów uczestnictwa w FI.

Powstaje pytanie, czy do kosztów tych będzie można zaliczyć zapłatę ceny za rzeczywiście świadczoną usługę. Analiza sformułowania „koszty należne przedsiębiorcy” prowadzi do wniosku, że chodzi tu o koszty, jakie poniósł konsument w związku z usługą, o których mowa w art. 16d u.o.k.p.n., za koszty te można uznać prowizję, opłatę manipulacyjną, opłatę dystrybucyjną itp., ale także koszt zakupu modemu.

Kolejne pytanie związane z prawem odstąpienia na mocy art. 16d u.o.k.p.n. dotyczy tego, czy prawo odstąpienia z powodu niedopełnienia informacji przysługuje również konsumentowi usług wskazanych w art. 16c § 7 u.o.k.p.n. Systematyka aktu prawnego wskazuje na to, że uregulowanie w odrębnym artykule prawa odstąpienia bez zwrotu kosztów należnych, obejmuje wszystkie umowy o usługi finansowe. W przeciwnym wypadku ustawodawca zawarłby taką regulację w art. 16c u.o.k.p.n. przed § 7 u.o.k.p.n. Ustawodawca w art. 16 d u.o.k.p.n. nie wskazał terminu, w ciągu którego można skorzystać z tego szczególnego prawa odstąpienia, co oznacza, że konsument może odstąpić w każdym czasie, także po upływie okresów ochronnych. Niewątpliwie celem tego przepisu jest zabezpieczenie realizacji obowiązku informacyjnego przez przedsiębiorcę. Mając na względzie ochronny cel ustawy art. 16d u.o.k.p.n., należałoby objąć prawem do odstąpienia także umowy wyłączone na mocy art. 16c § 7 u.o.k.p.n. Należy się jednak zastanowić, czy taka interpretacja jest słuszna. Jaki był cel wyłączenia spod reżimu prawa odstąpienia niektórych rodzajów umów oraz czy mając wymagane informacje, konsument zawarłby umowę, czy też nie.

Prawo odstąpienia powoduje powstanie stanu niepewności analogicznego do tego, jaki jest następstwem dodania warunku lub terminu. Zapis na tytuły uczestnictwa jest nieodwołalny, bezwarunkowy i nie może zawierać terminu. Odstąpienie ma moc wsteczną, powoduje nie tylko wygaśnięcie umowy, ale również powrót do stanu, jaki istniał przed jej zawarciem (skutek *ex tunc*). Rodzi to obowiązek zwrotu wzajemnych świadczeń, jeśli zostały uprzednio wykonane. Zwrot powinien nastąpić według reguł rządzących wykonywaniem zobowiązań z umów wzajemnych, mających tu zastosowanie przez analogię.

W literaturze wskazuje się, że skorzystanie przez konsumenta z uprawnienia do odstąpienia od umowy musi podlegać ocenie na gruncie art. 5 k.c. „Wydaje się, że nie może być tak, że konsument, np. po dwuletnim korzystaniu z usług przedsiębiorcy świadczącego usługi finansowe na odległość, podejmie decyzję, że skutek

dostarczenia mu dwa lata wcześniej nietransparentnego postanowienia umownego, np. dotyczącego cech usługi będącej przedmiotem umowy ubezpieczenia, odstępuje od umowy. Może się jednak okazać, że kwestia nietransparentności postanowień umowy rzeczywiście ujawni się dopiero w jakiś czas po zawarciu umowy i dotyczyć może kwestii np. rozwiązywania sporów między przedsiębiorcą a konsumentem, charakteru osoby występującej jako (albo nie jako) przedstawiciel przedsiębiorcy, sposobu składania reklamacji i innych [Olczyk 2004].

Jeżeli jednak umowa ta w chwili odstąpienia była już wykonana w całości lub choćby częściowo, zachodzi konieczność rozliczenia się stron; regulacja tej sytuacji wyłącza potrzebę stosowania przepisów o nienależnym świadczeniu [Żuławska 2011]. Odstąpienie ma na celu doprowadzenie do takiego stanu, jakby umowa nigdy nie została zawarta. Powstaje pytanie, co z zapisem na JU, który jest nieodwołalny. Problem ten można zobrazować na przykładzie: Konsument X kupił 10 JU w FIO po cenie 100 zł. 1.07.2007 r. konsument zorientował się, że nie zawarto informacji co do ryzyka transakcji na stronie WWW TFI, poprzez którą nabył JU w FIO, ani w żadnym innym dokumencie, który otrzymał, wobec czego chce odstąpić od umowy w dniu 30.10.2008 r. na mocy art. 16d u.o.k.p.n. Jak wiadomo, na początku 2008 r. nastąpił na rynku finansowym niespotykany od lat 30. XX w. krach. Jaką cenę powinien wypłacić FIO? Powyższy przykład prowadzi do wniosku, że specyfika umów wskazanych w art. 16c § 7 pkt 2 u.o.k.p.n. i względy bezpieczeństwa obrotu przemawiają na rzecz niedopuszczalności skorzystania ze szczególnego prawa odstąpienia⁸. W pozostałych przypadkach skorzystanie przez konsumenta ze szczególnego uprawnienia do odstąpienia od umowy będzie podlegało ocenie na gruncie art. 5 k.c.

5. Podsumowanie

Ustawodawca przyznaje konsumentowi korzystającemu z usług finansowych na odległość ustawowe prawo odstąpienia od umowy (z wyłączeniem umów wskazanych w art. 16c § 7 pkt 2 u.o.k.p.n.). W zależności od tego, czy przedsiębiorca wykonał ciążące na nim obowiązki informacyjne, konsument może skorzystać w różnym terminie i na innych zasadach z tego uprawnienia. W sytuacji, gdy obowiązki informacyjne zostały wykonane, konsument ma 30 dni na odstąpienie od umowy w przypadku umów ubezpieczenia lub 14 dni w przypadku pozostałych umów o usługi finansowe (art. 16c u.o.k.p.n.). Gdy obowiązki informacyjne nie zostały przez przedsiębiorcę wykonane, konsument na mocy art. 16d u.o.k.p.n. może odstąpić od umowy w każdym czasie, bez ponoszenia kosztów należnych

⁸ W przypadku niektórych umów zastrzeżenie umownego prawa odstąpienia jest niedopuszczalne, np. umowy przenoszące własność nieruchomości.

przedsiębiorcy (tzw. szczególne prawo odstąpienia); skorzystanie z tego prawa powinno być jednak oceniane przez pryzmat art. 5 k.c.

Prawo odstąpienia powoduje powstanie stanu niepewności analogicznego do tego, jaki jest następstwem dodania warunku lub terminu. Odstąpienie ma moc wsteczną, powoduje nie tylko wygaśnięcie umowy, ale również powrót do stanu, jaki istniał przed jej zawarciem (skutek *ex tunc*). Rodzi to obowiązek zwrotu wzajemnych świadczeń, jeśli zostały uprzednio wykonane, według reguł rządzących wykonywaniem zobowiązań z umów wzajemnych.

Literatura

- Bagińska E. [2012], *Zakończenie stosunku umownego przez konsumenta w drodze odstąpienia od umowy bez podania przyczyny* [w:] *Kierunki rozwoju europejskiego prawa prywatnego. Wpływ europejskiego prawa konsumenckiego na prawo krajowe*, red. M. Jagielska, E. Rott-Pietrzyk, A. Wiewiórowska-Domagalska, C.H. Beck, Warszawa.
- Fabjańska M., Litwiński P. [2004], *Umowy zawierane na odległość dotyczące usług finansowych*, „Prawo Bankowe”, nr 10.
- Kocot W. [2010], *Pozakodeksowe umowy sprzedaży (szczególnie umowy sprzedaży)* [w:] *System Prawa Prywatnego. Prawo zobowiązań – umowy nienazwane*, t. 9, red. W. Katner, C.H. Beck, Warszawa.
- Kozaczek M. [2004], *Cywilnoprawne i karnoprawne konsekwencje odstąpienia od umowy kredytu konsumenckiego*, „Prawo Bankowe”, nr 11.
- Kukuryk P. [2006], *Cywilnoprawna ochrona konsumenta usług finansowych w umowach zawieranych na odległość* [w:] *Ochrona konsumenta usług finansowych. Wybrane zagadnienia*, red. B. Gnela, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Łaszczuk M., Szpara J. [2001], *Terminy do odstąpienia od umowy w ustawie o ochronie niektórych praw konsumentów*, „Palestra”, nr 3–4.
- Łętowska E. [1999], *Prawo umów konsumenckich*, C.H. Beck, Warszawa.
- Łętowska E. [2001], *Ochrona niektórych praw konsumentów. Komentarz*, Beck, Warszawa.
- Olczyk M. [2004], *Komentarz do 16d u.o.k.p.n.*, Lex.
- Srokosz W. [2000], *Pojęcie usług finansowych w regulacjach prawnych UE*, „Prawo Bankowe”, nr 9.
- Wejman F. [2000], *Wzorce umów na stronach www i w poczcie elektronicznej*, „Transformacje Prawa Prywatnego”, nr 4.
- Żuławska C. [2011], *Komentarz do art. 395 k.c.*, LexPolonica.

Streszczenie

W artykule przedstawiono specyfikę ochrony konsumenta usług finansowych, a w szczególności prywatnoprawne regulacje ochrony usług finansowych świadczonych na odległość. W wypadku umów finansowych zawieranych na odległość ustawodawca przewiduje prawo do odstąpienia od nich w ciągu 10 dni, jeśli przedsiębiorca wypeł-

nił obowiązki informacyjne. W przypadku gdy ich nie wypełnił, realizacja obowiązku informacyjnego przez przedsiębiorcę została zabezpieczona przez uprawnienie konsumenta do odstąpienia od umowy w każdym czasie bez ponoszenia kosztów należnych przedsiębiorcy (tzw. szczególne prawo do odstąpienia) na mocy art. 16d ustawy z 2 marca 2000 r. o ochronie niektórych praw konsumentów oraz o odpowiedzialności za szkodę wyrządzoną przez produkt niebezpieczny (dalej: u.o.k.p.n.). Prawo odstąpienia powoduje powstanie stanu niepewności podobnego do tego, jaki jest następstwem dodania warunku lub terminu. W sytuacji gdy umowa ta w chwili odstąpienia była już wykonana w całości lub choćby częściowo, istnieje konieczność rozliczenia się stron. Dlatego specyfika niektórych umów o usługi finansowe i umów wskazanych w art. 16c § 7 pkt 2 u.o.k.p.n. oraz względy bezpieczeństwa obrotu przemawiają za niedopuszczalnością skorzystania z tzw. szczególnego prawa odstąpienia. W pozostałych przypadkach skorzystanie przez konsumenta z tzw. szczególnego prawa do odstąpienia od umowy na mocy art. 16d u.o.k.p.n. będzie podlegało ocenie na gruncie art. 5 k.c.

Słowa kluczowe: konsument, umowy na odległość, umowy o usługi finansowe, prawo do odstąpienia.

Protection for Customers of Distance Financial Services

The article seeks to elucidate the particulars of consumer protection law, especially private law regulations, including the protection of consumers with respect to distance contracts signed for financial services. In the case of financial contracts concluded at a distance, the legislature provides for the consumer the right to withdrawal within 10 days, when the entrepreneur has completed the information requirements. If the entrepreneur fails to fulfil his or her obligation to provide information, the consumer is protected by the right to cancel the contract at any time pursuant to Article 16d u.o.k.p.n., at no cost to the entrepreneur (the so-called special right of withdrawal). The right of withdrawal results in a state of uncertainty similar to that which results from adding a condition or term to a contract. Given that, the specificity of certain contracts for financial services, referred to in Article 16c § 7 paragraph 2 u.o.k.p.n., and marketing safety render the special right to withdraw inadmissible. In other cases, the use of the so-called consumer special right of withdrawal under Article 16d u.o.k.p.n., will be subject to assessment under Article 5 of the Civil Code.

Keywords: consumer, distance contracts, financial contracts, right of withdrawal.

Maria Płonka

Katedra Ubezpieczeń

Tomasz Jedynak

Katedra Ubezpieczeń

Analiza statystyczna związku między zakresem działalności towarzystw ubezpieczeń wzajemnych w Polsce a ich efektywnością

1. Wprowadzenie

Towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych są specyficznymi zakładami ubezpieczeń, które ubezpieczają swoich członków na zasadzie wzajemności¹. Ustawa o działalności ubezpieczeniowej (zwana dalej u.d.u.) nie sprecyzowała dokładnie pojęcia wzajemności, lecz historyczna i praktyczna realizacja tej idei oznacza swoisty solidaryzm grupy, zawiązany dla realizacji wspólnego interesu (w przypadku towarzystw ubezpieczeń wzajemnych jest to uzyskanie przez określoną grupę korzystniejszych niż typowe warunków ochrony ubezpieczeniowej).

Towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych (TUW) są zatem specyficzną formą prowadzenia działalności ubezpieczeniowej opartą na zrzeszeniowości, nienasta-

¹ Definicja zawarta w art. 38 ust. 1 Ustawy o działalności ubezpieczeniowej z 22 maja 2003 r. (Dz.U. nr 124, poz. 1151, ze zm.).

wioną na realizację zysku jako głównego celu działalności i na ogół łączącą korzystanie z ochrony ubezpieczeniowej z członkostwem w T UW poprzez łączenie funkcji klienckich, zewnętrznych i właścicielskich, wewnętrznych przez członków T UW (więcej na temat istoty i konsekwencji zasady wzajemności w [Płonka 2011, s. 397–410]).

Tradycyjnie T UW uważane są za podmioty o relatywnie mniejszym potencjale niż ubezpieczeniowe spółki akcyjne, co skutkuje wyborem strategii konkurowania, które są korzystniejsze dla małych podmiotów gospodarczych. Za takie strategie należy uznać strategię różnicowania i strategię koncentracji w niszy rynkowej (zob. [Porter 1992, s. 50–56]).

Analiza porównawcza efektywności T UW i ubezpieczeniowych spółek akcyjnych, mierzonej wskaźnikami rentowności jest nieprecyzyjna z uwagi na odmienne cele i specyfikę tych form działalności ubezpieczeniowej (np. zrzeszeniowość, niekomercyjny, nienastawiony na zysk cel T UW). Bardziej zasadna jest analiza porównawcza efektywności T UW wewnątrz sektora². Jednocześnie zysk (nadwyżka) jest wynikiem działalności gospodarczej T UW niezbędnym dla stymulowania rozwoju przedsięwzięcia.

Efektywność może być mierzona za pomocą różnego zestawu wskaźników. Celem niniejszego artykułu jest uzyskanie odpowiedzi na pytanie, czy jest związek między zakresem działalności ubezpieczeniowej, deklarowanym przez T UW (na podstawie zezwolenia organu nadzoru), a efektywnością tego T UW, mierzoną standardowymi wskaźnikami finansowymi. W konsekwencji tak postawionej tezy dokonano arbitralnie podziału badanych T UW na T UW o małym zakresie działalności i T UW o dużym zakresie działalności oraz zbadano efektywność obydwu grup analizowanych podmiotów.

W badaniach wykorzystano podstawowe metody statystyczne i wskaźniki finansowe, a zakres czasowy retrospektywy uwzględnionej w badaniach obejmuje lata 1996–2010. Nakreślono ogólnie pozycję i efektywność T UW na polskim rynku ubezpieczeń w latach 2000–2010, mierzone wartością składki przypisanej brutto i wyniku netto, oraz przeprowadzono badania empiryczne związków między zakresem działalności T UW działających w dziale II a ich efektywnością.

² Sektor to grupa firm wytwarzających produkty będące substytutami [Porter 1992, s. 23]. Z tego względu w zależności od stopnia substytucji produktów można badać sektor ubezpieczeń, sektor T UW lub sektory związane z poszczególnymi grupami produktów ubezpieczeń (np. ubezpieczenia komunikacyjne).

2. Pozycja TUV na polskim rynku ubezpieczeń

W Polsce po II wojnie światowej możliwość prowadzenia działalności ubezpieczeniowej w formie TUV wprowadziła ustawa z 1990 r.³ Od tego czasu pojawiło się w Polsce 10 TUV: TUV TUV (od 1991 r.), TUV Cuprum (od 1994 r.), TUV SKOK i TUV Rejent Life (od 1995 r.), TUV Concordia Polska (od 1996 r., występował też pod nazwą jako TUV Praca i TUV Wielkopolska), TUV Florian (działał w latach 1999–2005), Pocztove TUV (od 2002 r.), TUV TUZ i TUV MACIF Życie (od 2003 r.), TUV Bezpieczny Dom (działał w latach 2004–2009). Lata 90. XX w. były dekadą, w której odradzał się w Polsce sektor TUV, wykazując wszystkie cechy specyficzne dla „młodego” sektora. Znaczna część TUV powstała już w XXI w., co oznacza, że sektor TUV w Polsce w badanym okresie ze względów ekonomiczno-finansowych nie jest sektorem w pełni dojrzałym i stabilnym. Niemniej jednak analiza potencjału tego sektora i tendencji rozwojowych oparta na retrospektywie lat 2000–2010 może stanowić punkt wyjścia właściwych badań. Spośród wielu miar pozycji i efektywności zakładów ubezpieczeń do analizy i oceny potencjału sektora TUV wybrano wartość składki przypisanej brutto, natomiast do oceny efektywności sektora wybrano wartość wyniku ogólnego netto.

Tabela 1 przedstawia pozycję i dynamikę rozwoju TUV na polskim rynku ubezpieczeniowym w latach 2000–2010 mierzoną wartością składki przypisanej brutto dla poszczególnych TUV, dla poszczególnych działów, wraz z obliczaniem udziału TUV w rynku ubezpieczeń w Polsce, mierzonego według składki przypisanej brutto.

Jak wynika z analizy danych zawartych w tabeli 1, udział TUV w polskim rynku ubezpieczeń mierzony wartością składki przypisanej brutto jest marginalny, lecz wykazuje systematycznie znaczną dynamikę rozwojową. W szczególności dotyczy to działu II, w którym sektor TUV zanotował w 2010 r. udział w rynku na poziomie 4,38%. Dynamika rozwojowa poszczególnych TUV jest zróżnicowana, jednak w latach 2005–2010 wszystkie wykazały dodatnią dynamikę, która w sektorze TUV była ponad 2-krotnie wyższa niż w ubezpieczeniowych spółkach akcyjnych.

Podstawową miarą efektywności jest wynik finansowy. Tabela 2 przedstawia pozycję i dynamikę rozwoju TUV na polskim rynku ubezpieczeniowym w latach 2000–2010 mierzoną wartością wyniku ogólnego netto dla poszczególnych TUV, dla poszczególnych działów, wraz z obliczaniem udziału sektora TUV na tle rynku ubezpieczeń w Polsce.

³ Ustawa z 28 lipca 1990 r. o działalności ubezpieczeniowej (Dz.U. z 1996 r., nr 11, poz. 62, ze zm.).

Tabela 1. Pozycja TUV na polskim rynku ubezpieczeniowym w wybranych latach mierzona wartością składki przypisanej brutto zakładów ubezpieczeń w tys. zł i w % (stan na koniec danego roku)

Wyszczególnienie	2000	2002	2004	2006	2008	2010	2010/2005
MACIF Życie TUV	–	–	3	1028	3758	6959	9,65
TUV Rejent-Life	7611	8776	9516	10 396	10 748	11 809	1,17
TUV Dział I	7611	8776	9519	11 424	14 506	18 768	1,76
Dział I	8 334 554	9 901 235	12 741 576	21 099 236	38 985 975	31 423 467	2,05
TUV Bezpieczny Dom	–	–	–	2029	922	0	0
Concordia Polska TUV	14 580	27 373	45 602	72 702	141 093	340 903	5,74
TUV Cuprum	17 825	19 677	20 165	25 242	23 273	25 579	1,18
TUV Florian	144	1308	20 746	–	–	–	–
Pocztowe TUV	–	–	17 461	56 980	32 874	44 900	2,10
TUV SKOK	9177	21 095	37 315	76 691	92 783	227 328,74	5,74
TUV TUV	25 955	42 282	67 918	115 381	188 136	277 253	2,96
TUV TUZ	–	–	9859	35 826	39 898	79 242,291	3,48
TUV Dział II	67 681	111 735	219 066	384 851	518 979	995 206,04	3,84
Dział II	12 502 669	13 235 548	14 909 689	16 460 406	20 305 967	22 740 615	1,45
TUV ogółem (dział I i II)	75 292	120 511	228 585	396 275	533 485	1 013 974	3,76
Rynek ubezpieczeń (dział I i II)	20 837 223	23 136 783	27 651 265	37 559 642	59 291 942	54 164 082	1,75
Udział TUV w dziale I (w %)	0,09	0,09	0,07	0,05	0,04	0,06	×
Udział TUV w dziale II (w %)	0,54	0,84	1,47	2,34	2,56	4,38	×
Udział TUV w rynku ubezpieczeń (w %)	0,36	0,52	0,83	1,06	0,90	1,87	×

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNF. Dane dotyczące 2000 r. na podstawie raportu [Przełąd... 2001]. Pozostałe dane z lat 2001–2010 na podstawie raportów rocznych [Rynek ubezpieczeń... 2002–2011].

Tabela 2. Pozycja TUV na polskim rynku ubezpieczeniowym w latach 2000–2010 mierzona wartością wyniku finansowego netto zakładów ubezpieczeń w tys. zł i w % (stan na koniec roku)

Wyszczególnienie	2000	2002	2004	2006	2008	2010
MACIF Życie TUV	–	–	–93	–3884	–3229	–2622
TUV Rejent-Life	143	20	756	–35	–1525	399
TUV Dział I	143	20	663	–3919	–4754	–2223
Dział I	297 790	552 117	1 461 638	2 940 610	2 517 720	3 632 036
TUV Bezpieczny Dom	–	–	–	167	616	–
Concordia Polska TUV	–3896	–8730	–5063	2465	5271	514
TUV Cuprum	2235	2208	1304	1357	1372	–3106
TUV Florian	–472	–1681	–10 431	–	–	–
Pocztowe TUV	0	1	1373	1508	221	–2578
TUV SKOK	1313	1196	10 623	21 177	31 426	56 256
TUV TUV	–2733	259	821	7720	3615	–709
TUV TUZ	–	–	–1400	–5762	–1254	6904
TUV Dział II	–3553	–6747	–2773	28 632	41 267	57 281
Dział II	357 370	885 647	1 511 197	3 811 340	3 330 325	3 108 575
TUV ogółem (dział I i II)	–3410	–6727	–2110	24 713	36 513	55 058
Rynek ubezpieczeń (dział I i II)	655 160	1 437 764	2 972 835	6 751 950	5 848 045	6 740 611
Udział TUV w dziale I (w %)	0,05	0,00	0,05	–0,13	–0,19	–0,06
Udział TUV w dziale II (w %)	–0,99	–0,76	–0,18	0,75	1,24	1,84
Udział TUV w rynku ubezpieczeń (w %)	–0,52	–0,47	–0,07	0,37	0,62	0,82

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNF i PIU, dane dotyczące 2000 r. na podstawie raportu [*Przegląd...* 2001], dane dotyczące 2002 r. uzyskano w KNF, dane z lat 2004–2010 na podstawie [*Biuletyny roczne...* 2005–2011].

Jak wynika z analizy danych zawartych w tabeli 2, udział TUV w polskim rynku ubezpieczeń mierzony wartością wyniku finansowego netto jest znacznie niższy niż składki przypisanej brutto, lecz również wykazuje systematycznie znaczną dynamikę rozwojową. Od połowy badanej dekady sektor TUV w dziale II wykazuje dodatnią rentowność, która kształtuje się na coraz bardziej korzystnym poziomie. Na niekorzystne wyniki finansowe TUV w dziale I wpływ ma sytuacja finansowa TUV MACIF Życie, które nie jest rentowne. Oceniając tendencje rozwojowe TUV, można stwierdzić, że sektor wychodzi powoli z etapu „młodości”, ze wszystkimi dla tego etapu cechami (wysokie koszty, konieczność inwestowania w rynek, kanały dystrybucji, markę, wiarygodność) i wchodzi

w fazę „dojrzałości”, w której pojawia się systematyczna rentowność. Standing finansowy poszczególnych T UW jest jednak bardzo zróżnicowany.

Najlepszym T UW ze względu na wynik finansowy jest T UW SKOK. T UW Cuprum i T UW Pocztove zanotowały straty jedynie w 2010 r., T UW TUZ w tym samym roku poprawił wynik finansowy z ujemnego na dodatni, pozostałe T UW notują zróżnicowane wyniki finansowe oprócz T UW MACIF Życie oraz T UW Florian, które w całym okresie swojej działalności wykazywały straty. Można zatem postawić tezę, że jeżeli w tych samych warunkach zewnętrznych i przy podobnym potencjale poszczególne T UW wykazują zróżnicowane wyniki finansowe, to przyczyna tego stanu rzeczy tkwi w czynnikach wewnętrznych (zarządzanie). Niemniej jednak interesujące jest zbadanie związków między zakresem działalności T UW a ich efektywnością.

3. Założenia metodyczne badań statystycznych

Główną hipotezą będącą przedmiotem statystycznej weryfikacji jest założenie, że T UW o wąskim zakresie działalności (nazwane dla potrzeb niniejszego badania w skrócie jako małe T UW) są bardziej efektywne od T UW o szerokim zakresie działalności (nazwane dla potrzeb niniejszego badania w skrócie jako duże T UW).

Efektywność jest w niniejszych badaniach rozumiana jako korzystne wyniki finansowe mierzone powszechnie przyjętymi wskaźnikami ekonomiczno-finansowymi.

W analizie statystycznej pomiar efektywności dokonany będzie na podstawie wybranych wskaźników potencjału i efektywności T UW, takich jak: wartość składki przypisanej brutto (zwana dalej: przypis składki), wartość szkodowości składki, koszty akwizycji, koszty administracji, wynik netto, wskaźnik rentowności sprzedaży – ROS.

W polskich warunkach, jak wykazano wcześniej, występuje mała liczba T UW jako obiektów obserwacji; działają one na rynku ubezpieczeń stosunkowo krótko i wykazują wiele cech skrajnych, wynikających z „młodości” sektora. W obserwacji statystycznej uwzględniono lata 1996–2010.

Ze względu na „młody wiek” sektora T UW niektóre wskaźniki potencjału i efektywności obserwowane we wcześniejszych latach retrospekcji wykazują specyficzne i nietypowe wartości. Z uwagi na specyfikę sektora T UW w dziale I (działają tu tylko 2 T UW: przy czym jedno funkcjonuje jako T UW zamknięte, drugie jako „młode na rynku”) w badaniu statystycznym uwzględniono jedynie T UW działające w dziale II.

W przeprowadzonych badaniach pominięto (jako skrajne) dane dotyczące TUV Bezpieczny Dom za ostatni rok działalności, z uwagi na ich nieporównywalność (TUV w likwidacji, działał kilka miesięcy), w szczególności sposób potraktowany został również TUV Florian, który działał tylko 5 lat i od początku był nieefektywny.

W celu identyfikacji małych i dużych TUV dokonano podziału badanych TUV działających na rynku polskim na dwie grupy według kryterium liczby grup ryzyka⁴, w których posiadały one zezwolenie organu nadzoru na prowadzenie działalności.

Za TUV małe uznano te, które mogły prowadzić działalność w nie więcej niż 9 grupach ryzyka⁵. Pozostałe TUV (zezwolenie na działalność w co najmniej 10 grupach ryzyka) sklasyfikowano jako duże. Podział sektora TUV według przyjętego kryterium przedstawia tabela 3.

Tabela 3. Grupy strategiczne TUV w Polsce ze względu na zakres możliwej działalności

Małe TUV	Liczba grup	Duże TUV	Liczba grup
TUV Bezpieczny Dom	1	Concordia Polska TUV ^a	13
TUV Cuprum	6	Pocztowe TUV ^b	11
TUV Florian	7	TUV TUV	11
TUV SKOK	7	TUV TUZ	11

^a działało w badanym okresie w zakresie od 11 do 13 grup; ^b działało w badanym okresie w zakresie od 9 do 17 grup.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNF, dane dotyczące lat 1996–2000 na podstawie raportu [Przegląd... 2001]. Pozostałe dane z lat 2001–2010 na podstawie raportów rocznych [Rynek ubezpieczeń... 2002–2011].

4. Synteza wyników badań i wnioski

Wyniki przeprowadzonych analiz statystycznych przedstawiają syntetycznie tabele 4–9. Tabela 4 przedstawia związek między zakresem działania TUV a średnią wartością składki przypisanej brutto dla 2010 r. oraz dla lat 1996–2010.

⁴ Por. załącznik do Ustawy z 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej.

⁵ Stan na dzień 31 grudnia 2010 r.

Tabela 4. Związek między zakresem działania TUV a średnią wartością składki przypisanej brutto (w tys. zł)

TUV		Grupy	2010	Średnia	1996–2010	Średnia
Mały zakres działalności	TUV Bezpieczny Dom	1	–	126 454	881	21 573
	TUV Cuprum	6	25 579		18 344	
	TUV Florian	7	–		5 564	
	TUV SKOK	7	227 329		61 504	
Duży zakres działalności	Concordia Polska TUV	13	340 903	185 575	76 819	59 220
	Pocztowe TUV	17	44 900		34 982	
	TUV TUV	11	277 253		88 860	
	TUV TUZ	18	79 242		36 220	
TUV Dział II		18	995 206	×	272 387	×

Źródło: jak do tabeli 3.

Analiza wyników zawartych w tabeli 4 pozwala na wyciągnięcie następujących wniosków:

– przypis składki w dużych TUV jest niemal dwa razy wyższy niż w małych; w ujęciu wieloletnim niemal trzy razy wyższy,

– wyjątkiem jest TUV SKOK, który mimo klasyfikacji jako mały, jest na trzecim miejscu ze względu na wartość przypisu składki.

Tabela 5 przedstawia związek między zakresem działania TUV a średnią wartością szkodowości składki brutto dla 2010 r. oraz dla lat 1996–2010.

Tabela 5. Związek między zakresem działalności TUV a średnią wartością szkodowości składki brutto (w %)

TUV		Grupy	2010	Średnia	1996–2010	Średnia
Mały zakres działalności	TUV Bezpieczny Dom	1	–	37,85	–	21,42
	TUV Cuprum	6	72,09		33,91	
	TUV Florian	7	–		15,67	
	TUV SKOK	7	3,60		14,67	
Duży zakres działalności	Concordia Polska TUV	13	29,26	47,81	44,32	44,88
	Pocztowe TUV	17	60,64		48,86	
	TUV TUV	11	71,79		48,84	
	TUV TUZ	18	29,53		37,51	
TUV Dział II		18	37,84	×	38,34	×

Źródło: jak do tabeli 3.

Z analizy tabeli 5 można wyciągnąć następujące wnioski:

– szkodowość małych T UW jest znacznie niższa; w perspektywie wieloletniej stanowi mniej niż połowę szkodowości dużych T UW; może to oznaczać, że małe T UW lepiej sobie radzą z identyfikacją ryzyka, kontrolą, prewencją lub lepiej dopasowują ryzyko do specyfiki grup docelowych;

– wyjątkowo niską szkodowość wykazuje T UW SKOK.

Tabela 6 przedstawia związek między zakresem działania T UW a średnią wartością wyniku finansowego netto dla 2010 r. oraz dla lat 1996–2010.

Tabela 6. Związek między zakresem działalności T UW a średnią wartością wyniku finansowego netto (w tys. zł)

T UW		Grupy	2010	Średnia	1996–2010	Średnia
Mały zakres działalności	T UW Bezpieczny Dom	1	–	19 787	267	4160
	T UW Cuprum	6	–3106		1975	
	T UW Florian	7	–		–3270	
	T UW SKOK	7	56 256		17 668	
Duży zakres działalności	Concordia Polska T UW	13	514	2676	–2125	–304
	Pocztowe T UW	17	–2578		1071	
	T UW T UW	11	–709		976	
	T UW T UZ	18	6904		–1139	
T UW Dział II		18	57 281	×	16 314	×

Źródło: jak do tabeli 3.

Z tabeli 6 można wyciągnąć następujące wnioski:

– małe T UW konsekwentnie wykazują wyższe średnie zyski niż duże T UW, co jest tym bardziej istotne, że wykazują znacznie niższy przypis składki (tabela 1),

– na szczególną uwagę zasługuje wysoki wynik T UW SKOK, który w 2010 r. generował ponad 98% wolumenu zysków T UW w dziale II, a w perspektywie wieloletniej wygenerował wynik finansowy sumarycznie przewyższający wynik badanego sektora,

– T UW Florian jako wyjątek pośród małych T UW przez wszystkie lata działalności generował wysokie straty. Pod względem statystycznym jego wyniki są mało istotne, ponieważ prowadził działalność jedynie przez 5 lat.

Tabela 7 przedstawia związek między zakresem działania T UW a średnią wartością udziału kosztów akwizycji w składce przypisanej brutto dla 2010 r. oraz dla lat 1996–2010.

Tabela 7. Związek między zakresem działalności TUV a średnią wartością udziału kosztów akwizycji w składce przypisanej brutto dla 2010 r. oraz dla lat 1996–2010

TUV		Grupy	2010	Średnia	1996–2010	Średnia
Mały zakres działalności	TUV Bezpieczny Dom	1	–	0,12	0,05	0,11
	TUV Cuprum	6	0,03		0,02	
	TUV Florian	7	–		0,22	
	TUV SKOK	7	0,21		0,13	
Duży zakres działalności	Concordia Polska TUV	13	0,29	0,20	0,17	0,14
	Pocztowe TUV	17	0,10		0,07	
	TUV TUV	11	0,13		0,14	
	TUV TUZ	18	0,27		0,19	
TUV Dział II		18	0,01	×	0,11	×

Źródło: jak do tabeli 3.

Z tabeli 7 można wyciągnąć następujące wnioski:

- efektywność kosztów akwizycji rozumiana jako udział kosztów akwizycji w wartości składki przypisanej brutto w małych TUV jest konsekwentnie wyższa niż w dużych zarówno w ostatnim roku, jak i w retrospektywie długookresowej,
- w 2010 r. różnica na korzyść TUV o małym zakresie działalności jest wyższa niż w retrospektywie 1996–2000.

Tabela 8. Związek między zakresem działalności TUV a średnią wartością udziału kosztów administracji w składce przypisanej brutto dla 2010 r. oraz dla lat 1996–2010

TUV		Grupy	2010	Średnia	1996–2010	Średnia
Mały zakres działalności	TUV Bezpieczny Dom	1	–	0,09	–	0,17
	TUV Cuprum	6	0,11		0,12	
	TUV Florian ^a	7	–		–	
	TUV SKOK	7	0,07		0,23	
Duży zakres działalności	Concordia Polska TUV	13	0,07	0,11	0,26	0,18
	Pocztowe TUV	17	0,15		0,13	
	TUV TUV	11	0,12		0,23	
	TUV TUZ	18	0,10		0,12	
TUV Dział II		18	0,10	×	0,21	×

^a W obliczeniach nie uwzględniono zlikwidowanego w 2005 r. TUV Florian, który ze względu na wysoki poziom kosztów administracji, wynoszący średnio w latach 1996–2005 199% przypisu składki, znacznie zwiększał efektywność grupy małych TUV (średnia w tej grupie za lata 1996–2009 wyniosła wówczas 0,78 i nie była reprezentatywna dla całej grupy małych TUV).

Źródło: jak do tabeli 3.

Tabela 8 przedstawia związek między zakresem działania TUV a średnią wartością udziału kosztów administracji w składce przypisanej brutto dla 2010 r. oraz dla lat 1996–2010. Z tabeli tej można wyciągnąć następujące wnioski:

– efektywność kosztów administracji rozumiana jako udział kosztów administracji w składce przypisanej brutto w małych TUV (bez uwzględnienia TUV Florian) jest konsekwentnie wyższa niż w dużych zarówno w ostatnim roku, jak i w retrospektywie długookresowej,

– udział kosztów administracji w składce z czasem systematycznie spada.

Tabela 9 przedstawia związek między zakresem działania TUV a średnią wartością rentowności sprzedaży (ROS) dla 2010 r. oraz dla lat 1996–2010.

Tabela 9. Związek między zakresem działalności TUV a średnią wartością rentowności sprzedaży (ROS) dla 2010 r. oraz dla lat 1996–2010 (w %)

TUV		Grupy	2010	Średnia	1996–2010	Średnia
Mały zakres działalności	TUV Bezpieczny Dom	1	–	6,30	–0,43	15,7
	TUV Cuprum	6	–12,14		8,86	
	TUV Florian	7	–		–	
	TUV SKOK	7	24,75		22,28	
Duży zakres działalności	Concordia Polska TUV	13	0,15	0,72	–13,16	–5,36
	Pocztowe TUV	17	–5,74		1,56	
	TUV TUV	11	–0,26		–2,09	
	TUV TUZ	18	8,71		–7,74	
TUV Dział II		18	5,76	×	0,67	×

Źródło: jak do tabeli 3.

Z tabeli 9 można wyciągnąć następujące wnioski:

– ROS małych TUV jest znacznie wyższy od ROS dużych TUV; na szczególną uwagę zasługuje ROS SKOK, który jest ponad 3-krotnie wyższy od ROS najlepszego dużego TUV po nim,

– w ujęciu wieloletnim małe TUV są bardziej efektywne od dużych,

– z analizy wyłączono TUV Florian oraz wyniki TUV Bezpieczny Dom za 2009 r.,

– z czasem systematycznie poprawia się ROS w obydwu badanych grupach.

Na tle badań rysuje się ciekawe spostrzeżenie; w perspektywie wieloletniej ROS w całym sektorze TUV wynosił 0,67%, czyli długookresowo, w odniesieniu do analizowanego sektora spełnia się założenie TUV co do działalności *not for profit*.

W kolejnym etapie analizy obliczono korelacje pomiędzy poszczególnymi wskaźnikami efektywności TUV dla poszczególnych TUV w badanym okresie.

W przypadku TUV działającego przez krótszy okres obliczono korelacje dla krótszego okresu.

Tabela 10 przedstawia macierz korelacji między zakresem działalności TUV a badanymi wskaźnikami efektywności.

Tabela 10. Macierz korelacji między zakresem działalności TUV a wybranymi wskaźnikami efektywności

TUV		Wskaźnik					
		szkodowość – wynik netto	szkodowość – ROS	szkodowość – wynik – techniczny	wynik netto – koszty akwizycji	wynik netto – koszty administracyjne	wynik netto – przypis składki
Mały zakres działalności	TUV Bezpieczny Dom	.	.	.	0,908	–0,563	–0,033
	TUV Cuprum	0,425	–0,603	–0,726	–0,217	0,414	0,055
	TUV Florian	–0,997	0,771	–0,999	–0,996	–0,841	–0,998
	TUV SKOK	–0,843	–0,756	–0,820	0,950	0,911	0,962
Duży zakres działalności	Concordia Polska TUV	–0,465	–0,442	–0,345	0,459	0,480	0,576
	Pocztowe TUV	0,199	–0,093	–0,312	0,394	0,550	0,571
	TUV TUV	–0,275	–0,249	–0,667	0,472	0,504	0,446
	TUV TUZ	–0,343	–0,155	–0,432	0,517	0,036	0,434
TUV Dział II		–0,167	–0,318	–0,170	0,883	0,910	0,930

Źródło: jak do tabeli 3.

Analiza korelacji między zakresem działalności TUV a wybranymi wskaźnikami efektywności prowadzi do następujących wniosków:

– zarówno w przypadku małych, jak i dużych TUV zależność pomiędzy uszkodowością a wynikiem netto z prowadzonej działalności jest zróżnicowana dla poszczególnych TUV, co oznacza, że nie można traktować wskaźnika uszkodowości jako głównej determinanty osiągnięcia przez TUV wysokiego zysku netto,

– analogiczne wyniki uzyskujemy, zestawiając uszkodowość ze wskaźnikiem ROS,

– w przypadku najbardziej efektywnego TUV, tj. SKOK, istnieje bardzo silna korelacja wyniku netto z kosztami akwizycji, co świadczy o jego efektywności marketingowej, nieco mniejszą korelację wykazują dwa duże TUV: Concordia i TUV – analogicznie w odniesieniu do kosztów administracyjnych, co może oznaczać efektywność ich sieci dystrybucji,

– TUV Florian cechuje się wartościami ekstremalnymi, wpływ na to ma z jednej strony bardzo krótki okres działalności tego towarzystwa (5 lat), który

znacznie utrudnia przeprowadzenie analizy statystycznej, z drugiej zaś wspomniana już nieefektywność działalności towarzystwa w całym okresie obecności na rynku, wynikająca prawdopodobnie z czynników wewnętrznych (niewłaściwe zarządzanie).

Wyniki TUV SKOK jako pozytywnie skrajne mają dominujący wpływ na ocenę efektywności całego sektora TUV, a w szczególności na grupę małych TUV. Gdyby wyłączyć TUV SKOK z analizy, to wyniki dla pozostałych TUV byłyby zupełnie inne.

Podsumowując wyniki badań wybranych zależności przyczynowo-skutkowych w sektorze TUV, można stwierdzić, że:

– małe TUV są bardziej efektywne na rynku ubezpieczeń w Polsce, a ich potencjał konkurencyjności jest zbudowany nie poprzez potencjał materialny, lecz poprzez korzystniejsze dopasowanie ryzyka do wymogów specyficznych grup docelowych i realizację strategii koncentracji rynkowo-produktowej,

– skrajnymi, a przez to ciekawymi dla dalszej szczegółowej analizy, są przypadki: TUV Florian (przykład negatywny) oraz TUV SKOK (przykład pozytywny).

Literatura

- Biuletyny roczne Polskiej Izby Ubezpieczeń z lat 2004–2010 [2005–2011]*, www.piu.org.pl.
Płonka M. [2011], *Zasada wzajemności jako przesłanka konkurencyjności w sektorze ubezpieczeń*, Zeszyty Naukowe, nr 11, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Kraków.
Porter M.E. [1992], *Strategia konkurencji. Metody analizy sektorów i konkurentów*, PWE, Warszawa.
Przegląd dziesięciolecia. Rozwój ubezpieczeń w Polsce w gospodarce wolnorynkowej [2001], Państwowy Urząd Nadzoru Ubezpieczeń, Departament Analiz Systemu Ubezpieczeniowego, Edytor, Warszawa.
Rynek ubezpieczeń. Raporty roczne PUNU, KNUiFE, KNF z lat 2001–2010 [2002–2011], www.knf.gov.pl.
Ustawa z 28 lipca 1990 r. o działalności ubezpieczeniowej (Dz.U. z 1996 r., nr 11, poz. 62, ze zm.).
Ustawa z 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej (Dz.U. nr 124, poz. 1151, ze zm.).

Streszczenie

Celem artykułu jest odpowiedź na pytanie, czy występuje związek między zakresem działalności ubezpieczeniowej deklarowanym przez towarzystwo ubezpieczeń wzajemnych (TUV) na podstawie zezwolenia organu nadzoru a efektywnością tegoż TUV mierzoną standardowymi wskaźnikami finansowymi. Aby na nie odpowiedzieć, dokonano podziału badanych TUV na towarzystwa o małym zakresie działalności (do 9 grup

ubezpieczeń) i o dużym zakresie działalności (powyżej 9 grup ubezpieczeń) oraz zbadano ich efektywność. W badaniach statystycznych uwzględniono lata 1996–2010. W pierwszej części artykułu scharakteryzowano ogólnie pozycję TUV na polskim rynku ubezpieczeń i ich efektywność w latach 2000–2010 mierzone wartością składki przypisanej brutto oraz wyniku netto, natomiast w drugiej części przeprowadzono badania empiryczne związków między zakresem działalności TUV działających w dziale II a ich efektywnością mierzoną takimi wskaźnikami, jak: wartość składki przypisanej brutto, wartość szkodowości składki, koszty akwizycji, koszty administracji, wynik netto, rentowność sprzedaży (ROS), oraz wyciągnięto wnioski.

Słowa kluczowe: TUV, towarzystwo ubezpieczeń wzajemnych, efektywność, zakres działalności TUV.

A Statistical Analysis of the Relationship between the Scope and Efficiency of Mutual Insurance Companies in Poland

This article aims to answer the question of whether there is a relationship between the scope of insurance business declared by a mutual insurance company (MIC) – based on supervisory approval – and the effectiveness of that MIC, as measured by standard financial indicators. As a result of posing the thesis in these terms, the MICs studied were arbitrarily split into those with a small range of activity (up to 9 classes), and those with a large range of activities (more than 9 classes). The effectiveness of the two groups was then analysed. The statistical study covers the years 1996–2010. The first section outlines the general position and efficiency of MICs on the Polish insurance market in the years 2000–2010, as measured by value of gross premiums written and net income. The second part presents the results of an empirical study on the relationships between a range of activities of MICs acting in Section II and their effectiveness as measured by the following indicators: the value of gross premiums written, the value of premiums, acquisition costs, administration costs, net results, and the profitability of sales (ROS). The paper ends with conclusions.

Keywords: mutuals, mutual insurance company, efficiency, mutuals' scope of activity.

Ksymena Rosiek

Katedra Polityki Przemysłowej i Ekologicznej

Finansowanie inwestycji w gospodarce wodno-ściekowej w Polsce

1. Wprowadzenie

Rozwój cywilizacyjny społeczeństw powinien prowadzić między innymi do podnoszenia poziomu jakości życia mieszkańców. Za jedno z kryteriów oceny poziomu życia obywateli uznawany jest dostęp do optymalnej jakości i ilości wody pitnej oraz zapewnienie sposobów rozwiązywania problemów z tworzonymi ściekami. Ten ogólny cel, jak również konieczność wypełnienia restrykcyjnych wymagań unijnych w zakresie gospodarki wodno-ściekowej są przyczyną podejmowania znacznej liczby inwestycji w tej dziedzinie w Polsce. Nasz kraj ma duże zaległości w wyposażeniu w infrastrukturę ściekową, dlatego to w tej dziedzinie lokowane powinny być znaczne środki, dodatkowo występują istotne różnice pomiędzy regionami kraju oraz pomiędzy obszarami zurbanizowanymi i wiejskimi.

Celem artykułu jest zbadanie nakładów inwestycyjnych na gospodarkę wodno-ściekową w Polsce w ujęciu regionalnym, z wyróżnieniem zmian w wybranych źródłach finansowania, zwłaszcza środków pochodzących z zagranicy oraz z budżetów gmin.

2. Tło prawne i statystyczne

Polska jest jednym z krajów Europy, w którym zainteresowanie kwestiami ochrony przyrody jest od dawna widoczne. Tworzenie współczesnego prawodawstwa związanego z ochroną przyrody zaczęło się w Polsce bardzo wcześnie i już w 1919 r. przyjęto pierwsze wytyczne w zakresie ochrony przyrody, a w 1934 r. przyjęto pierwszą regulację w randze ustawy (o ochronie przyrody) [Wierzbowski i Rakoczy 2004, s. 27–28]. Zapisy konstytucyjne związane z ochroną przyrody były zawarte już w Konstytucji z 1921 r., jednak zniknęły po wojnie i rangę konstytucyjną przywrócono im dopiero w 1976 r. W obowiązującej ustawie zasadniczej z 1997 r. zapisano zarówno obowiązek ochrony środowiska, jak i zasadę zrównoważonego rozwoju [Górka, Poskrobko i Radecki 2001, s. 72; *Zapobieganie...* 2003, s. 13].

Mimo że ochrona środowiska po II wojnie światowej znalazła się na drugim planie, to jednak w latach 60. przyjęto kilka ustaw regulujących tę dziedzinę, które można nazwać technicznymi lub typu „końca rury”, gdyż wprowadzały normy emisji i imisji (wielkość emisji). Podejście do polityki ekologicznej uległo zmianie w latach 90. XX w., zarówno pod wpływem procesów międzynarodowych, jak i przede wszystkim na skutek zmian politycznych i gospodarczych w Polsce, co skutkowało przyjęciem w 1991 r. „Polityki ekologicznej państwa”, która redefiniowała cele i metody ich realizacji, zwłaszcza w odniesieniu do instrumentów ekonomicznych. Obecnie została opracowana czwarta wersja tego dokumentu.

Równocześnie ze zmianami w polityce ekologicznej ewoluowało również podejście do gospodarki wodnej. W okresie międzywojennym obowiązywała ustawa z 1922 r. Prawo wodne [Słota 1997]. Pierwsza powojenna ustawa została przyjęta w 1962 r., a następnie zmieniona w 1974 r., nowelizowana wielokrotnie, również po zmianach systemowych w 1989 r., Podstawową słabością systemu zarządzania wodami w Polsce był fakt, że organy wydające decyzje administracyjne były jednocześnie beneficjentami skutków finansowych tych decyzji. Wpływało to szczególnie niekorzystnie na jakość wód. Opracowywana po 1990 r. reforma systemu gospodarowania wodami miała na celu wyeliminowanie tych słabych stron [Miłaszewski 2003, s. 146–147]. Ponadto istnienie kilku ministerstw nadzorujących wykonywanie zadań w dziedzinie gospodarowania wodami nie sprzyjało ochronie, zachowaniu i odtwarzaniu zasobów wodnych kraju. Dopiero w obowiązującej ustawie Prawo wodne sprecyzowano wykaz organów właściwych w sprawach gospodarki wodnej [Szachułowicz 2007, s. 231]. Ustawa ta koresponduje z ustawą Prawo ochrony środowiska z tego samego roku. Ponadto poczynszy od 1956 r. powstało kilkanaście kompleksowych programów zawierających podstawowe elementy strategii w dziedzinie gospodarowania wodami, a w 1996 r. opracowano „Strategię gospodarki wodnej”. Została ona zaktualizowana w 2005 r.

i nadal obowiązuje. Niestety żaden z tych dokumentów nie doczekał się pełnej realizacji. Przyczyn było wiele, ale najważniejsze z nich to: brak spójności zamierzeń i możliwości finansowych państwa, niedocenienie wpływu zmian strukturalnych w gospodarce i państwie na gospodarowanie wodami, jak również zmiany w podejściu do gospodarki wodnej w związku z przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej [Strategia... 2005, s. 4].

Obecnie zapisy dotyczące gospodarki wodnej można znaleźć niemal w każdym dokumencie strategicznym państwa – począwszy od „Strategii rozwoju kraju”, poprzez „Narodową strategię spójności”, politykę ekologiczną oraz strategie tematyczne, takie jak „Strategia gospodarki wodnej” (w przygotowaniu „Polityka wodna państwa”) i „Krajowy program oczyszczania ścieków komunalnych”. Do grupy istotnych dokumentów należy zaliczyć również te związane z realizacją „Narodowej strategii spójności 2007–2013” (NSS), a wśród nich program operacyjny „Infrastruktura i środowisko”. Również w regionalnych programach operacyjnych ważne miejsce wśród celów zajęły te związane z zaopatrzeniem ludności w wodę i postępowaniem ze ściekami. Kwestie związane z gospodarką wodną są również rozstrzygane w dokumentach strategicznych dla rolnictwa, co dodatkowo komplikuje koordynację realizacji celów w tej dziedzinie. Dodać należy, że bardzo ważne dokumenty programujące korzystanie z zasobów wodnych są jeszcze w fazie opracowywania i konsultacji społecznych, ale ich adaptacja będzie miała znaczący wpływ na tę dziedzinę; są to program wodno-środowiskowy oraz projekty planów gospodarowania wodami w dorzeczach. Dokumenty te zmieniają podejście do planowania i zarządzania zasobami wodnymi i są wymagane prawem unijnym.

W Unii Europejskiej przez wiele lat zagadnienia związane z ochroną środowiska były regulowane w ramach ogólnej polityki gospodarczej, nie kształtowano więc odrębnej polityki ekologicznej. Jednak warto podkreślić, że już w 1951 r. w traktacie ustanawiającym Europejską Wspólnotę Węgla i Stali znalazły się zapisy o racjonalnym korzystaniu z zasobów naturalnych. W kolejnych traktatach (1957 r., 1965 r.) nie poruszono kwestii środowiska. Dopiero w „Jednolitym akcie europejskim” (1986 r.) został dodany rozdział zatytułowany „Środowisko naturalne”, jednak nadal utrzymano podejście oparte na realizowaniu zasad związanych z ochroną środowiska w ramach innych rodzajów polityki. Takie podejście można nazwać sektorowym. Podejście horyzontalne zostało przyjęte dopiero w traktacie z Maastricht z 1992 r., w którym w podstawowy cel działania Wspólnoty została wpisana ochrona środowiska. Widoczne jest więc nie tylko nadanie ochronie środowiska istotnego znaczenia, ale przede wszystkim odwołanie się do szerszej koncepcji trwałego i zrównoważonego rozwoju.

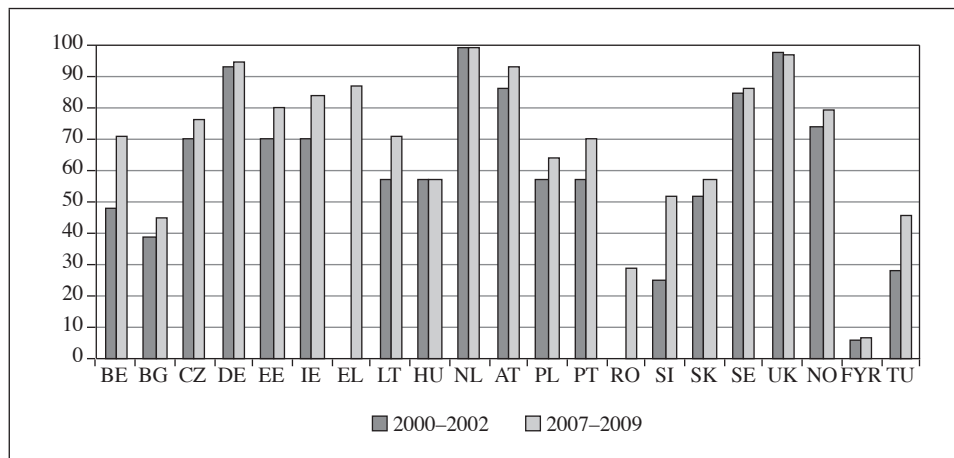
Przechodząc do zagadnień związanych z wodą, należy podkreślić skomplikowaną strukturę prawną rozwiązań dotyczących gospodarowania wodami, co wynika z kilku zasadniczych kwestii; przede wszystkim decydujący jest fakt,

że polityka wodna dotyczy wielu obszarów życia gospodarczego (podobnie jak wszystkie regulacje związane z ochroną środowiska), a wśród nich: bezpośredniego użytkowania wód przez przemysł, rolnictwo i społeczeństwo, przeciwdziałania powodziom i suszom, transportu wodnego, energetyki (zarówno wytwarzanie energii, jak i jej użycie do celów chłodniczych), ekosystemów wodnych, rekreacji, gospodarki morskiej, rybołówstwa i hodowli ryb.

Obecnie można już mówić o unijnej polityce wodnej, która wiąże się z ochroną zasobów środowiska, co w znaczący sposób wpływa na priorytety w ramach tej polityki. Najbardziej ogólnie można wyróżnić dwa zasadnicze obszary regulacji dotyczących wody: regulacje związane z morzami i oceanami oraz regulacje związane z gospodarką wodami lądowymi (powierzchniowymi i głębinowymi). Podział ten ma o tyle istotne znaczenie, że w przypadku każdej z tych dziedzin regulacje tworzone były w odmienny sposób i w różnym czasie.

Regulacje związane z ogólnymi zasadami zarządzania rozwijały się równoległe z regulacjami dotyczącymi jakości wód i sposobu ich użytkowania lub też są ich skutkiem. Pierwsze regulacje w tej dziedzinie pochodzą z połowy lat 70. XX w., a kulminacja wprowadzania przepisów związanych z normami jakości wody przypadła na koniec lat 80. ubiegłego stulecia. Na skutek negatywnej oceny uzyskiwanych efektów tych legislacji podjęto dalsze prace, których efektem było wprowadzenie kolejnych aktów prawnych na początku lat 90., np. dyrektywy dotyczącej ochrony wód przed zanieczyszczeniami powodowanymi przez azotany pochodzenia rolniczego i dyrektywy dotyczącej oczyszczania ścieków komunalnych. Z końcem lat 90. XX w. przyjęto ważne regulacje w zakresie wody pitnej oraz dyrektywę IPPC dotyczącą zintegrowanych pozwoleń na emisję zanieczyszczeń, która również odnosi się do kwestii wody. Ostatecznie podjęto decyzję o przygotowaniu regulacji, której celem było uporządkowanie przepisów w dziedzinie gospodarki wodnej i wprowadzenie podejścia holistycznego (stąd zarządzanie zlewniowe, zwrócenie uwagi na siedliskowe aspekty formacji przyrodniczych) oraz horyzontalnego – planowanie, monitoring, jak również zapewnienie wszystkim dostępu do informacji. Proces został uwieńczony przyjęciem ramowej dyrektywy wodnej (RDW) w 2000 r. W dyrektywie tej z jednej strony wyraźnie podkreśla się, że nie można wody traktować jak zwykłego towaru, z drugiej zaś strony kładzie się nacisk na konieczność wprowadzenia zasady „zanieczyszczający płaci”, rozumiejąc koszty usług wodnych bardzo szeroko (włączając nie tylko koszty materiałowe, ale i ekologiczne).

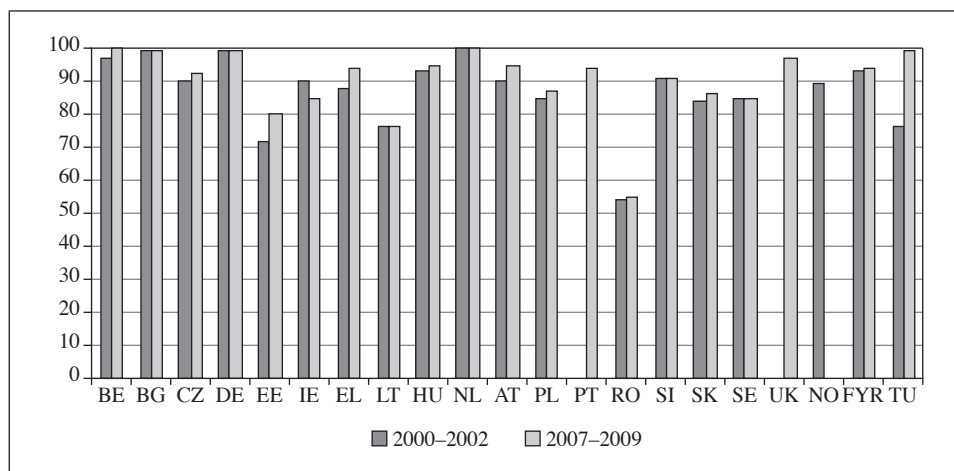
Polska zaliczana jest do krajów ubogich w wodę, a wśród krajów Unii Europejskiej znajdujemy się znacznie poniżej średniej (Polska – 1600 m³ wody na mieszkańca na rok, średnia unijna – około 4000 m³, najzasobniejsze kraje – powyżej 20 000 m³). W związku z tym zapewnienie optymalnej ilości wody o określonej jakości dla potrzeb gospodarki narodowej staje się jednym z wyzwań dla kraju.



AT – Austria, BE – Belgia, BG – Bułgaria, CZ – Czechy, DE – Niemcy, EE – Estonia, IE – Irlandia, EL – Grecja, FYR – była Republika Jugosławi, IS – Islandia, LT – Litwa, HU – Węgry, NL – Holandia, NO – Norwegia, PL – Polska, PT – Portugalia, RO – Rumunia, SI – Słowenia, SK – Słowacja, SE – Szwecja, TU – Turcja, UK – Anglia

Rys. 1. Zmiana udziału ludności mającej dostęp do publicznej kanalizacji w wybranych krajach

Źródło: Eurostat, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/environment/data/database> (dostęp: 2011.11.10).



Rys. 2. Zmiana udziału ludności mającej dostęp do publicznych wodociągów w wybranych krajach

Źródło: jak do rys. 1.

Chociaż głównym poborcą wody i producentem ścieków jest przemysł, to jednak kontrola procesów dla źródeł rozproszonych (a więc rolnictwa i gospodarstw domowych) jest jednym z poważniejszych wyzwań. Porównując stan wyposażenia w infrastrukturę sieciową dostarczania wody i odbioru ścieków Polski z innymi krajami europejskimi, widoczna jest słabsza pozycja naszego kraju, zwłaszcza jeżeli chodzi o systemy kanalizacji. Na rys. 1 i 2 przedstawiono dane dla wybranych krajów europejskich. W Polsce około 65% ludności ma dostęp do kanalizacji, co plasuje nasz kraj w połowie stawki, niższe wskaźniki mają Bułgaria, Rumunia, kraje byłej Jugosławii czy też Turcja. Z krajów przyjętych w 2004 r. tylko Słowenia ma gorsze wskaźniki niż Polska, ale dynamika przyrostu liczby ludności mającej dostęp do tej infrastruktury jest zdecydowanie wyższa.

W przypadku dostępu ludności do wodociągów publicznych sytuacja jest nieco lepsza, ale dotyczy to wszystkich krajów. W Polsce wskaźnik ten wynosi około 85%, a jego dynamika jest minimalna. Wiele krajów „starej” Unii osiąga jego wartość bliską 100%, a tylko Rumunia ma poziom niższy niż 60%.

Skalę wyzwań w Polsce, zwłaszcza w odniesieniu do gospodarowania ściekami w kontekście konieczności ochrony ubogich zasobów wodnych naszego kraju, można ocenić dopiero na tle krajów Europy.

3. Nakłady inwestycyjne na gospodarkę wodno-ściekową w Polsce

Omawiając inwestycje związane z gospodarką wodno-ściekową, w pierwszej kolejności należy przybliżyć definicje stosowane w polskiej statystyce. Dane dotyczące gospodarki wodno-ściekowej nie są jednak gromadzone łącznie, co powoduje pewne utrudnienie w ich interpretacji. Podstawowy podział wydatków ponoszonych na tę dziedzinę obejmuje „ochronę środowiska” i „gospodarkę wodną”. Zarówno w jednej, jak i w drugiej kategorii znajdują się inwestycje z dziedziny gospodarki wodno-ściekowej, przy czym najogólniej inwestycje związane ze ściekami zaliczane są do ochrony środowiska (OŚ), a z zaopatrzeniem w wodę do gospodarki wodnej (GW). Jest to podstawowa przyczyna, dla której niezbędna jest analiza obu tych kategorii.

Nakłady na środki trwałe służące ochronie środowiska i gospodarce wodnej (a więc dwóm najbardziej ogólnym kategoriom) wzrosły w Polsce ponaddwukrotnie w latach 2002–2010 (nominalnie, w cenach zmiennych). W przeliczeniu na ceny stałe wzrost jest również znaczący, ale nie osiągnięto poziomu z lat 1997–1998, kiedy nakłady na te dziedziny były najwyższe w historii. Tabela 1 prezentuje dane w ujęciu wartościowym oraz udział poszczególnych źródeł. Głównym źródłem finansowania przedsięwzięć w GW i OŚ pozostają środki własne inwestorów (niezmiennie między 40–50%), ale na uwagę zasługuje wzrost

udziału środków z zagranicy (pochodzących zarówno z budżetu UE, jak i innych państw) z 5% w 2002 r. do ponad 20% w 2010 r. Dalsze analizy dotyczyć już będą bardziej szczegółowych kategorii (gospodarki wodno-ściekowej) w podziale regionalnym.

Tabela 1. Nakłady na środki trwałe służące ochronie środowiska i gospodarce wodnej według źródeł finansowania (w mln zł i w %)

Wyszczególnienie	2002	2005	2010	2002	2005	2010
Ogółem	6467,2	7702,3	14491,6	100,0	100,0	100,0
Środki własne	3042,5	3729,2	6355,8	47,0	48,4	43,9
Z budżetu centralnego	208,5	255,3	337,2	3,2	3,3	2,3
Z budżetu województwa	192,4	111,9	368,5	3,0	1,5	2,5
Z budżetu powiatu	20,4	6,7	47,5	0,3	0,1	0,3
Z budżetu gminy	56,8	82,8	165,8	0,9	1,1	1,1
Środki z zagranicy	323,2	1144,3	3089,5	5,0	14,9	21,3
Fundusze ekologiczne	1549,7	1546,0	1966,8	24,0	20,1	13,6
Kredyty i pożyczki krajowe	677,0	535,0	1810,1	10,5	6,9	12,5
Inne	396,7	290,8	350,5	6,1	3,8	2,4

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zaczerpniętych z Banku Danych Lokalnych (dostęp: 29.11.1011).

We wszystkich badanych okresach na gospodarkę ściekową i ochronę wód wydawano w Polsce średnio 2 razy więcej niż na gospodarkę wodną (w tym dostarczanie wody pitnej) – w 2010 r. odpowiednio 7,2 mld zł i 3,6 mld zł. Nakłady w obu dziedzinach wzrosły w latach 2002–2010 dwuipółkrotnie w skali kraju, ale nominalnie nakłady na gospodarkę ściekową wzrosły o 4,4 mld zł, a na gospodarkę wodną o 2,1 mld zł. Odpowiada to potrzebom inwestycyjnym kraju, które są znacznie większe w przypadku gospodarki ściekowej (tabele 2 i 3). Jednakże między województwami występują znaczne różnice w obu głównych kategoriach. Nominalnie na gospodarkę ściekową najwięcej w 2010 r. wydatkowano w województwie śląskim (ponad 1 mld zł), a powyżej 0,5 mld zł wydatkowały województwa mazowieckie, podkarpackie, dolnośląskie, wielkopolskie i zachodniopomorskie (w 2010 r.). Najmniej wydatkowano na tę dziedzinę w województwie podlaskim (niespełna 169 mln zł). Obserwując jednak dynamikę w ujęciu nominalnym, największy przyrost wydatków notowało województwo śląskie (660 mln zł, ale 2,8 razy więcej), a następnie zachodniopomorskie i dolnośląskie (około 395 mln zł – odpowiednio 4,7 razy więcej i 3,2 razy więcej), świętokrzyskie (około 380 mln zł, ale jest to ponad 5 razy więcej niż w 2002 r.). Ponad 300 mln zł rocznie przyrostu zanotowały jeszcze województwa łódzkie i podkarpackie. Nomi-

nalnie najmniej dynamiczny wzrost notowało województwo opolskie (130 mln zł pomiędzy latami 2002 i 2010 r.), a proporcjonalnie mazowieckie (1,5 raza).

W przypadku nakładów na gospodarkę ściekową i ochronę wód około 95% nakładów w 2010 r. kierowanych było na budowę kanalizacji i oczyszczalni ścieków i pomiędzy województwami nie występowały znaczne różnice (tabela 2).

W przypadku nakładów inwestycyjnych służących gospodarce wodnej udział nakładów na ujęcie i doprowadzenie wody jest znacznie niższy (około 50%) i pomiędzy województwami jest widoczne zróżnicowanie. W województwie łódzkim 88% nakładów na gospodarkę wodną jest kierowane na zaopatrzenie w wodę, a w małopolskim jedynie 23%. Cele wydatkowania środków finansowych w ramach gospodarki wodnej są bardziej zróżnicowane niż w przypadku gospodarki ściekowej (zwłaszcza zabezpieczenia przeciwpowodziowe). Na pobór i doprowadzenie wydatkowano w Polsce w 2010 r. prawie 1,8 mld zł. Nastąpił 2,5-krotny wzrost nakładów w porównaniu z 2002 r. Największe nakłady w 2010 r. poniesiono w województwie mazowieckim (około 320 mln zł), najmniejsze w opolskim (17 mln zł), największą dynamikę wzrostu zanotowano w województwie zachodniopomorskim (ponad 10-krotny wzrost nakładów) – tabela 3. Dane te należy jednak zestawić z wyposażeniem w infrastrukturę wodno-ściekową i z liczbą ludności mogącą z niej korzystać.

Analizując wielkość wykorzystanych środków finansowych ze źródeł zagranicznych w województwach, widoczne są znaczne dysproporcje pomiędzy województwami oraz w poszczególnych latach. Podkreślić należy, że prezentowane dane dotyczące nakładów odnoszą się do kategorii bardziej ogólnych – gospodarka ściekowa i ochrona wód (tabela 4) oraz gospodarka wodna (tabela 5), a nie do nakładów na budowę kanalizacji i oczyszczalni ścieków oraz odpowiednio nakładów na doprowadzenie wody. W pierwszym przypadku nie stanowi to zbyt dużego problemu, gdyż średnio 95% nakładów w ramach gospodarowania ściekami jest przeznaczane na finansowanie tej infrastruktury. W przypadku gospodarki wodnej sytuacja jest odwrotna. Zróżnicowanie w udziale nakładów na dostarczanie wody stanowi średnio 50% w nakładach na gospodarkę wodną, a w poszczególnych województwach zróżnicowanie jest znacznie większe.

Nakłady na gospodarkę ściekową i ochronę wód wzrosły ponaddwukrotnie między 2002 a 2010 r., ale udział budżetów gmin wzrósł trzykrotnie, a środków z zagranicy ponad 11-krotnie. Odzwierciedla to sytuację, w której za zobowiązaniami w dziedzinie gospodarki ściekami idą również środki finansowe, (w znacznej mierze z budżetu UE), ale jednocześnie wymagają one, zgodnie z zasadą komplementarności, zaangażowania środków krajowych. Ponieważ zaopatrzenie w wodę i odbiór ścieków jest jednym z zadań własnych gminy, to zmuszone są one do zaangażowania finansowego w podejmowane przedsięwzięcia.

Tabela 2. Nakłady na środki trwałe służące gospodarce ściekowej i ochronie wód w latach 2002–2010 według województw i kierunków wydatkowania (w mln zł)

Jednostka terytorialna	2002	2005	2010	2002:2010	2002	2005	2010	2002:2010	2002	2010	2010	2002:2010	B/A (w %)	2010	2010	B/A (w %)
	A – gospodarka ściekowa i ochrona wód				B – w tym kanalizacja i oczyszczalnie ścieków				B/A (w %)				B/A (w %)			
Łódzkie	163,4	198,4	542,3	3,3	150,2	182,2	517,2	3,4	150,2	182,2	517,2	3,4	91,9	95,4	95,4	95,4
Mazowieckie	406,4	380,5	601,3	1,5	376,1	342,8	541,3	1,4	376,1	342,8	541,3	1,4	92,5	90,0	90,0	90,0
Międzylesie	209,6	342,2	466,6	2,2	198,0	321,3	454,4	2,3	198,0	321,3	454,4	2,3	94,5	97,4	97,4	97,4
Śląskie	359,0	538,1	1019,5	2,8	314,0	471,2	994,7	3,2	314,0	471,2	994,7	3,2	87,5	97,6	97,6	97,6
Lubelskie	111,1	179,4	296,8	2,7	100,2	144,9	264,1	2,6	100,2	144,9	264,1	2,6	90,2	89,0	89,0	89,0
Podkarpackie	180,5	226,6	507,1	2,8	168,1	223,3	503,4	3,0	168,1	223,3	503,4	3,0	93,2	99,3	99,3	99,3
Podlaskie	74,2	55,7	168,6	2,3	52,8	51,2	162,1	3,1	52,8	51,2	162,1	3,1	71,2	96,2	96,2	96,2
Świętokrzyskie	80,7	117,6	461,8	5,7	75,2	112,5	453,1	6,0	75,2	112,5	453,1	6,0	93,2	98,1	98,1	98,1
Lubuskie	71,6	102,8	187,8	2,6	69,3	90,3	186,3	2,7	69,3	90,3	186,3	2,7	96,8	99,2	99,2	99,2
Wielkopolskie	342,7	413,9	566,9	1,7	327,7	398,9	550,9	1,7	327,7	398,9	550,9	1,7	95,6	97,2	97,2	97,2
Zachodniopomorskie	108,6	203,0	505,2	4,7	102,8	193,1	494,6	4,8	102,8	193,1	494,6	4,8	94,7	97,9	97,9	97,9
Dolnośląskie	176,9	265,4	571,9	3,2	173,4	232,6	508,2	2,9	173,4	232,6	508,2	2,9	98,0	88,9	88,9	88,9
Opolskie	81,9	142,1	212,7	2,6	76,8	119,8	198,2	2,6	76,8	119,8	198,2	2,6	93,8	93,2	93,2	93,2
Kujawsko-pomorskie	169,2	196,9	317,1	1,9	163,8	183,6	274,5	1,7	163,8	183,6	274,5	1,7	96,8	86,6	86,6	86,6
Pomorskie	204,3	162,4	472,5	2,3	194,8	146,2	460,2	2,4	194,8	146,2	460,2	2,4	95,3	97,4	97,4	97,4
Warmińsko-mazurskie	93,6	90,7	308,1	3,3	91,6	89,4	304,3	3,3	91,6	89,4	304,3	3,3	97,9	98,8	98,8	98,8
Razem	2833,6	3615,6	7206,1	2,5	2635,0	3303,4	6867,4	2,6	2635,0	3303,4	6867,4	2,6	93,0	95,3	95,3	95,3
Średnio na województwo	177,1	226,0	450,4	×	164,7	206,5	429,2	×	164,7	206,5	429,2	×	×	×	×	×

Źródło: jak do tabeli 1.

Tabela 3. Nakłady na środki trwałe służące gospodarce wodnej w latach 2002–2010 według województw i kierunków wydatkowania (w mln zł)

Jednostka terytorialna	2002		2005		2010		2010/2002		2002		2010		2010/2002		2002		2010	
	A – nakłady na środki trwałe służące gospodarce wodnej								B – w tym ujęcia i doprowadzenie wody							B/A (w %)		B/A (w %)
Łódzkie	51,1	57,7	173,7	3,4	36,2	33,5	153,0	4,2	36,2	33,5	153,0	4,2	70,7	88,1				
Mazowieckie	273,2	232,6	597,5	2,2	151,0	154,7	320,6	2,1	151,0	154,7	320,6	2,1	55,3	53,7				
Małopolskie	200,6	303,9	433,4	2,2	46,3	55,3	102,8	2,2	46,3	55,3	102,8	2,2	23,1	23,7				
Śląskie	157,1	237,3	218,4	1,4	84,8	155,0	158,0	1,9	84,8	155,0	158,0	1,9	54,0	72,3				
Lubelskie	63,3	58,2	145,0	2,3	30,8	35,9	87,8	2,9	30,8	35,9	87,8	2,9	48,7	60,6				
Podkarpackie	74,9	61,1	157,9	2,1	24,6	22,4	65,5	2,7	24,6	22,4	65,5	2,7	32,9	41,5				
Podlaskie	21,8	41,9	118,0	5,4	15,9	32,9	72,3	4,5	15,9	32,9	72,3	4,5	72,8	61,3				
Świętokrzyskie	82,3	79,5	122,2	1,5	30,1	30,3	53,1	1,8	30,1	30,3	53,1	1,8	36,6	43,4				
Lubuskie	36,3	37,5	136,1	3,7	18,0	22,5	36,8	2,0	18,0	22,5	36,8	2,0	49,7	27,0				
Wielkopolskie	70,7	113,4	224,2	3,2	45,6	67,0	99,8	2,2	45,6	67,0	99,8	2,2	64,4	44,5				
Zachodniopomorskie	30,9	87,8	255,6	8,3	16,6	65,1	193,3	11,6	16,6	65,1	193,3	11,6	53,8	75,6				
Dolnośląskie	153,3	191,4	288,4	1,9	85,2	78,6	127,4	1,5	85,2	78,6	127,4	1,5	55,6	44,2				
Opolskie	60,9	38,0	68,0	1,1	9,7	10,0	17,1	1,8	9,7	10,0	17,1	1,8	16,0	25,2				
Kujawsko-pomorskie	56,1	59,6	265,3	4,7	28,8	30,3	112,0	3,9	28,8	30,3	112,0	3,9	51,4	42,2				
Pomorskie	72,3	50,6	242,3	3,4	30,0	28,1	110,7	3,7	30,0	28,1	110,7	3,7	41,4	45,7				
Warmińsko-mazurskie	35,3	65,0	119,3	3,4	27,4	41,8	88,1	3,2	27,4	41,8	88,1	3,2	77,5	73,9				
Razem	1440,1	1715,8	3565,4	2,5	681,0	863,3	1798,4	2,6	681,0	863,3	1798,4	2,6	47,3	50,4				
Średnio na województwo	90,0	107,2	222,8	×	42,6	54,0	112,4	×	42,6	54,0	112,4	×	×	×				

Źródło: jak do tabeli 1.

Tabela 4. Nakłady na środki trwałe służące gospodarce ściekowej i ochronie wód w latach 2002–2010 według województw i wybranych źródeł finansowania (w mln zł)

Jednostka terytorialna	2002		2005		2010		2002		2005		2010		2010/2002		2010/2002	
	ogółem		budżet gminy		budżet gminy		środkami z zagranicy		środkami z zagranicy		środkami z zagranicy		środkami z zagranicy		środkami z zagranicy	
Polska	5027,1	5986,5	10926,2	45,6	61,6	134,6	208,8	955,7	2412,7	3,0	3,0	208,8	955,7	2412,7	11,6	11,6
Łódzkie	413,4	499,1	801,1	1,7	1,1	6,6	1,5	27,0	164,1	3,9	3,9	1,5	27,0	164,1	112,8	112,8
Mazowieckie	625,1	856,9	1267,5	2,7	9,8	21,5	21,5	68,7	172,3	7,9	7,9	21,5	68,7	172,3	8,0	8,0
Małopolskie	326,6	575,3	602,8	4,7	5,0	6,2	4,0	140,0	105,9	1,3	1,3	4,0	140,0	105,9	26,5	26,5
Śląskie	684,1	874,7	1482,0	6,7	5,4	25,9	15,2	127,2	310,4	3,9	3,9	15,2	127,2	310,4	20,5	20,5
Lubelskie	157,3	225,3	407,1	0,6	5,4	2,7	3,1	40,7	103,4	4,5	4,5	3,1	40,7	103,4	33,8	33,8
Podkarpackie	233,6	277,9	621,0	0,3	3,9	11,7	7,7	76,3	165,4	45,2	45,2	7,7	76,3	165,4	21,4	21,4
Podlaskie	92,6	98,9	257,4	0,1	0,9	1,4	1,1	13,2	63,7	28,8	28,8	1,1	13,2	63,7	58,5	58,5
Świętokrzyskie	110,5	154,8	584,3	0,0	0,0	9,0	2,6	50,2	158,1	×	×	2,6	50,2	158,1	61,2	61,2
Lubuskie	233,4	154,4	232,7	2,1	0,4	1,5	19,2	43,6	76,4	0,7	0,7	19,2	43,6	76,4	4,0	4,0
Wielkopolskie	498,2	526,4	863,7	9,0	6,1	12,4	6,6	85,1	122,4	1,4	1,4	6,6	85,1	122,4	18,5	18,5
Zachodniopomorskie	281,5	284,3	1043,0	1,1	6,7	2,2	14,1	57,9	317,8	1,9	1,9	14,1	57,9	317,8	22,5	22,5
Dolnośląskie	584,7	429,5	701,8	7,9	0,1	11,0	92,8	36,6	92,6	1,4	1,4	92,8	36,6	92,6	1,0	1,0
Opolskie	122,8	202,9	328,6	0,4	6,7	2,0	0,0	51,2	57,3	5,8	5,8	0,0	51,2	57,3	×	×
Kujawsko-pomorskie	261,9	462,0	495,4	2,9	6,7	10,0	5,5	86,1	84,6	3,5	3,5	5,5	86,1	84,6	15,3	15,3
Pomorskie	275,5	232,9	835,6	5,5	2,6	9,7	3,9	19,5	279,4	1,8	1,8	3,9	19,5	279,4	71,0	71,0
Warmińsko-mazurskie	125,7	131,2	402,2	0,0	1,0	0,6	10,0	32,4	138,9	0,6	0,6	10,0	32,4	138,9	13,9	13,9

Źródło: jak do tabeli 1.

Tabela 5. Nakłady na środki trwałe służące gospodarce wodnej w latach 2002–2010 według województw i wybranych źródeł finansowania (w mln zł)

Jednostka terytorialna	2002			2005			2010			2010/2002		
	ogółem			budżet gminy			środkami z zagranicy			2010/2002		
Polska	1440,1	1715,8	3565,4	11,2	21,3	31,2	114,5	188,6	676,8	2,8	×	5,9
Łódzkie	51,1	57,7	173,7	0,0	6,2	0,8	0,0	4,9	37,2	×	×	×
Mazowieckie	273,2	232,6	597,5	1,2	0,5	1,7	2,1	8,2	137,9	1,5	×	64,9
Małopolskie	200,6	303,9	433,4	2,2	1,3	4,6	45,1	26,9	21,3	2,0	×	0,5
Śląskie	157,1	237,3	218,4	0,8	1,0	2,5	5,4	23,1	15,2	3,3	×	2,8
Lubelskie	63,3	58,2	145,0	0,5	0,8	1,0	0,0	11,3	45,5	2,1	×	×
Podkarpackie	74,9	61,1	157,9	0,2	0,3	2,1	19,0	14,0	45,3	12,4	×	2,4
Podlaskie	21,8	41,9	118,0	0,5	0,7	0,3	0,7	12,0	33,4	0,5	×	45,5
Świętokrzyskie	82,3	79,5	122,2	0,0	0,0	1,8	2,1	16,6	19,1	×	×	9,0
Lubuskie	36,3	37,5	136,1	0,8	0,2	0,6	0,0	2,8	19,6	0,8	×	×
Wielkopolskie	70,7	113,4	224,2	1,5	6,8	4,8	0,2	3,4	9,7	3,3	×	47,3
Zachodniopomorskie	30,9	87,8	255,6	0,9	0,0	1,5	0,3	24,5	100,7	1,6	×	343,0
Dolnośląskie	153,3	191,4	288,4	0,7	0,7	1,0	5,0	10,6	41,5	1,4	×	8,3
Opolskie	60,9	38,0	68,0	0,2	0,9	1,8	16,4	1,8	20,8	8,9	×	1,3
Kujawsko-pomorskie	56,1	59,6	265,3	0,5	0,4	4,5	14,1	14,7	35,7	9,5	×	2,5
Pomorskie	72,3	50,6	242,3	1,2	0,7	1,6	3,6	0,4	50,8	1,4	×	14,0
Warmińsko-mazurskie	35,3	65,0	119,3	0,0	0,7	0,4	0,3	13,3	43,1	×	×	0,6

Źródło: jak do tabeli 1.

Pomiędzy poszczególnymi województwami widoczne są znaczne różnice. Województwo łódzkie jest rekordzistą, gdyż wartość zaangażowanych środków z zagranicy wzrosła ponadstukrotnie (ale „baza”, czyli wartość dla 2002 r. była bardzo niska). Niemal dwukrotnie wyższe wartości transferów z zagranicy osiągnęły w 2010 r. województwa zachodniopomorskie, śląskie i pomorskie (tabela 4). Badając jednak udział środków z budżetu gminy w udziale środków na gospodarkę ściekową i ochronę wód dla poszczególnych województw, niektóre z nich notują spadek tej wartości (małopolskie, lubuskie, wielkopolskie, zachodniopomorskie, kujawsko-pomorskie). Oznacza to, że mimo wzrostu w wartościach pieniężnych, udział zaangażowania budżetu gminy maleje. W przypadku środków z zagranicy taką sytuację odnotowało tylko województwo zachodniopomorskie.

Ze względu na poczynione wcześniej uwagi, analiza środków wydatkowanych na gospodarkę wodną (w tym zaopatrzenie w wodę) będzie nieco mniej szczegółowa. Na pewno na uwagę zasługuje fakt znacznie bardziej dynamicznego wzrostu zaangażowania środków z zagranicy, ale w przypadku wcześniej omawianych nakładów na gospodarkę ściekową i ochronę wód są one nadal nominalnie znacznie niższe. Zróżnicowanie pomiędzy województwami jest również bardzo duże, a dynamika wzrostów pomiędzy 2002 i 2010 r. jest skrajnie odmienna dla poszczególnych województw (tabela 6).

4. Wyposażenie w infrastrukturę wodno-ściekową w Polsce

Zazwyczaj w takich opracowaniach porównuje się wartość nakładów finansowych z uzyskanymi dzięki nim efektami rzeczowymi. Jednak w przypadku dużych inwestycji infrastrukturalnych efekty rzeczowe w danym roku rzadko są bezpośrednio powiązane z nakładami finansowymi ponoszonymi w tym samym roku (ze względu na długi czas wykonania inwestycji). Ponadto dane takie powinny być analizowane we wszystkich kolejnych latach, dlatego w niniejszym artykule ukazano stan infrastruktury i wskaźników pochodnych, co odpowiada potrzebom tej analizy i umożliwia odnoszenie się jedynie do wybranych lat.

Tabela 6 zawiera dane o długości sieci kanalizacyjnej oraz wodociągowej w Polsce z podziałem na województwa w latach 2002–2010, a rys. 3 i 4 prezentują je graficznie (na rysunkach celowo zachowano taką samą skalę na osi odciętych, aby lepiej ukazać dysproporcje w wyposażeniu w oba typy infrastruktury). Analizując te dane, należy pamiętać o ich silnej korelacji z gęstością zaludnienia oraz ukształtowaniem geograficznym. Na terenach rzadko zasiedlonych bądź o górzystym ukształtowaniu budowa wodnej infrastruktury sieciowej może nie mieć ekonomicznego uzasadnienia (stosowane powinny być inne rozwiązania, jak

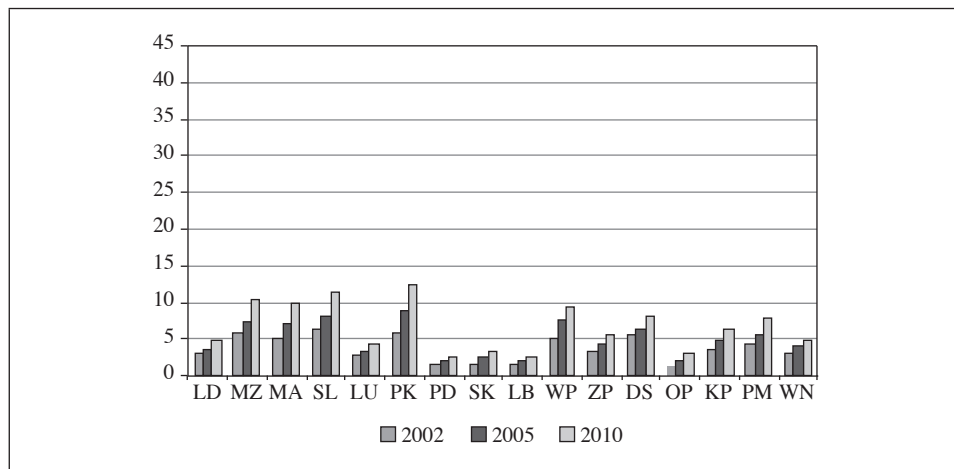
przydomowe oczyszczalnie ścieków). Dlatego w dalszej analizie dane te zestawiono z liczbą osób mających dostęp do tej infrastruktury.

Tabela 6. Sieć wodno-ściekowa w Polsce w latach 2002–2010 według województw (w tys. km)

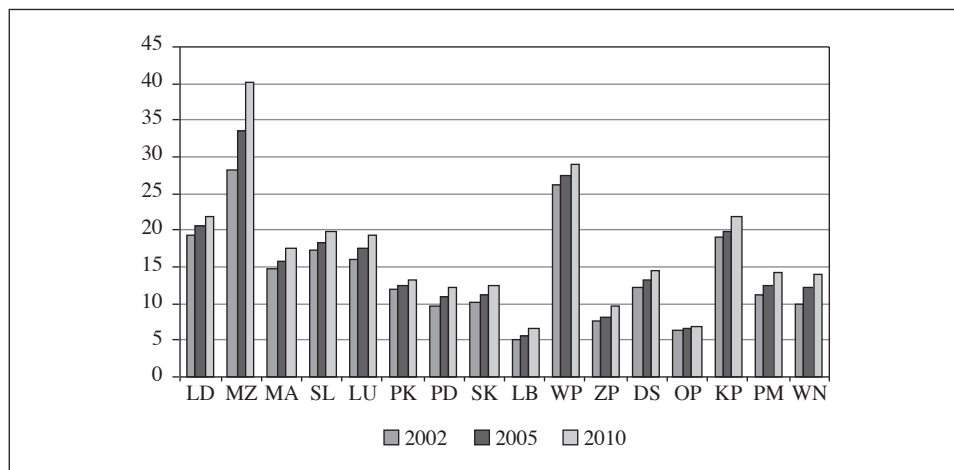
Jednostka terytorialna	2002	2005	2010	2010/2002	2002	2005	2010	2010/2002
	długość czynnej sieci kanalizacyjnej				długość czynnej sieci wodociągowej			
Polska	60,9	80,1	107,5	1,76	211,9	224,8	245,6	1,21
Łódzkie	3,1	3,7	4,8	1,54	19,4	20,5	21,8	1,12
Mazowieckie	6,0	7,4	10,5	1,76	28,1	33,6	40,1	1,42
Małopolskie	5,2	7,2	10,0	1,92	14,7	15,7	17,6	1,20
Śląskie	6,5	8,2	11,4	1,75	17,4	18,3	19,8	1,14
Lubelskie	2,8	3,4	4,4	1,61	15,9	17,5	19,4	1,22
Podkarpackie	6,0	8,8	12,4	2,08	11,9	12,5	13,2	1,10
Podlaskie	1,6	2,0	2,6	1,59	9,7	11,0	12,3	1,28
Świętokrzyskie	1,7	2,7	3,4	2,01	10,2	11,2	12,4	1,22
Lubuskie	1,5	2,0	2,7	1,75	5,0	5,5	6,5	1,30
Wielkopolskie	5,2	7,6	9,5	1,82	26,2	27,5	29,1	1,11
Zachodniopomorskie	3,3	4,3	5,6	1,68	7,6	8,1	9,7	1,27
Dolnośląskie	5,6	6,5	8,2	1,48	12,3	13,1	14,4	1,17
Opolskie	1,4	2,0	3,0	2,15	6,3	6,5	6,8	1,08
Kujawsko-pomorskie	3,7	4,8	6,4	1,73	19,0	19,9	21,8	1,15
Pomorskie	4,4	5,6	7,8	1,76	11,2	12,4	14,2	1,26
Warmińsko-mazurskie	3,0	4,0	4,8	1,62	9,9	12,1	14,0	1,41

Źródło: jak do tabeli 1.

W odniesieniu do sieci kanalizacyjnej największe zaniedbania dotyczyły województw opolskiego, lubelskiego, świętokrzyskiego i podlaskiego. Mimo że w niektórych z tych województw długość sieci kanalizacyjnej wzrosła dwukrotnie (opolskie), to nie przekroczyła ona 5 tys. km. Największy przyrost zanotowały województwa podkarpackie i śląskie, w których wynosił on po około 4 tys. km. Należy jednak pamiętać, że budowanie sieci kanalizacyjnej na terenach słabo zurbanizowanych jest niecelowe, więc ocena za pomocą tego wskaźnika bez odniesienia do gęstości zaludnienia powinna być ostrożna. Analizując te same dane w ujęciu liczby mieszkańców korzystających z infrastruktury, można stwierdzić, że największe postępy osiągnęły województwa podkarpackie, opolskie, świętokrzyskie, wielkopolskie i małopolskie, a na samym końcu rankingu znajdują się województwa zachodniopomorskie, dolnośląskie i pomorskie (tabela 7).



Rys. 3. Długość sieci kanalizacyjnej według województw w Polsce w latach 2002–2010
Źródło: jak do tabeli 1.



Rys. 4. Długość sieci wodociągowej według województw w Polsce w latach 2002–2010
Źródło: jak do tabeli 1.

W przypadku sieci wodociągowej najkrótszą sieć miały województwa opolskie i lubuskie, a najdłuższą mazowieckie i wielkopolskie. Największy procentowy przyrost długości sieci zanotowały województwa mazowieckie, warmińsko-mazurskie, podlaskie i lubuskie. Jednak biorąc pod uwagę wskaźnik dostępności do sieci, to największy przyrost zanotowały, w kolejności, województwa mazowieckie,

małopolskie, świętokrzyskie, lubelskie i podkarpackie, a najmniejszy licząc od końca, opolskie, zachodniopomorskie i śląskie (tabela 6). Jednak w przeliczeniu na mieszkańca, a zwłaszcza pod względem dostępności sieci wodociągowej i kanalizacyjnej, to nadal województwa tzw. ściany wschodniej charakteryzują się gorszymi wskaźnikami. W wielu województwach (lubelskie, świętokrzyskie, małopolskie) dostęp do sieci kanalizacyjnej ma jedynie około 50% mieszkańców). Odnotowuje się ponadto charakterystyczną dla Polski dysproporcję pomiędzy infrastrukturą zaopatrzenia w wodę a ściekową, jednakże dynamika przyrostu długości sieci kanalizacyjnej względem wodociągowej jest większa. Dane te wskazują, że dotychczas dokonywane inwestycje tylko w ograniczonym stopniu wpływają na wyrównywanie różnic w dostępności do infrastruktury w regionach.

Tabela 7. Ludność korzystająca z infrastruktury wodno-ściekowej w Polsce w latach 2002–2010 według województw

Jednostka terytorialna	2002	2005	2010	2002:2010 (pkt %)	2002	2005	2010	2002:2010 (pkt %)
	kanalizacja (w %)				wodociągi (w %)			
Polska	56,7	59,2	62,1	+5,4	84,8	86,1	87,5	+2,7
Łódzkie	55,0	57,4	59,0	+4,0	88,0	88,8	89,6	+1,6
Mazowieckie	55,5	57,8	61,8	+6,3	77,6	80,4	83,6	+6,0
Małopolskie	45,7	48,8	52,7	+7,0	70,5	73,5	75,7	+5,2
Śląskie	65,5	67,3	69,1	+3,6	92,6	93,0	93,4	+0,8
Lubelskie	43,0	44,9	47,3	+4,3	77,1	78,8	81,2	+4,1
Podkarpackie	44,5	50,4	56,9	+12,4	72,4	74,0	75,7	+3,3
Podlaskie	55,3	57,8	60,4	+5,1	84,8	86,2	87,8	+3,0
Świętokrzyskie	41,1	44,5	47,4	+6,3	79,6	81,8	83,9	+4,3
Lubuskie	58,9	61,1	63,3	+4,4	86,9	88,2	89,4	+2,5
Wielkopolskie	54,7	58,0	61,0	+6,3	91,2	91,7	92,5	+1,3
Zachodniopomorskie	72,1	73,3	74,8	+2,7	92,7	93,0	93,3	+0,6
Dolnośląskie	64,8	66,1	68,2	+3,4	90,3	90,9	91,5	+1,2
Opolskie	50,1	53,6	59,2	+9,1	94,1	93,7	94,5	+0,4
Kujawsko-pomorskie	59,2	61,4	64,3	+5,1	89,2	89,8	90,7	+1,5
Pomorskie	71,3	73,1	75,4	+4,1	91,2	91,8	92,7	+1,5
Warmińsko-mazurskie	62,1	64,4	66,0	+3,9	86,4	87,9	89,0	+2,6

Źródło: jak do tabeli 1.

Nie można wprost zestawić danych z tabel 2 i 3 oraz 6 i 7, gdyż dotyczą nie w pełni spójnych kategorii, ale można domniemywać, że zróżnicowanie w kosztach uzyskania jednostki efektu ekologicznego pomiędzy województwami jest znaczne. Jeżeli nakłady na omawiane dziedziny odnieść do liczby mieszkańców

województw, to widoczne są znaczne dysproporcje. Przeliczając omawiane nakłady na mieszkańca, średnio w Polsce wydatkowano w 2010 r. 180 zł/osobę na inwestycje związane z oczyszczaniem ścieków i 47 zł/osobę na inwestycje związane z dostarczaniem wody. W gospodarce ściekowej największe nakłady na mieszkańca notowały województwa zachodniopomorskie, warmińsko-mazurskie, pomorskie i łódzkie (ponad 200 zł), a najmniejsza mazowieckie (około 100 zł). W przypadku inwestycji w dostarczanie wody najwyższe nakłady na mieszkańca odnotowano w województwach warmińsko-mazurskim, mazowieckim, podlaskim i łódzkim (około 60 zł), a najniższe w opolskim.

5. Podsumowanie

Nakłady inwestycyjne na ochronę środowiska (w tym usuwanie ścieków) i gospodarkę wodną (w tym zaopatrzenie w wodę) są w Polsce wciąż za niskie i szacuje się, że nie zapewnią realizacji zobowiązań akcesyjnych [*Analiza zadań...* 2004]. W infrastrukturze wodno-ściekowej Polska ma niższe wskaźniki niż kraje starej Unii, ale nie odbiega znacząco od krajów nowo przyjętych w 2004 r. W Polsce występuje duże zróżnicowanie regionalne w uzbrojeniu w tę infrastrukturę.

Wzrastający udział zagranicznych źródeł finansowania z pewnością stymuluje inwestycje i pozwala wyrównywać braki. Jednocześnie pociąga to za sobą większe nominalnie zaangażowanie budżetów gmin.

Należałoby założyć, że w województwach najskrajiej wyposażonych w infrastrukturę nakłady na nią powinny być najwyższe. W praktyce jednak nie ma żadnej wyraźniej korelacji pomiędzy stanem infrastruktury w województwie a wielkością nakładów inwestycyjnych na gospodarkę wodno-ściekową (ani nominalnie, ani w przeliczeniu na mieszkańca), wyjątek stanowi jedynie województwo łódzkie. Nawet uwzględniając specyfikę inwestycji w tej dziedzinie, widoczna powinna być większa aktywność inwestycyjna w województwach najbardziej odbiegających od standardów.

Literatura

Analiza zadań na lata 2004–2015 wynikających z traktatu akcesyjnego i dokumentów strategicznych w ochronie środowiska wraz z szacunkiem kosztów ich realizacji [2004], red. J. Famielec, Praca wykonana na zamówienie Narodowego Funduszu Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej, Warszawa (praca niepublikowana).

Dyrektywa 2000/60/WE Parlamentu Europejskiego i Rady ustanawiająca ramy wspólnotowego działania w dziedzinie polityki wodnej, Dz.U. L 327 z 22.12.2000.

- Górka K., Poskrobko B., Radecki W. [2001], *Ochrona środowiska. Problemy społeczne, ekonomiczne i prawne*, PWE, Warszawa.
- Jednolity akt europejski [1986], Luksemburg, 17 lutego 1986 r.
- Miłaszewski R. [2003], *Ekonomika ochrony wód powierzchniowych*, Wydawnictwo Ekonomia i Środowisko, Białystok.
- Polska – Narodowe Strategiczne Ramy Odniesienia 2007–2013 wspierające wzrost gospodarczy i zatrudnienie Narodowa Strategia Spójności [2006], Dokument przyjęty przez Radę Ministrów w dniu 1 sierpnia 2006 r., Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, Warszawa.
- Program operacyjny Infrastruktura i środowisko [2007], Ministerstwo Rozwoju Regionalnego.
- Słota H. [1997], *Zarządzanie systemami gospodarki wodnej*, Wydawnictwo IMGW, Warszawa.
- Strategia gospodarki wodnej [2005], Rada Ministrów, Warszawa.
- Szachułowicz J. [2007], *Prawo wodne – Komentarz*, LexisNexis, Warszawa.
- Traktat o Unii Europejskiej [1992], Maastricht, 7 lutego 1992 r.
- Traktat ustanawiający Europejską Wspólnotę Węgla i Stali [1951], Paryż.
- Ustawa z dnia 10 marca 1934 r. o ochronie przyrody, Dz.U. nr 31, poz. 274.
- Ustawa z dnia 27 kwietnia 2001 r. Prawo ochrony środowiska, Dz.U. nr 62, poz. 627.
- Ustawa z dnia 18 lipca 2001 r. Prawo wodne, Dz.U. z 2005 r., nr 239, poz. 2019.
- Wierzbowski B., Rakoczy B. [2004], *Podstawy prawa ochrony środowiska*, LexisNexis, Warszawa.
- Zapobieganie i ograniczanie zanieczyszczeń*, t. I: *Prawo ochrony środowiska w Unii Europejskiej i w Polsce* [2003], red. J. Jędrośka, M. Bar, Ministerstwo Środowiska, Warszawa.

Streszczenie

Jednym z zadań, którym sprostać muszą współczesne gospodarki, jest zapewnienie odpowiedniej i optymalnej ilości i jakości wody dla potrzeb różnych jej użytkowników z zachowaniem zasady ochrony ekosystemów. Polska staje przed dużym wyzwaniem rozwojowym i cywilizacyjnym dotyczącym gospodarki wodno-ściekowej, głównie z powodu zaniedbań w zakresie gospodarowania ściekami. Przystępując do Unii Europejskiej, przyjęto zobowiązania w tej dziedzinie wynikające z realizacji tzw. dyrektywy ściekowej i ramowej dyrektywy wodnej. Jednocześnie z budżetu Unii Europejskiej do dyspozycji zostały oddane środki finansowe umożliwiające szybszą realizację tego celu. Interesującym zagadnieniem jest to, jak zmieniają się nakłady inwestycyjne w gospodarce wodno-ściekowej, zwłaszcza udział środków z zagranicy oraz pochodzących z budżetów gmin, które współfinansują takie przedsięwzięcia, oraz jak w układzie regionalnym zmienia się wyposażenie w ten rodzaj infrastruktury.

Celem artykułu jest analiza nakładów inwestycyjnych na gospodarkę wodno-ściekową w Polsce w ujęciu regionalnym z uwzględnieniem zmian w wybranych źródłach finansowania.

Słowa kluczowe: gospodarka wodno-ściekowa, inwestycje, fundusze strukturalne, Fundusz Spójności.

Selected Sources of Financing Investment in Water and Sewage Management in Poland

One of the challenges contemporary economies face is to ensure a sufficient supply of optimal quality water for different user needs while at the same time preserving the principles of ecosystem protection. Poland deals with a significant developmental and civil challenge in this area, mainly due to previous negligence in sewage management. When it joined the European Union, Poland assumed certain obligations in this area resulting from the implementation of the so-called Sewage Sludge Directive and the Water Framework Directive. At the same time, the EU budget designated financial resources to facilitate quicker achievement of the appropriate objectives. It is therefore revealing to track changes in the area of water and sewage management, especially those involving the share of funds from abroad and budgetary commitments of individual municipalities used to co-finance these as well as changes in the regional provision of the relevant infrastructure.

Accordingly, the aim of the paper is to analyse investment expenditure in the area of water and sewage management in Poland by region with a special focus on changes in selected sources of financing, especially funds originating from abroad and from municipality budgets.

Keywords: water and sewage management, investments, structural funds, Cohesion Fund.

Bartłomiej Schmidt

Studia Doktoranckie Wydziału Finansów

Zastosowanie modelu trzechczynnikowego w inwestowaniu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie

1. Wprowadzenie

Już od lat 70. ubiegłego wieku, gdy pojawiły się pierwsze krytyczne artykuły dotyczące modelu wyceny aktywów kapitałach, starano się opracować inny niż CAPM model, który uwzględniałby wszystkie najważniejsze czynniki mające wpływ na kształtowanie się stóp zwrotu. W wyniku tych poszukiwań powstało wiele alternatywnych dla CAPM modeli wyceny. Jednak żaden z nich dotychczas nie okazał się przekonująco lepszy od CAPM. Jednym z bardziej znanych alternatywnych modeli wyceny jest opracowany w pierwszej połowie lat 90. XX w. przez E.F. Fama i K.R. Frencha model trzechczynnikowy, zwany też od nazwisk jego twórców modelem Famy i Frencha.

W artykule została przeprowadzona analiza zdolności do przewidywania przez model trzechczynnikowy Famy i Frencha zachowania się stóp zwrotu akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2002–2009. Przedstawiono podstawowe informacje dotyczące badanego modelu, a następnie metodykę zastosowaną w badaniach. Wyniki przeprowadzonych badań mających na celu odpowiedź na pytanie, czy dzięki modelowi trzechczynnikowemu Famy i Frencha możliwe jest przewidywanie kształtowania się stóp zwrotu z akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, zawarto w końcowej części artykułu.

2. Model Famy i Frencha – podstawowe informacje

2.1. Uwagi wstępne

Z badań prowadzonych po opracowaniu modelu CAPM wynika, że nie wyjaśnia on w wystarczającym stopniu kształtowania się poziomu stóp zwrotu z akcji. W efekcie podjęto próby stworzenia alternatywnego modelu wyceny, który bardziej odpowiadałby rzeczywistości niż CAPM. Jedną z takich prób jest opracowany przez E.F. Fama i K.R. Frencha na początku lat 90. ubiegłego wieku trzyczynnikowy model wyceny.

Model ten jest efektem badań, jakie E.F. Fama i K.R. French [1992] prowadzili nad występowaniem na amerykańskich giełdach papierów wartościowych (Amex, NASDAQ, NYSE) anomalii w kształtowaniu się stóp zwrotu. Badania te koncentrowały się na analizie zależności stóp zwrotu z akcji od takich wielkości, jak: kapitalizacja rynkowa spółki, wskaźniki P/E, BE/ME, D/P, A/ME, A/BE. E.F. Fama i K.R. French doszli do wniosku, że poza tzw. czynnikiem rynkowym kształtowanie się stóp zwrotu jest tłumaczone przez dwa inne czynniki: kapitalizację rynkową spółki oraz współczynnik wartości księgowej do wartości rynkowej. Równanie wyceny modelu Famy i Frencha przyjmuje postać [Fama i French 1993]:

$$E(r_A) = r_F + [E(r_M) - r_F] \cdot \beta_A + bs \cdot SMB + bv \cdot HML, \quad (1)$$

gdzie:

SMB – różnica między stopami zwrotu z akcji spółek o małej kapitalizacji a stopami zwrotu akcji spółek o dużej kapitalizacji określona na podstawie danych historycznych,

HML – różnica między stopami zwrotu z akcji spółek cechujących się wysokim wskaźnikiem BE/ME a stopami zwrotu akcji spółek z niskim wskaźnikiem BE/ME określona na podstawie danych historycznych,

bs, *bv* – współczynniki reprezentujące premię za ryzyko związane z czynnikami reprezentowanymi przez kapitalizację spółki i wskaźnik BE/ME.

Model wyceny Famy i Frencha został opracowany na podstawie badań empirycznych. Brakuje w nim pełnego wyjaśnienia, dlaczego stopy zwrotu z akcji powiązane są z takimi a nie innymi czynnikami. Twórcy modelu sugerują, że czynniki te to pewne kategorie ryzyka związane z wartościami fundamentalnymi, takimi jak dochód. Nie ma jednak przekonujących dowodów, jakie są to wartości. Zgodnie z jednym z wyjaśnień współczynnik BE/ME jest powiązany z względną zyskownością spółki. Firmy cechujące się wysokim wskaźnikiem BE/ME mają mniejsze zyski w stosunku do wartości aktywów niż firmy o niskim wskaźniku

BE/ME. Inne wyjaśnienie opierające się na teorii finansów behawioralnych wskazuje na nadreaktywność inwestorów jako źródło niskiej wartości wskaźnika BE/ME, która prowadzi do przecenienia wartości spółki, później korygowanej do wielkości wyznaczonej przez wartość wewnętrzną firmy [Fama i French 1992]. Brak teorii wyjaśniającej wskazywane przez model zależności jest głównym powodem, dla którego na razie nie może on zastąpić CAPM, pomimo że według badań przeprowadzonych przez jego twórców jest modelem lepiej pasującym do rzeczywistości.

2.2. Uwagi metodyczne

Badania zostały przeprowadzone na próbie 61 spółek, które były nieprzerwanie notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie od stycznia 2002 r. do listopada 2009 r. W analizie użyte zostały miesięczne stopy zwrotu z tych spółek. Wartość rynkowa równa jest wartości w ostatnim notowaniu w danym miesiącu, natomiast wartość księgową spółki użyta do obliczenia wskaźnika BE/ME pochodzi z ostatniego kwartału kalendarzowego. Źródłem danych są miesięczne sprawozdania publikowane przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Badany okres został podzielony na dwa podokresy: pierwszy obejmuje lata 2002–2006, natomiast drugi lata 2007–2009. Na podstawie stóp zwrotu z lat 2002–2006 zostały oszacowane współczynniki modelu trzyczynnikowego Famy i Frencha, które następnie wykorzystano do weryfikacji zdolności predykcyjnej modelu w okresie 2007–2009 przez porównanie wartości stóp zwrotu wyliczonych z modelu z wartościami rzeczywistymi.

Analizowane spółki zostały podzielone na dwa portfele ze względu na ich kapitalizację (D – duża, M – mała) oraz na trzy portfele ze względu na wielkość wskaźnika BE/ME (W – wysoka, Ś – średnia, N – niska). W ten sposób powstało sześć portfeli (D/W, D/Ś, D/N, M/W, M/Ś, M/N). Następnie obliczono stopę zwrotu z poszczególnych portfeli według wzoru:

$$R_p = \frac{\sum MV_i \cdot r_i}{\sum MV_i}, \quad (2)$$

gdzie:

R_p – stopa zwrotu z portfela p ,

MV_i – wartość rynkowa i -tej akcji na koniec miesiąca,

r_i – miesięczna stopa zwrotu z i -tej akcji.

Wartości SMB i HML ustalono dla każdego miesiąca. W przypadku SMB obliczono różnicę pomiędzy średnią arytmetyczną stóp zwrotu dla trzech portfeli małych spółek (M/N, M/Ś, M/W) oraz dla trzech portfeli dużych spółek (D/N, D/Ś, D/W). HML zostaje obliczony jako różnica pomiędzy średnią arytmetyczną

dwóch portfeli o wysokiej wartości wskaźnika BE/ME (D/W, M/W) oraz dwóch portfeli o niskiej wartości BE/ME (D/N, M/N).

Stopa zwrotu z portfela rynkowego obliczana jest również według wzoru (2). W skład portfela rynkowego wchodzi wszystkie akcje spółek uwzględnionych w analizie. Za stopę wolną od ryzyka przyjęto średnią rentowność 52-tygodniowych bonów skarbowych.

Współczynnik β ma w modelu trzyczynnikowym takie samo uzasadnienie ekonomiczne, jak w modelu CAPM, jednak w modelu Famy i Frencha przyjmuje on inną wartość ze względu na obecność dwóch dodatkowych czynników. Dla modelu trzyczynnikowego wszystkie trzy współczynniki obliczane są poprzez zastosowanie metody najmniejszych kwadratów, czyli standardowego sposobu używanego do ustalenia wartości współczynników regresji liniowej, zgodnie z metodyką przedstawioną w pracy E.F. Famy i J.D. MacBetha [1973].

2.3. Analiza dopasowania modelu – metodyka

Dopasowanie modeli do danych rzeczywistych zostało zbadane przy użyciu współczynnika determinacji oraz skorygowanego współczynnika determinacji [Sobczyk 2007]. W części dotyczącej analizy zdolności modelu Famy i Frencha do prognozowania kształtowania się stóp zwrotu z badanych akcji użyto zmodyfikowanego współczynnika zmienności losowej, który został wyliczony zgodnie ze wzorem:

$$MW_e = \frac{S_e}{\left(\sum_{i=1}^n |y_i| \right) / n} \cdot 100\%, \quad (3)$$

gdzie:

S_e – odchylenie standardowe reszt.

Zmodyfikowany współczynnik zmienności losowej określa, o ile procent wartości prognozowane przez model różnią się od wartości rzeczywistych. Konieczność zmodyfikowania standardowego współczynnika zmienności losowej wynika z faktu, że stopy zwrotu z akcji mogą przyjmować wartości ujemne, a w takiej sytuacji niezmodyfikowany współczynnik zmienności losowej, ze względu na zastosowanie zwykłej średniej arytmetycznej ze stóp zwrotu, pokazuje niewłaściwą wielkość odchylenia wartości prognozowanych od wartości rzeczywistych.

2.4. Analiza stabilności współczynników modelu – metodyka

Stabilność współczynników regresji została zbadana przy użyciu testu Chowa. Test ten sprawdza, czy współczynniki regresji określone na podstawie dwóch podzbiorów zmiennych niezależnych są sobie równe [Woolridge 2005]. W przypadku modelu trzyczynnikowego hipoteza zerowa będzie miała postać:

$$\beta_1 = \beta_2, bs_1 = bs_2, bv_1 = bv_2,$$

gdzie:

β_1, bs_1, bv_1 – współczynniki modelu FF określone na podstawie pierwszego podzbioru danych (stopy zwrotu w okresie I 2002 r. – VI 2004 r.),

β_2, bs_2, bv_2 – współczynniki modelu FF określone na podstawie drugiego podzbioru danych (stopy zwrotu w okresie VII 2004 r. – XII 2006 r.).

Po określeniu współczynników modelu trzyczynnikowego za pomocą metody najmniejszych kwadratów dla obu podzbiorów danych oraz dla całego okresu (I 2002 r. – XII 2006 r.) można określić wartość statystyki Chowa za pomocą wzoru:

$$F_{Chow} = \frac{(S_C - (S_1 - S_2)) / k}{(S_1 - S_2) / (N_1 + N_2 - 2k)},$$

gdzie:

S_C – suma kwadratów reszt regresji dla całego zbioru danych,

S_1 – suma kwadratów reszt regresji dla pierwszego podzbioru danych,

S_2 – suma kwadratów reszt regresji dla drugiego podzbioru danych,

N_1, N_2 – liczebność odpowiednio pierwszego i drugiego podzbioru danych,

k – liczba parametrów równania regresji.

Statystykę Chowa porównujemy z wartością krytyczną, która ma rozkład F Snedecora o k oraz $N_1 + N_2 - 2k$ stopniach swobody. Jeżeli wartość krytyczna jest większa od statystyki testowej, to nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej.

3. Analiza zdolności do predykcji modelu Famy i Frencha

3.1. Analiza dopasowania

Współczynnik determinacji obliczony dla modelu na lata 2002–2006 znajduje się w przedziale 0,87–0,05, średnia i mediana wynoszą odpowiednio 0,35 i 0,32. Aby wyeliminować wpływ liczby współczynników regresji, obliczono skorygowany współczynnik determinacji (tabela 1). Jego wartości mieszczą się w przedziale od 0,84 do ~0,00, natomiast średnia i mediana są równe odpowiednio

0,31 i 0,28. Z niskich wartości współczynnika determinacji wynika, że model trzyczynnikowy nie opisuje w sposób dostateczny kształtowania się stóp zwrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Tabela 1. Współczynnik determinacji modelu trzyczynnikowego Famy i Frencha

Wyszczególnienie	R_2	Wyszczególnienie	R_2	Wyszczególnienie	R_2
PEKAO	0,84	BUDIMEX	0,35	FARMACOL	0,22
TPSA	0,78	KREDYTB	0,35	TIM	0,21
PKNORLEN	0,72	ELBUDOWA	0,35	NETIA	0,21
BZWBK	0,69	HYDROTOR	0,35	AMICA	0,20
BRE	0,51	PEPEES	0,34	14ZACH	0,15
KGHM	0,49	KOGENERA	0,33	GRAJEW0	0,14
AGORA	0,48	STALPROFI	0,31	KABLE	0,14
ORBIS	0,46	CERSANIT	0,30	04PRO	0,13
RAFAKO	0,46	FERRUM	0,29	LENTEX	0,12
ZYWIEC	0,45	WANDALEX	0,28	LPP	0,11
PROSPER	0,45	KRUSZWICA	0,28	PROCHEM	0,11
HANDLOWY	0,44	KOPEX	0,27	WAWEL	0,11
MCI	0,44	ENERGOPN	0,27	MOSTALWAR	0,10
PAGED	0,44	JUTRZENKA	0,26	BUDOPOL	0,09
PGF	0,42	FORTE	0,25	GANT	0,09
RELPOL	0,41	PERMEDIA	0,25	NORDEABP	0,07
IRENA	0,40	POLLENAE	0,25	APATOR	0,06
STALEXP	0,39	ELKOP	0,24	06MAGNA	0,05
INGBSK	0,38	DEBICA	0,24	FORTISPL	~0,00
COMARCH	0,38	GROCLIN	0,24		
KETY	0,37	GETIN	0,22		

Źródło: opracowanie własne.

Zgodnie z analizą istotności współczynników regresji modelu trzyczynnikowego Famy i Frencha, trzeci współczynnik pokazujący wpływ czynników odzwierciedlonych w stosunku ceny akcji przedsiębiorstwa do jego kapitalizacji rynkowej jest statystycznie nieistotny. Średnia wartość statystyki t dla tego współczynnika obliczana na podstawie analizowanych funkcji regresji jest niska i wynosi 0,3168. Oznacza to, że kształtowanie się stóp zwrotu z badanych akcji jest przede wszystkim wyjaśniane przez dwa pozostałe elementy modelu Famy i Frencha – ryzyko rynkowe oraz czynniki odzwierciedlane przez kapitalizację rynkową spółki. Wartości współczynników modelu trzyczynnikowego dla badanych akcji oraz wartości statystyk t dla tych współczynników podano w tabeli 2.

Tabela 2. Wartości współczynników modelu Famy i Frencha oraz ich statystyki t

Wyszczególnienie	β	bs	bv	t_{β}	t_{bs}	t_{bv}
GROCLIN	0,8313	0,0470	0,1798	4,0695	0,2200	1,2672
ORBIS	1,1556	0,0920	-0,0192	7,1542	0,5444	-0,1715
GETIN	1,3430	0,6767	-0,4230	4,1349	1,9907	-1,8748
PEKAO	1,1086	-0,2082	-0,1248	17,0215	-3,0539	-2,7582
FERRUM	1,2201	2,2352	0,1204	2,9070	5,0883	0,4129
BUDIMEX	1,0156	0,3890	0,0405	5,9746	2,1861	0,3429
KGHM	1,2907	0,2666	-0,0895	7,8234	1,5441	-0,7811
ELBUDOWA	0,9829	0,7465	0,0599	5,4824	3,9777	0,4811
JUTRZENKA	0,7779	0,4272	0,2625	4,2355	2,2223	2,0574
BZWBK	1,0643	-0,0589	-0,1366	11,3327	-0,5992	-2,0941
FORTE	0,8121	0,3623	0,0564	4,7338	2,0179	0,4732
DEBICA	0,5825	0,2690	0,2663	3,7498	1,6546	2,4676
ZYWIEC	0,4905	-0,2308	0,1068	4,9935	-2,2446	1,5648
AGORA	0,9962	-0,0572	0,1933	6,4501	-0,3536	1,8017
PKNORLEN	1,0943	0,0425	0,0794	11,8234	0,4385	1,2356
APATOR	0,4101	0,3749	-0,1831	1,8349	1,6027	-1,1793
FARMACOL	0,8171	0,3805	0,1577	4,1875	1,8629	1,1636
LENTEX	0,8863	0,6776	0,0018	3,0594	2,2349	0,0092
TPSA	1,0645	-0,1219	0,1671	12,4924	-1,3663	2,8227
COMARCH	1,0055	0,5839	0,0959	6,0604	3,3621	0,8324
PROSPER	1,3184	0,9987	0,2864	6,4716	4,6836	2,0238
BRE	1,2049	0,0166	-0,1377	7,8145	0,1027	-1,2853
MOSTALWAR	0,7333	0,8900	0,1352	2,3072	2,6754	0,6124
KRUSZWICA	1,2844	1,0721	-0,1168	4,4903	3,5809	-0,5876
HANDLOWY	0,7161	0,0557	0,1384	6,2969	0,4682	1,7517
HYDROTOR	0,8814	0,7116	0,0336	5,3627	4,1367	0,2946
LPP	0,6718	0,0783	0,1305	2,9154	0,3248	0,8152
INGBSK	0,6379	-0,1206	0,0215	5,3953	-0,9748	0,2615
TIM	1,0571	0,5993	-0,3595	3,8639	2,0928	-1,8915
KREDYTB	0,8949	0,0469	0,0332	5,6165	0,2813	0,2999
NETIA	1,3450	-0,1814	-0,1730	3,9546	-0,5096	-0,7320
STALEXP	1,6190	1,2335	-0,0674	5,9412	4,3248	-0,3558
POLLENAE	1,2225	0,6141	-0,0772	4,7325	2,2714	-0,4303
AMICA	0,9946	0,3308	-0,0386	4,3147	1,3712	-0,2413
KABLE	1,1617	2,4173	0,0872	1,7550	3,4890	0,1897
CERSANIT	1,1001	0,4383	-0,0515	5,3791	2,0473	-0,3622
ENERGOPN	0,8675	1,3844	0,9196	2,4470	3,7307	3,7336
PGF	0,7701	0,4897	0,1881	6,1733	3,7506	2,1706
PEPEES	1,0680	1,2237	0,0773	4,5562	4,9875	0,4749
STALPROFI	1,0467	1,6044	0,2502	3,4838	5,1018	1,1989

cd. tabeli 2

Wyszczególnienie	β	bs	bv	t_{β}	t_{bs}	t_{bv}
ELKOP	1,9636	1,3713	-0,1761	4,4335	2,9581	-0,5722
KETY	0,7360	0,3757	0,2320	5,4805	2,6729	2,4869
MCI	1,7182	1,6878	-0,3094	5,6675	5,3190	-1,4692
PAGED	1,8861	2,3495	0,1217	5,2157	6,2072	0,4846
BUDOPOL	1,3874	0,9916	-0,8177	2,1066	1,4385	-1,7873
GRAJEWO	0,6087	0,4693	0,0734	3,2895	2,4228	0,5709
WAWEL	0,4589	0,3679	-0,0512	2,8330	2,1700	-0,4546
FORTISPL	0,2021	-0,1328	0,0813	0,9442	-0,5926	0,5468
PROCHEM	0,6252	0,5303	0,0023	2,8981	2,3486	0,0155
NORDEABP	0,6540	0,3499	0,0660	2,6098	1,3342	0,3790
IRENA	0,6784	0,7223	0,3590	4,7143	4,7961	3,5909
WANDALEX	1,2260	0,8199	-0,2420	4,7379	3,0271	-1,3463
04PRO	0,8210	1,0020	-0,4865	1,9938	2,3249	-1,7007
14ZACH	0,9302	0,5447	0,0415	3,5338	1,9772	0,2267
PERMEDIA	0,6796	0,8098	-0,0677	3,5121	3,9981	-0,5035
KOGENERA	1,0237	0,9226	0,4023	4,5737	3,9383	2,5874
RELPOL	0,9774	0,7564	0,0118	6,1613	4,5554	0,1069
RAFAKO	1,1482	1,3447	0,0944	5,6656	6,3392	0,6704
KOPEX	1,0511	1,6712	0,0726	3,1012	4,7108	0,3082
GANT	0,7283	0,7951	-1,4524	0,8572	0,8941	-2,4607
06MAGNA	0,2581	0,1383	0,1667	1,7579	0,8999	1,6340

Źródło: opracowanie własne.

Analizując kapitalizacje spółek i ich współczynniki determinacji, można zauważyć występowanie zależności między tymi wielkościami. Współczynnik korelacji między nimi przyjmuje dosyć wysoką wartość (0,7211). Z analizy rozkładu badanych zmiennych przy użyciu testu Shapiro-Wilka wynika, że jednak współczynnik korelacji może błędnie potwierdzać istnienie korelacji, gdyż zmienne te nie mają rozkładu normalnego. W związku z tym zastosowano *Rho* Spearmanna do sprawdzenia występowania korelacji. Wartość tego współczynnika w analizowanym przypadku wynosi 0,39. Oznacza to, że zależność pomiędzy wartością rynkową firmy w modelu trzyczynnikowym Famy i Frencha a współczynnikiem determinacji tego modelu jest jednak niewielka.

3.2. Weryfikacja zdolności predykcji modelu Famy i Frencha

Dobry model musi posiadać zdolność predykcji. W tym podrozdziale została przeprowadzona analiza zdolności przewidywania kształtowania się miesięcznych stóp zwrotu w latach 2007–2009 przez trzyczynnikowy model Famy i Frencha.

Niewielkie dopasowanie modelu trzyczynnikowego do danych historycznych daje podstawy do przypuszczeń, że model ten tak samo jak model CAPM nie będzie wiarygodnie prognozował kształtowania się stóp zwrotu z analizowanych akcji. Zmodyfikowany współczynnik zmienności losowej wskazuje na bardzo duże różnice pomiędzy wartościami prognozowanymi modelu trzyczynnikowego Famy i Frencha (tabela 3). Dla prognozy obejmującej cały trzyletni okres różnice te wynoszą średnio 142,2%. Ze względu na niskie dopasowanie modelu do danych historycznych takich rezultatów można się było spodziewać. Skracanie okresu prognozy do 2007 r. oraz I kwartału 2007 r. znacząco poprawia jej skuteczność. Średnia wartość zmodyfikowanego wskaźnika zmienności resztowej zmniejsza się odpowiednio do 100,7% oraz 40,3%.

Tabela 3. Zmodyfikowany współczynnik zmienności resztowej modelu CAPM i modelu Famy i Frencha, okresy prognozowania – lata 2007–2009, 2007 r., I kwartał 2007 r. (w %)

Wyszczególnienie	Model trzyczynnikowy		
	2007–2009	2007	I kwartał 2007
GROCLIN	122,9	73,1	30,2
ORBIS	119,2	104,5	35,4
GETIN	119,7	147,8	87,2
PEKAO	117,1	178,3	9,1
FERRUM	204,4	171,9	46,6
BUDIMEX	141,8	73,0	35,3
KGHM	115,2	87,6	67,2
ELBUDOWA	143,6	58,9	16,1
JUTRZENKA	94,9	64,3	34,2
BZWBK	94,7	81,1	12,3
FORTE	103,8	76,0	42,7
DEBICA	120,9	82,5	40,7
ZYWIEC	268,7	180,5	71,6
AGORA	105,2	115,9	34,9
PKNORLEN	113,3	112,2	24,2
APATOR	139,8	118,0	90,1
FARMACOL	100,1	74,1	32,8
LENTEX	115,1	69,9	32,2
TPSA	210,9	81,2	7,6
COMARCH	106,9	82,2	22,2
PROSPER	138,2	106,6	21,5
BRE	105,6	118,5	9,5
MOSTALWAR	126,9	82,9	59,2
KRUSZWICA	172,3	102,2	110,6
HANDLOWY	110,6	87,0	17,1

cd. tabeli 3

Wyszczególnienie	Model trzyczynnikowy		
	2007–2009	2007	I kwartał 2007
HYDROTOR	101,7	60,0	28,0
LPP	119,8	67,6	27,7
INGBSK	109,1	83,3	24,9
TIM	120,0	77,0	36,4
KREDYTB	116,2	70,0	19,3
NETIA	233,9	224,6	100,3
STALEXP	132,4	48,1	24,1
POLLENAE	184,7	73,5	82,2
AMICA	114,0	93,9	100,7
KABLE	181,4	143,7	35,5
CERSANIT	137,8	75,7	33,9
ENERGOPN	389,4	358,3	126,5
PGF	99,1	84,6	59,7
PEPEES	121,9	83,1	37,3
STALPROFI	158,2	115,0	21,0
ELKOP	245,4	147,2	43,5
KETY	123,6	59,4	28,1
MCI	103,8	68,5	34,3
PAGED	167,3	154,8	82,1
BUDOPOL	128,2	78,2	22,6
GRAJEWO	112,5	76,5	9,2
WAWEL	119,0	73,3	14,7
FORTISPL	205,3	124,6	49,0
PROCHEM	118,0	73,5	32,3
NORDEABP	156,9	76,9	31,9
IRENA	150,3	109,1	32,8
WANDALEX	131,1	64,2	38,2
04PRO	114,6	63,9	27,0
14ZACH	103,8	65,4	31,2
PERMEDIA	110,9	60,5	13,5
KOGENERA	212,1	132,9	21,0
RELPOL	112,4	66,4	32,9
RAFAKO	135,1	116,0	50,6
KOPEX	136,4	129,1	48,1
GANT	202,9	114,9	24,4
06MAGNA	151,7	101,0	45,8
Średnia	142,2	100,7	40,3
Mediana	121,9	82,9	32,9

Źródło: opracowanie własne.

Wzrost dokładności prognoz wraz ze skróceniem okresu prognozowania może być efektem niestabilności w czasie współczynników modelu. Dlatego też przeprowadzono analizę stabilności tych współczynników za pomocą testu Chowa (tabela 4).

Tabela 4. Wartości statystyk testu Chowa

Wyszczególnienie	$t_{\text{Chow I}}^*$	$t_{\text{Chow II}}^{**}$	Wyszczególnienie	$t_{\text{Chow I}}^*$	$t_{\text{Chow II}}^{**}$
GROCLIN	10,1939	4,9151	STALEXP	3,1025	2,1161
ORBIS	2,2735	1,3697	POLLENAE	1,9064	1,7149
GETIN	2,1263	1,9831	AMICA	1,9716	0,4642
PEKAO	0,4315	4,4395	KABLE	1,2107	1,3488
FERRUM	0,1376	3,4262	CERSANIT	0,4657	0,4362
BUDIMEX	2,4665	2,4322	ENERGOPN	2,5898	6,5832
KGHM	1,2926	1,3041	PGF	0,6376	4,5056
ELBUDOWA	0,5284	2,1210	PEPEES	3,2971	1,5923
JUTRZENKA	1,0713	0,8795	STALPROFI	0,8953	3,0608
BZWBK	2,6101	1,6392	ELKOP	1,6729	3,9238
FORTE	3,2965	0,5901	KETY	0,8319	0,1121
DEBICA	0,9443	1,8586	MCI	2,3004	0,2059
ZYWIEC	3,3780	7,2573	PAGED	5,0096	2,2725
AGORA	0,1711	1,1730	BUDOPOL	0,3384	0,3343
PKNORLEN	1,6401	3,4352	GRAJEWO	0,2473	3,0379
APATOR	1,4613	1,6716	WAWEL	1,0274	0,6235
FARMACOL	0,0369	0,5705	FORTISPL	1,6593	3,7675
LENTEX	2,7293	0,6726	PROCHEM	0,2386	1,6887
TPSA	0,6568	7,8094	NORDEABP	1,6243	1,1401
COMARCH	1,8124	0,0384	IRENA	2,3724	1,9258
PROSPER	1,4053	1,4969	WANDALEX	0,5446	0,8887
BRE	0,7853	2,7652	04PRO	1,9091	0,6340
MOSTALWAR	6,3136	0,4451	14ZACH	1,6447	0,4048
KRUSZWICA	2,4460	2,9168	PERMEDIA	1,1206	2,5764
HANDLOWY	1,2977	1,0914	KOGENERA	1,9077	4,2578
HYDROTOR	0,5639	0,5409	RELPOL	0,5125	1,1661
LPP	0,6801	3,1944	RAFAKO	0,6047	0,8796
INGBSK	0,1757	2,3959	KOPEX	2,5500	2,0379
TIM	2,3367	1,0585	GANT	3,1552	1,7562
KREDYTB	2,1375	0,5492	06MAGNA	2,4733	2,4682
NETIA	0,7428	2,7278			

Źródło: opracowanie własne.

Na potrzeby testu okres, na podstawie którego ustalono wartości współczynników modelu trzyczynnikowego dla poszczególnych akcji, podzielono na dwa równe podokresy (I 2002 r. – VI 2004 r., VII 2004 r. – XII 2006 r.). Przy takich założeniach z analizy wynika, że tylko w przypadku 8 spółek (zob. tabela 2) są podstawy do odrzucenia hipotezy zerowej o stabilności współczynników modelu. Jeżeli w teście uwzględnimy cały badany okres, tj. I 2002 r. – XI 2009 r. (podokresy I: I 2002 r. – XII 2006 r., II: I 2007 r. – XI 2009 r.), to liczba takich spółek wzrośnie do 17. Jednak jest to ciągle zbyt mało, aby można było uznać, że przyczyną niewielkiej dokładności prognoz była niestabilność współczynników modelu trzyczynnikowego. W związku z tym jest ona głównie efektem nieuwzględnienia przez model właściwych czynników kształtujących cenę akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

4. Wnioski

Model trzyczynnikowy Famy i Frencha, który ma stanowić ulepszenie klasycznego modelu wyceny aktywów kapitałowych, pomimo uwzględnienia dwóch dodatkowych czynników cechuje się niewielkim dopasowaniem do danych historycznych. Nie posiada on także zdolności do predykcji kształtowania się stóp zwrotu. Główną tego przyczyną jest nieuwzględnienie przez ten model istotnych czynników kształtujących stopy zwrotu z akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Z przeprowadzonej analizy wynika, że model trzyczynnikowy Famy i Frencha nie stanowi alternatywy dla modelu CAPM, gdyż nie wyjaśnia kształtowania się stóp zwrotu. Potrzebne są więc dalsze badania, które pozwoliłyby na zidentyfikowanie czynników wpływających na wysokość stóp zwrotu, co umożliwiłoby opracowanie modelu wyceny w większym stopniu odpowiadającego rzeczywistości niż model trzyczynnikowy i pozwalającego dokładniej prognozować wielkości stóp zwrotu z akcji.

Literatura

- Fama E.F., French K.R. [1992], *The Cross-section of Expected Stock Returns*, „The Journal of Finance”, vol. XLVII, nr 2.
- Fama E.F., French K.R. [1993], *Common Risk Factors in Stock and Bond Returns*, „The Journal of Financial Economics”, vol. 33, nr 1.
- Fama E.F., MacBeth J.D. [1973], *Risk, Return, and Equilibrium - Empirical Tests*, „The Journal of Political Economy”, vol. 81, nr 3.
- Sobczyk M. [2007], *Statystyka*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Woolridge J.M. [2005], *Introductory Econometrics*, South-Western College Pub, Mason.

Streszczenie

Od lat 70. XX w. opublikowano wyniki wielu badań przeprowadzonych na zachodnich rynkach finansowych, które wskazują, że zdolność modelu CAPM do predykcji stóp zwrotu jest niewielka. W związku z tym podjęto wiele prób stworzenia lepszego modelu wyceny, w których wyniku powstał m.in. model trzyczynnikowy opracowany przez E. Fama i K. Frencha. W artykule zaprezentowano analizę stopnia, w jakim model ten wyjaśnia kształtowanie się stóp zwrotu z akcji na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Z przeprowadzonych badań wynika, że model trzyczynnikowy ma słabą zdolność do predykcji kształtowania się stóp zwrotu, a główną tego przyczyną jest nieuwzględnianie wszystkich istotnych czynników. Należy zatem zidentyfikować brakujące czynniki i opracować model, który będzie brał je pod uwagę, a co za tym idzie – będzie lepiej wyjaśniał kształtowanie się stóp zwrotu z akcji.

Słowa kluczowe: rynki finansowe, stopa zwrotu, modele wyceny, CAPM, model trzyczynnikowy.

The Application of a Three-factor Model for Investing on the Warsaw Stock Exchange

Since the 1970s numerous papers have presented the results of analyses conducted on western capital markets. They have provided a great deal of evidence that CAPM is not able to deliver valuable predictions about future stock returns. That is why so many attempts have been made to develop a better pricing model, one of which is Fama and French's three-factor model. This article analyses the extent to which this model can predict stock returns on the Warsaw Stock Exchange (the WSE). The analysis shows that the three-factor model does not deliver accurate predictions because it does not take into account all the essential factors that determine returns on the WSE. Further surveys should be conducted to identify these factors.

Keywords: financial markets, return, asset pricing models, CAPM, three-factor model.