

FINANSE, RYNKI FINANSOWE, UBEZPIECZENIA

nr 2/2018 (92)

(Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego,  
Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia)

**MIERZENIE  
I OCENA WYNIKÓW PRZEDSIĘBIORSTW**

SZCZECIN 2018

Wydawca nie ponosi odpowiedzialności za treść, formę i styl artykułów

#### **Rada Naukowa**

prof. dr hab. Zbigniew Luty – Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu  
prof. dr hab. Aldona Kamela-Sowińska – Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu  
prof. dr hab. Sławomir Sojak – Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu  
prof. Vasyl Stolyarov – Bukovinian University in Chernivtsi (Ukraina)  
prof. Rodica Zaharia – Academy of Economic Studies in Bucharest (Rumunia)  
dr hab. Krystyna Żołądkiewicz prof. UG – Uniwersytet Gdański

Lista recenzentów znajduje się na stronie internetowej zeszytu naukowego  
[www.wneiz.pl/frfu](http://www.wneiz.pl/frfu)

**Redaktor naczelny** | prof. dr hab. Waldemar Gos

**Redaktor naukowy** | prof. dr hab. Dariusz Zarzecki

**Redaktorzy tematyczni** | Katarzyna Byrka-Kita, Michał Grudziński,  
Marcin Pawlak, Justyna Wasilewicz, Magdalena Wasylkowska, Tomasz Wiśniewski

**Redaktor statystyczny** | Anna Gdakowicz

**Redaktor językowy i korekta** | Joanna Grzybowska, Christopher Whyatt

**Redaktorzy techniczni i skład komputerowy** | Iwona Mazurkiewicz, Wiesława Mazurkiewicz

**Projekt okładki** | Joanna Dubois-Mosora

Wersja papierowa jest wersją pierwotną

Wszystkie numery zeszytu naukowego dostępne są w internecie  
[www.wneiz.pl/frfu](http://www.wneiz.pl/frfu)

Czasopismo jest indeksowane w: BazEkon ([http://kangur.uek.krakow.pl/bazy\\_ae/bazekon/nowy/index.php](http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php)),  
The Central and Eastern European Online Library (CEEOL), BazHum

© Copyright by Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2018

**ISSN 2450-7741**

(ISSN 1640-6818; 1733-2842)

---

**WYDAWNICTWO NAUKOWE UNIWERSYTETU SZCZECIŃSKIEGO**

Wydanie I. Ark. druk. 30,3. Format B5. Nakład 120 egz.

Drukarnia Wydawnicza im. W.L. Anczyca SA | ul. Nad Drwiną 10, 30-741 Kraków

---

## SPIS TREŚCI

---

Słowo wstępne .....	9
---------------------	---

### MIERZENIE I OCENA WYNIKÓW PRZEDSIĘBIORSTW

<b>Adam Adamczyk, Piotr Waśniewski</b> – Czy istnieje nadpłynność? Analiza związku między płynnością a rentownością .....	11
<b>Jacek Barbarski</b> – Struktura finansowania a wielkość przedsiębiorstw sektora produkcyjnego w Polsce w latach 2011–2016 .....	23
<b>Bartłomiej Ceglowski</b> – Wpływ różnic w formułach obliczeniowych ROE na ocenę rentowności przedsiębiorstw.....	37
<b>Marzena Ganc</b> – Aktywa ogółem a zarządzanie zasobami ludzkimi w spółdzielniach mleczarskich .....	45
<b>Marzena Ganc, Mirosław Wasilewski</b> – Poziom funduszy własnych a kondycja finansowa spółdzielni mleczarskich .....	57
<b>Grzegorz Konat, Michał Soliwoda</b> – Nieortodoksyjne podejścia w badaniach nad oddziaływaniem interwencjonizmu finansowego w sektorze rolnym.....	71
<b>Adam Kopiński, Dariusz Porębski</b> – Próba oceny efektywności banków komercyjnych z uwzględnieniem dynamiki ich rentowności.....	83
<b>Danuta Kozłowska-Makós</b> – Unikanie opodatkowania w międzynarodowych grupach kapitałowych a społeczna odpowiedzialność biznesu.....	95
<b>Iwona Matuszyk</b> – Wiarygodność ujawnianych informacji jako podstawa właściwej komunikacji z interesariuszami .....	105
<b>Magdalena Mądra-Sawicka</b> – Determinanty struktury kapitału według wybranych działów klasyfikacji NAICS – ujęcie modelowe dla spółek kapitałowych.....	115
<b>Magdalena Mądra-Sawicka, Aneta Kalisiak</b> – Zróznicowanie struktury kapitału oraz jej determinant w spółkach kapitałowych według wybranych działów klasyfikacji NAICS.....	125

---

<b>Anna Motylska-Kuźma</b> – Quo Vadis? – innowacyjne i alternatywne źródła finansowania.....	137
<b>Mieczysław Puławski</b> – Wykorzystanie faktoringu jako źródła finansowania przedsiębiorstw w Polsce.....	149
<b>Leonard Rozenberg</b> – Możliwości zastosowania złożonych struktur prognozujących w systemach eksperckich wczesnego ostrzegania o sytuacjach kryzysowych w przedsiębiorstwach.....	161
<b>Agnieszka Siewiera</b> – Analiza ryzyka w procesie zarządzania projektem budowlanym ....	175
<b>Małgorzata Wilczyńska</b> – Analiza wskaźnikowa jako narzędzie wykorzystywane do oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstwa.....	185

### RYNEK KAPITAŁOWY

<b>Eric Ambukita</b> – Fuzje i przejęcia – aspekty teoretyczne.....	197
<b>Bogusława Bek-Gaik, Aleksandra Rapacz</b> – Model biznesu w raportach zintegrowanych polskich spółek giełdowych.....	209
<b>Tomasz S. Berent</b> – Finansowanie nieodsetkowe polskich przedsiębiorstw – analiza sektorowa.....	223
<b>Justyna Bogoleńska</b> – Efektywność wybranych funduszy inwestycyjnych.....	235
<b>Leszek Czapiewski, Jarosław Kubiak</b> – Reakcja inwestorów na politykę wypłat dywidendy a zmiany koniunktury giełdowej.....	243
<b>Michał Kaldonśki, Tomasz Jewartowski</b> – Kształtowanie zysków w spółkach notowanych na GPW. Czy charakterystyka inwestorów instytucjonalnych ma znaczenie?.....	255
<b>Joanna Lizińska</b> – Anomalie rynkowe na polskim rynku kapitałowym w ujęciu empirycznym.....	269
<b>Elżbieta Mirecka</b> – Kryptowaluty a problematyka stabilności finansowej i gospodarczej.....	281
<b>Jacek Mizerka</b> – Konsekwencje wygładzania zysków dla kształtowania się wartości spółek na GPW.....	291
<b>Arkadiusz Orzechowski</b> – Wycena opcji parabolicznych przy wykorzystaniu transformaty Fouriera.....	301
<b>Aleksandra Pieloch-Babiarz</b> – Różnicowanie determinant wypłaty dywidendy przez przemysłowe spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2001–2017.....	313
<b>Błażej Podgórski</b> – Effect Momentum Evidence from Advance Emerging Markets.....	325

<b>Dawid Szutowski, Grzegorz Mikołajewicz</b> – Innowacje a zysk ekonomiczny: analiza sektora HoReCa na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.....	335
<b>Joanna Wieprow</b> – Rynek inwestycji emocjonalnych w Polsce .....	347

### NADZÓR KORPORACYJNY

<b>Jacek Nowak</b> – Strategia korporacyjna: łącznik optyki zarządu, zasobów i pozostałych interesariuszy.....	361
<b>Jacek Nowak</b> – Strategic Change in a Firm: Multifarious aspects.....	373
<b>Jarosław Nowicki</b> – Koszt kapitału własnego w firmach rodzinnych – badania spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie .....	381

### ZARZĄDZANIE FINANSAMI W SEKTORZE BANKOWYM

<b>Grażyna Ancyparowicz</b> – W poszukiwaniu nowego paradygmatu bezpieczeństwa banków.....	397
<b>Anna Feruś</b> – Wpływ nowych modeli kapitalizacji na ocenę zdolności spłaty kredytu bankowego i związanego z nim ryzyka kredytowego .....	409
<b>Alicja Smuła</b> – Raporty zintegrowane w praktyce polskich banków wchodzących w skład indeksu WIG30 .....	419

### FINANSE PUBLICZNE I GOSPODARKA

<b>Aurelia Bajerska, Mateusz Czerwiński</b> – Nowy obowiązek sprawozdawczy samorządów w zakresie podatków lokalnych (cz. 1).....	433
<b>Piotr Bromber</b> – Relacja pacjent–płatnik–lekarz.....	443
<b>Małgorzata Dworakowska</b> – Conditions of the Operations of Local Government Units in Unstable Economic Environments .....	457
<b>Monika Różycka, Ireneusz Miciuła</b> – Cechy <i>homo oeconomicus</i> .....	467
<b>Barbara Wieliczko</b> – Federalizm fiskalny – wady i zalety.....	477



---

## SŁOWO WSTĘPNE

---

Opracowania zamieszczone w niniejszym numerze czasopisma *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* dotyczą problematyki mierzenia i oceny wyników przedsiębiorstw, funkcjonowania rynków kapitałowych, nadzoru korporacyjnego, zarządzania finansami w sektorze bankowym oraz finansów i gospodarki publicznej.

Na publikację składają się artykuły zgłoszone na XIX Konferencję „Zarządzanie Finansami”, która odbyła się w Kołobrzegu w marcu 2018 roku. Opracowania bezpośrednio lub pośrednio nawiązują do problemów, z jakimi zmagają się osoby zarządzające finansami w praktyce. Prezentowane w książce poglądy i koncepcje mogą być cenną inspiracją do dalszych badań i poszukiwań naukowych.

W tym miejscu chciałbym złożyć serdeczne podziękowania wszystkim autorom, recenzentom, sponsorom, patronom i partnerom konferencji za współpracę, wsparcie i pomoc w zorganizowaniu konferencji i powstaniu tej publikacji. Wierzymy, że wspólny wysiłek przyczyni się do dalszego rozwoju teorii i praktyki zarządzania finansami oraz upowszechnienia wiedzy w tym zakresie.

*Prof. dr hab. Dariusz Zarzecki  
Przewodniczący Rady Programowej Konferencji  
Kierownik Katedry Inwestycji i Wyceny Przedsiębiorstw  
Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania  
Uniwersytet Szczeciński*

*Szczecin, marzec 2018*





---

**MIERZENIE**  
**I OCENA WYNIKÓW PRZEDSIĘBIORSTW**

---



## Czy istnieje nadpłynność? Analiza związku między płynnością a rentownością

Adam Adamczyk, Piotr Waśniewski\*

**Streszczenie:** *Cel* – Celem artykułu jest weryfikacja hipotezy, że zbyt wysoka płynność finansowa wywołuje negatywne zjawiska, w efekcie których ograniczana jest rentowność.

*Metodologia badania* – Wykorzystanie modelu danych panelowych zbudowanego na podstawie wyników finansowych spółek wybranego sektora giełdowego.

*Wynik* – Potwierdzono hipotezę, że nadmierna płynność negatywnie oddziałuje na poziom rentowności, jednak poziom wskaźników płynności, przy których występuje to zjawisko, znacząco przekracza wartości powszechnie uważane za normatywne.

*Oryginalność/wartość* – W większości badań prowadzonych w zakresie relacji między płynnością a rentownością zakłada się liniową zależność między tymi wielkościami. W badaniu przyjęto podejście, że związek ten ma charakter nieliniowy.

**Słowa kluczowe:** nadpłynność przedsiębiorstw, płynność finansowa, wskaźniki rentowności

### Wprowadzenie

W literaturze przedmiotu z zakresu analizy finansowej i zarządzania finansami wskazuje się, że istnieją pewne normatywne (optymalne) wielkości wskaźników płynności finansowej. Przykładowo, wskaźnik płynności bieżącej powinien zawierać się w zakresie 1,2–2,0 (Skoczylas, Waśniewski (2003), Czekaj, Dresler (2002), Sierpińska, Jachna (2004), Kowalak (2003), Dudycz (2011), Pomykańska, Pomykański (2007)) lub w przedziale 1,5–2,5 (Bednarski, 2007, Skoczylas 2009), a przekroczenie poziomu 2,0–2,5 sugeruje zjawisko nadpłynności. Bezpośrednią konsekwencją nadpłynności finansowej jest ograniczenie zysku przedsiębiorstwa (Wędzki, s. 34). W prowadzonych badaniach nad związkiem między płynnością finansową a rentownością można jednak dostrzec pewną sprzeczność – z jednej strony zakłada się istnienie optymalnego poziomu płynności, co implikuje istnienie nieliniowego związku między tymi wielkościami, z drugiej zaś w wielu modelach opisujących poziom rentowności przedsiębiorstw zakłada się zależność liniową. Taki sposób

---

\* dr hab. Adam Adamczyk prof. US, Uniwersytet Szczeciński, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Instytut Rachunkowości, ul. Mickiewicza 64, 71-101 Szczecin, e-mail: adam.adamczyk@usz.edu.pl; dr Piotr Waśniewski, Uniwersytet Szczeciński, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Instytut Rachunkowości, ul. Mickiewicza 64, 71-101 Szczecin, e-mail: piotr.wasniewski@usz.edu.pl.

przewodzenia badań może w konsekwencji prowadzić do błędnych wniosków na temat kierunku analizowanego związku.

Celem artykułu jest odpowiedź na pytanie, czy istnieją przesłanki do twierdzenia, że związek między płynnością finansową przedsiębiorstw a ich rentownością ma charakter nieliniowy i da się przybliżyć za pomocą funkcji kwadratowej. Pozytywna odpowiedź na tak postawione pytanie przy założeniu, że rentowność jest wklęsłą funkcją płynności, oznaczać będzie, że można wyznaczyć optymalny poziom płynności finansowej. Istnienie optymalnego poziomu płynności finansowej implikować będzie natomiast możliwość wystąpienia zjawiska nadpłynności, czyli sytuacji, w której zbyt wysoki poziom płynności powodować będzie ograniczenie poziomu rentowności przedsiębiorstw.

W celu rozstrzygnięcia postawionego problemu badawczego wykorzystano model danych panelowych. Przeprowadzone badania oparto na podstawie danych zaczerpniętych ze sprawozdań finansowych przedsiębiorstw notowanych na GPW. Jako okres badawczy przyjęto lata 2013–2016.

## **1. Związek między płynnością a rentownością w świetle dotychczasowych badań empirycznych**

Aby wykazać istnienie potrzeby modelowania związku między płynnością a rentownością jako funkcji nieliniowej należy dowieść, że dotychczas prowadzone badania oparte na założeniu liniowości związku prowadzą do niejednoznacznych, a nawet sprzecznych wniosków. Opracowania dotyczące kompromisu między płynnością a rentownością zostały przedstawione w pracach García-Teruel, Martínez-Solano (2007), Bhunia, Brahma (2011), Falope, Ajlore (2009), Samiloglu, Demirgunes (2008), Mathuva (2009), Dash, Hanuman (2008), Uyar (2009), Raheman, Nasr (2007), Akella (2006), Nobane, AlHajar (2005), Alamer, Salamon, Qureshi, Rasli (2015), Lazaridis, Tryfondis (2006), Eljelly (2004), Deloof (2003) oraz Shin, Soenen (1998).

Badania dotyczące zarządzania kapitałem pracującym można podzielić na dwa nurty. Pierwszy z nich oparty jest na założeniu, że wyższy kapitał pracujący pozwala firmom zwiększyć ich sprzedaż i uzyskać wyższe upusty za wcześniejsze płatności (Deloof, 2003). W konsekwencji firmy mogą zwiększać swoją wartość poprawiając rentowność. Według alternatywnego nurtu wysoki kapitał pracujący wymaga finansowania, a w konsekwencji firmy utrzymujące wysoką płynność ponoszą dodatkowe koszty finansowania, co zwiększa prawdopodobieństwo bankructwa (Kieschnick, LaPlante, Moussawi, 2013).

Pierwszy z nurtów znalazł potwierdzenie w badaniach Safdara, Awana, Ahmeda, Qureshiego i Hasnaina (2016), którzy wskazują, że płynność jest pozytywnie i istotnie powiązana z rentownością w badanych firmach cukrowniczych (36 firm, 5 lat). Samiloglu i Demirgunes (2008) wykazali pozytywny związek między płynnością a rentownością.

Znacznie więcej badań poświęcono analizie związku między poziomem kapitału obrotowego oraz długością cyklu kapitału obrotowego a rentownością. Przy czym większość

z analiz dowodzi, że zbyt wysoki poziom płynności przejawiający się w długim cyklem kapitału obrotowego nie sprzyja wysokiej rentowności. Takon i Okagwu (2013) zbadali wpływ płynności na wskaźnik rentowności aktywów (ROA), wskazując na pozytywne znaczenie ustanowienia najwyższej jakości krótkiego cyklu konwersji gotówki, polityki kredytowej i efektywności procedur zarządzania przepływami pieniężnymi.

Na podstawie przeprowadzonych badań Bolek (2013) wskazał, że można spodziewać się wzrostu rentowności przy wzroście wolnych przepływów pieniężnych i przy skracającym się cyklu konwersji gotówki. Uremadu, Egbide, i Enyi (2012) dowiedli, że na wskaźnik rentowności ROA pośrednio wpływają wskaźniki płynności, takie jak okres spływu zobowiązań i cykl konwersji gotówki. Bolek i Wiliński (2012) podkreślają, że rozwój płynności finansowej określanej przez wskaźnik szybkiej płynności oraz wskaźnik obrotowości należności negatywnie wpływa na ROA. Ben-Caleb, Olubukunola, i Uwuigbe (2013), w oparciu o przeprowadzone badania, stwierdzili negatywny związek między cyklem konwersji gotówki a wskaźnikiem rentowności zaangażowanego kapitału (ROCE). Z kolei z badań Vishnani i Shaha (2007) wynika, że rezultatem zbyt dużych inwestycji w aktywa krótkoterminowe jest redukcja stopy zwrotu. Firmy cechujące się wysokim poziomem płynności finansowej mają niskie ryzyko oraz niski poziom rentowności (Safdar, Awan, Ahmed, Qureshi, Hasnain, 2016). Prowadzone badania potwierdzają statystyczną zależność między rentownością przedsiębiorstwa a jakością zarządzania kapitałem pracującym (przykładowo rentowność przedsiębiorstwa jest odwrotnie proporcjonalna do jego cyklu konwersji gotówki), co widoczne jest w pracach Shin, Soenen (1998), Deloof (2003) i Garcia-Teruel, Martinez-Solano (2007).

W literaturze opisywany jest też problem wpływu polityki zarządzania kapitałem pracującym na wyższy zwrot oraz wyższe ryzyko (Gardner, Mills, Pope, 1986; Weinraub, Vischer, 1998). Shin i Soenen (1998) zbadali relacje między różnymi księgowymi miernikami rentowności a cyklem konwersji gotówki przy wykorzystaniu 58 985 firm z lat 1975–1994, wskazując, że lepsza jakość zarządzania kapitałem pracującym przekłada się na wyższe operacyjne przepływy pieniężne i wyższą potencjalną wartość. Deloof (2003) potwierdził dzięki badaniu 1009 niefinansowych belgijskich firm w latach 1992–1996, że spadek zapasów oraz zmniejszenie ilości dni cyklu konwersji należności wpłynęło na poprawę rentowności. Garcia-Teruel i Martinez-Solano (2007) w wyniku przeprowadzonego badania stwierdzili ujemny wpływ wzrostu cyklu konwersji gotówki na rentowność przedsiębiorstwa. Cytowani autorzy stwierdzili też pozytywny wpływ optymalizacji poziomu tego cyklu na wartość dla akcjonariuszy. Ukaegbu (2014) w wyniku badania przeprowadzonego na 102 dużych firmach w latach 2005–2009 stwierdził silny ujemny związek między rentownością a cyklem konwersji gotówki. Haq, Sohail, Zaman i Alam (2011) potwierdzili bezpośredni wpływ zarządzania kapitałem pracującym na rentowność przedsiębiorstw. Gill, Bigger, Nahum i Mathur (2010) udowodnili związek między rentownością a kapitałem pracującym (cyklem konwersji gotówki) na bazie 88 amerykańskich firm z lat 2005–2007. Jose, Lancaster i Stevens (1996) stwierdzili zależność między jakością zarządzania kapitałem

pracującym (np. niższym cyklem konwersji gotówki) a rentownością firm w części badanych sektorów.

Enqvist, Graham i Nikkinen (2014) potwierdzili negatywny związek między cyklem konwersji gotówki a rentownością. W efekcie przeprowadzonego badania (1136 obserwacji dla lat 1990–2008) podkreślili, że efektywne zarządzanie kapitałem pracującym ma pozytywne znaczenie dla rentowności przedsiębiorstw.

Deloof (2003), Wang (2002), Lazardis i Tryfonidis (2006), Gill, Bigger, Nahum i Mathur (2010) oraz Enqvist, Graham i Nikkinen (2014) sugerują negatywny związek między cyklem konwersji gotówki a rentownością przedsiębiorstwa.

Jak wynika z przytoczonych studiów literatury, nie ma zgodności co do kierunku związku między płynnością a rentownością – choć zdecydowana większość z przywołanych badań skłania do wniosku, że zależność ta ma charakter ujemny. Istnieją także badania, które zaprzeczają istnieniu badanego związku. Przykładowo De Almeida i Eir (2014) w wyniku przeprowadzonego badania w oparciu o 2730 obserwacji w latach 1995–2009 nie potwierdzili wpływu wzrostu inwestycji w kapitał pracujący na wartość przedsiębiorstwa. Podobnie Chakraborty (2008) stwierdził brak wpływu kapitału pracującego na poprawę rentowności.

Zróznicowane wyniki badań związku między płynnością a rentownością przedsiębiorstw dają podstawy do zakwestionowania liniowości tej relacji. Wniosek ten potwierdzają pojawiające się w literaturze przedmiotu sugestie, że firmy muszą osiągnąć równowagę pomiędzy płynnością a rentownością (Niresh, 2012). Deloof (2003) oraz Howorth i Westhead (2003) potwierdzili, że przedsiębiorstwa poszukują optymalnego poziomu kapitału pracującego, dzięki któremu maksymalizują swoją wartość. Banos-Caballero, Garcia-Teruel i Martinez-Solano (2014) stwierdzili zależność w kształcie odwróconego „U” między cyklem handlowym przedsiębiorstwa a jego dokonaniem określonymi wskaźnikiem Q. Także Gyun i Jang (2015) założyli krzywoliniowy (np. odwrócone „U”) związek między kapitałem pracującym a rentownością, sugerując istnienie optymalnego poziomu kapitału pracującego, a tym samym wskaźników płynności. W wyniku przeprowadzonego badania (28 firm, 362 obserwacje) wskazali, że wzrost kapitału pracującego ma ujemny wpływ na rentowność przy dodatnim kapitale oraz pozytywny wpływ przy ujemnym kapitale pracującym. Optymalny poziom kapitału pracującego określili na poziomie 4% przychodów ze sprzedaży. Aktas, Croci i Petmezas (2015) również potwierdzili związek między kapitałem pracującym a dokonaniem przedsiębiorstwa, a na podstawie przeprowadzonego badania (15 541 firm, lata 1982–2011, 140 508 obserwacji) udowodnili istnienie optymalnego poziomu zainwestowanego kapitału pracującego.

## **2. Metodyka badania**

Badanie związku między płynnością finansową a rentownością przeprowadzono w dwóch etapach. Pierwszy etap polegał na konstrukcji modelu ekonometrycznego, w którym zmienną objaśnianą była wielkość opisująca rentowność przedsiębiorstwa, a wśród

zmiennych objaśnianych wskaźnik kwantyfikujący poziom płynności finansowej w pierwszej i drugiej potędze. Celem tej części badania było wykazanie, że analizowany związek ma charakter krzywoliniowy. Warunkiem pozytywnej weryfikacji tej hipotezy było wykazanie, że kwadrat wskaźnika płynności finansowej jest czynnikiem, który istotnie wpływa na poziom rentowności. Przy czym, aby zależność miała oczekiwany kształt (odwróconej litery U), parametr stojący przy tej zmiennej powinien przyjąć wartość ujemną.

Istotnym problemem, jaki należało rozstrzygnąć przy budowie modelu, był dobór zmiennych, a zwłaszcza miar kwantyfikujących rentowność oraz płynność. Dokonując wyboru tych wielkości uwzględniono wcześniej prowadzone badania. Wertheim, Robinson (1993) w wyniku prowadzonych analiz (471 firm, lata 1975–1989) wykazali, że zysk przed zdarzeniami nadzwyczajnymi oraz operacyjny kapitał pracujący mogą być przydatne w analizie związku z płynnością. Do pomiaru rentowności w badaniach nad relacją płynność–rentowność wykorzystuje się często wskaźnik rentowności aktywów ROA (Jose, Lancaster, Stevens, 1996; Wang, 2002; Garcia-Teruel, Martinez-Solano, 2007; Enqvist, Graham, Nikkinen, 2014). Gyun, Jang (2015) także wykorzystali wskaźnik ROA, przy uwzględnieniu zysku w liczniku na poziomie EBITDA.

Podobnie jak w przypadku pomiaru rentowności, kwantyfikacja płynności finansowej może być dokonywana za pomocą kilku alternatywnych miar. Uyar (2009) wskazał, że płynność może być oceniana w postaci dynamicznej lub statycznej, przy czym podejście statyczne odnosi się do takich kategorii, jak kapitał pracujący czy też wskaźniki płynności finansowej, a podejście dynamiczne odnosi się do badania cyklu konwersji gotówki. Eljelly (2004) także w badaniu relacji między płynnością a rentownością wziął pod uwagę wskaźnik bieżącej płynności oraz cykl konwersji gotówki, a w wyniku badania wskazał, że ta druga kategoria jest ważniejsza w kontekście wpływu na rentowność. Najczęściej stosowaną zmienną kwantyfikującą płynność jest jednak cykl konwersji gotówki (Jose, Lancaster, Stevens, 1996; Wang, 2002; Deloof, 2003; Lazardis, Tryfonidis, 2006; Garcia-Teruel, Martinez-Solano, 2007; Gill, Bigger, Nahum, Mathur, 2010; Enqvist, Graham, Nikkinen, 2014; Gyun, Jang 2015).

Problemem, jaki należało rozstrzygnąć przy budowie modelu, był nie tylko dobór miar rentowności i płynności, ale także wybór zmiennych kontrolujących inne czynniki mogące oddziaływać na poziom rentowności. Mosa, Iraj, Maryam (2012) w badaniu związku między kapitałem pracującym a rentownością jako zmienne kontrolne wykorzystali wskaźnik zadłużenia oraz logarytm naturalny przychodów ze sprzedaży (jako miara wielkości przedsiębiorstwa). W propozycji modeli w literaturze wzięto pod uwagę zmienne kontrolne, które mają wpływ na innych modelach prezentowanych w literaturze, uwzględniano także: wielkość przedsiębiorstwa (logarytm naturalny przychodów ze sprzedaży), wskaźnik zadłużenia (zob. Deloof, 2003; Lazardis, Tryfonidis, 2006; Azadegan, Pai, 2008; Enqvist, Graham, Nikkinen, 2014). Jako zmienną charakteryzującą fazę cyklu koniunkturalnego wykorzystywano natomiast dynamikę realnego PKB (por. Enqvist, Graham, Nikkinen, 2014).

Ostatecznego doboru zmiennych dokonano kierując się dopasowaniem oraz poziomem istotności parametrów modelu. W tabeli 1 zestawiono zmienne wykorzystane w badaniu.

**Tabela 1**

Zmienne wykorzystane w modelu

ROA_1	ROA using EBITDA	ROA z wykorzystaniem EBITDA
ROE_1	ROE using P/L before tax %	ROE w oparciu o zysk przed opodatkowaniem %
ROA_2	ROA using P/L before tax %	ROA w oparciu o zysk przed opodatkowaniem %
ROE_2	ROE using Net income %	ROE w oparciu o zysk netto %
ROA_3	ROA using Net income %	ROA w oparciu o zysk netto %
Currat	Current ratio	Wskaźnik płynności bieżącej
currat^2	Current ratio <sup>2</sup>	Wskaźnik płynności bieżącej <sup>2</sup>
Quirat	Quick ratio	Wskaźnik płynności szybkiej
quirat^2	Quick ratio <sup>2</sup>	Wskaźnik płynności szybkiej <sup>2</sup>
sal_log_nat	Natural logarithm of sales	Logarytm naturalny przychodów ze sprzedaży
deb_rat	Debt ratio	Wskaźnik zadłużenia ogólnego

Źródło: opracowanie własne.

Wykorzystane w obliczeniach dane pochodziły ze sprawozdań finansowych spółek, pochodzących z bazy ORBIS. Badanie podzielono na dwie części. W ramach pierwszej przedmiot badania stanowiły firmy sektora budowlanego (dane z 35 firm za lata 2013–2016). Wybór sektora budowlanego do badania wynikał z faktu, że jest to jeden z najliczniej reprezentowanych sektorów wśród spółek giełdowych.

Drugą przebadaną grupą przedsiębiorstw stanowiły wszystkie niefinansowe firmy notowane na GPW (dane z 571 firm z lat 2013–2016). Badanie przeprowadzono przy wykorzystaniu metody regresji panelowej na podstawie wyników finansowych spółek giełdowych. W badaniu wykorzystano modele danych panelowych z efektami losowymi. Wyboru rodzaju modelu dokonano z wykorzystaniem testu Hausmana. Do obliczeń zastosowano oprogramowanie STATA 14.2.

### 3. Wyniki przeprowadzonych badań

W tabeli 2 zestawiono wyniki przeprowadzonego badania na bazie firm sektora budowlanego. Jak wynika z analizy modeli rentowności dla sektora budowlanego – jedynie w trzeciej specyfikacji płynność finansowa odgrywa istotne znaczenie dla kształtowania rentowności, przy czym kwadrat bieżącej płynności jest istotny zaledwie na poziomie istotności 0,1. Uzyskane wyniki nie mogą stanowić zatem dobrego dowodu na istnienie nieliniowej zależności między płynnością a rentownością badanych przedsiębiorstw. Należy jednak



zauważyć, że znaki współczynników modelu są zgodne z oczekiwaniami. Wyznaczone na podstawie oszacowanych modeli maksyma wskazują, że optymalny poziom wskaźnika bieżącej płynności mieści się w przedziale 3,21–4,37, czyli nieznacznie przekracza powszechnie stosowane normy.

**Tabela 2**

Wyniki badania dla sektora budowlanego

Variables		Random effects				
		ROA_2	ROA_2	ROA_3	ROE_2	ROA_3
abb.	Explanation	2	1	3	4	5
Currat	Current ratio	0,546767 (1,186315)	4,070624 (3,415837)	21,46001** (10,33376)	42,74561* (25,18435)	X
currat^2	Current ratio <sup>2</sup>	X	-0,5894839 (0,5397661)	-2,770859* (1,519405)	-4,88995 (3,532886)	X
Quirat	Quick ratio	X	X	x	X	15,42127 (11,6865)
quirat^2	Quick ratio <sup>2</sup>	X	X	x	X	-2,405369 (2,861189)
sal_log_nat	Natural logarithm of sales	2,726479*** (0,5315616)	2,576473*** (0,537906)	6,946343*** (1,858226)	21,71777*** (6,118597)	7,180465*** (1,900011)
deb_rat	Debt ratio	-8,911852*** (2,341967)	-7,640709*** (2,554548)	-1,792702 (14,90235)	23,05107 (37,43498)	-9,456493 (13,55049)
_cons	Constant	-23,22328*** (6,318517)	-25,96183*** (6,72245)	-95,55726*** (23,18752)	-298,1795*** (69,78253)	-82,24539*** (21,4104)
Number of observations		139	139	129	128	129
R <sup>2</sup> (R-sq)		0,294	0,3034	0,1896	0,2127	0,1814
Maksimum lokalne		X	3,452701592	3,872447136	4,37076146	3,205593404

Poziom istotności zmiennych: \* > 0,1 ; \*\* > 0,05 ; \*\*\* > 0,01.

Źródło: opracowanie własne.

Wobec braku możliwości jednoznacznego dowiedzenia braku liniowości związku między rentownością a płynnością na stosunkowo niewielkiej próbie przedsiębiorstw budowlanych, analogiczne badanie przeprowadzono na wszystkich notowanych na GPW w latach 2013–2016 spółkach. Parametry oszacowanych modeli przedstawiono w tabeli 3.

Na podstawie oszacowanych specyfikacji modelu rentowności z dużą dozą prawdopodobieństwa można stwierdzić, że w badanej grupie przedsiębiorstw występowała nieliniowa zależność między płynnością finansową oraz rentownością. Znaki współczynników modelu dla wskaźnika bieżącej płynności oraz dla kwadratu wskaźnika bieżącej płynności pozwalają zakładać, że kształt analizowanej relacji jest zbliżony do odwróconej litery U. Oznacza to, że istnieje optymalny poziom płynności. Z analizy maksimów lokalnych relacji płynność–rentowność wynika jednak, że poziom wskaźnika płynności, przy którym maksymalizowana jest rentowność, jest tak wysoki, że w praktyce nie jest on osiągalny.

Innymi słowy, dla większości przedsiębiorstw relacja między płynnością i rentownością ma charakter dodatni.

**Tabela 3**

Wyniki przeprowadzonego badania na bazie firm notowanych na GPW

Variables		Random effects		
		ROA_2	ROE_1	ROE_2
abb.	Explanation	1	2	3
Currat	Current ratio	1,010881*** (0,1690417)	1,984927*** (0,7217313)	1,547537** (0,6591306)
currat^2	Current ratio <sup>2</sup>	-0,0118712*** (0,0026645)	-0,0224211** (0,0113752)	-0,0171571* (0,0102955)
sal_log_nat	Natural logarithm of sales	1,815725*** (0,2085259)	6,488189*** (0,780252)	6,011893*** (0,7399346)
deb_rat	Debt ratio	-10,30206*** (1,036154)	-54,76012*** (9,12422)	-56,24463*** (8,518341)
_cons	Constant	-13,08356*** (2,30098)	-41,55182*** (9,401908)	-36,58445*** (8,847123)
Number of observations		2 239	2 173	2 170
R <sup>2</sup> (R-sq)		0,1341	0,0568	0,0563
Maksimum lokalne z pochodnej cząstkowej po płynności		42,57408687	44,26471047	45,09902606

Poziom istotności zmiennych: \* > 0,1 ; \*\* > 0,05 ; \*\*\* > 0,01.

Źródło: opracowanie własne.

## Uwagi końcowe

W oparciu o przeprowadzone badania można sformułować wniosek, że w przypadku analizy zależności między płynnością a rentownością w grupie przedsiębiorstw branży budowlanej brak jest dowodów na nieliniowość wspomnianego związku. Natomiast analogiczne badanie przeprowadzone na próbie wszystkich przedsiębiorstw notowanych na GPW prowadzi do konkluzji, że badany związek może mieć charakter nieliniowy. Analiza współczynników oszacowanych modeli pozwala stwierdzić, że relacja przyjmuje oczekiwany kształt odwróconej litery U. Oznacza to, że można wyznaczyć wartości wskaźnika płynności, powyżej którego dalszy wzrost rentowności będzie niekorzystny z punktu widzenia rentowności. W przypadku całej zbiorowości przedsiębiorstw poziom ten jest jednak tak wysoki, że w praktyce trudno jest mówić o nadpłynności. Jednak należy spodziewać się, że w poszczególnych branżach optymalny poziom płynności może być na znacznie niższym poziomie.

## Literatura

- Akella, S. (2006). Working Capital Management in India. W: *Toward Better Working Capital Management*, red. K.M.G. Gopala. Punjagutta: The ICAFI University Press.
- Aktas N., Croci, E., Petmezas, D. (2015). Is Working Capital Management Value-Enhancing? Evidence from firm Performance and Investments. *Journal of Corporate Finance*, 30, 98 – 113.
- Alamer, A.R.A., Salamon, H.B., Qureshi, M.I., Rasli, A.M. (2015). CSR's Measuring Corporate Social Responsibility Practice in Islamic Banking: A Review. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5 (1S), 198–206.
- Azadegan A., Pai, D. (2008). Industrial Awards as Manifests of Business Performance: An Empirical Assessment. *Journal of Purchasing Supply Management*, 3 (14), 149 – 159.
- Banos-Caballero, S., Garcia-Teruel, P.J., Martinez-Solano, P. (2014). Working Capital Management, Corporate Performance and Financial Constraints. *Journal of Business Research*, 67, 332–338.
- Bardia, S.C. (2004). Liquidity Management: A Case Study of Steel Authority of India Ltd. *Management Accountant Calcutta*, 39, 463–495.
- Ben-Caleb, E., Olubukunola, U., Uwuijbe, U. (2013). Liquidity Management and Profitability of Manufacturing Companies in Nigeria. *IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM)*, 1 (9), 13–21.
- Berryman, J. (1983). Small Business Failure and Bankruptcy. A Survey of the Literature. *European Small Business Journal*, 1 (4), 47–59.
- Bhunia, A., Brahma, S.B. (2011). Importance of Liquidity Management on Profitability. *Asian Journal of Business Management*, 2 (3), 108–117.
- Bolek, M. (2013). Profitability as a Liquidity and Risk Function Basing on the New Connect Market in Poland. *European Scientific Journal*, 9 (28), 1–15.
- Bolek, M., Wiliński, W. (2012). The Influence of Liquidity on Profitability of Polish Construction Sector Companies. *Financial Internet Quarterly e-Finance*, 1 (8), 38–52.
- Chakraborty, K. (2008). Working Capital and Profitability: An Empirical Analysis of Their Relationship with Reference to Selected Companies in the Indian Pharmaceutical Industry. *The ICAFI Journal of Management Research*, 34, 112–126.
- Czekaj, J., Dresler, Z. (2002). *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Bednarski, L. (2007). *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Bolek, M. (2013). Profitability as a Liquidity and Risk Function Basing on the New Connect Market in Poland. *European Scientific Journal*, 9 (28), 1–15.
- Bolek, M., Wiliński, W. (2012). The influence of Liquidity on Profitability of Polish Construction Sector Companies. *Financial Internet Quarterly e-Finance*, 1 (8), 38–52.
- Dudycz, T. (2011). *Analiza finansowa jako narzędzie zarządzania finansami przedsiębiorstwa*. Wrocław: Wydawnictwo Indygo Zahir Media.
- De Almeida, J.R., Eid, W. (2015). Access to Finance, Working Capital Management and Company Value: Evidences from Brazilian Companies Listed on BM & FBOVESPA. *Journal of Business Research*, 67, 924–934.
- Deloof, M. (2003). Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms? *Journal of Business Finance and Accounting*, 3–4 (30), 573–588.
- Eljelly, A.M. (2004). Liquidity-Profitability Tradeoff: An Empirical Investigation in an Emerging Market. *International Journal of Commerce and Management*, 2 (14), 48–61.
- Enqvist, J., Graham, M., Nikkinen, J. (2014). The Impact of Working Capital Management on Firm Profitability in Different Business Cycles: Evidence from Finland. *Research in International Business and Finance*, 32, 36–49.
- Falope, O.I., Ajilore, O.T. (2009). Working Capital Management and Corporate Profitability: Evidence from Panel Data Analysis of Selected Quoted Companies in Nigeria. *Research Journal of Business Management*, 3 (3), 73–84.
- García-Teruel, P.J., Martínez-Solano, P. (2007). Effects of Working Capital Management on SME Profitability. *International Journal of Managerial Finance*, 2 (3), 164–177.
- Gardner, M.J., Mills, D.L., Pope, R.A. (1986). Working Capital Policy and Operating Risk: An Empirical Analysis. *The Financial Review*, 3 (21), 31.
- Gill, A., Nahum, B., Mathur N. (2010). The Relationship between Working Capital Management and Profitability: Evidence from the United States. *Business and Economics Journal*, 2, 1–9.
- Haq, I. Sohail, M., Zaman, K., Alam, Z. (2011). The Relationship between Working Capital Management and Profitability: A Case Study of Cement Industry in Pakistan. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 2 (2), 365–372.

- Howorth, C., Westhead, P. (2003). The Focus of Working Capital Management in UK Small Firms. *Management Accounting Research*, 2 (14), 94–111.
- Jose, M.L., Lancaster, C., Stevens, J.L. (1996). Corporate Returns and Cash Conversion Cycles. *Journal of Financial Economics*, 3 (87), 535–555.
- Kieschnick, R., LaPlante, M., Moussawi, R. (2013). Working Capital Management and shareholders Wealth. *Review of Finance*, 17, 1827–1852.
- Kim, C.S., Mauer, D.C., Sherman, A.E. (1998). The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence. *Journal of Financial Quantitative Analysis*, 3 (33), 335–359.
- Kowalak, R. (2003). *Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa*. Gdańsk: ODiDK.
- Lamberg, S., Valming, S. (2009). *Impact of Liquidity Management of Profitability: A Study of the Adaptation of Liquidity Strategies in a Financial Crisis*. Umea: Umea School of Business.
- Lazaridis, I., Tryfonidis, D. (2006). Relationship between Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in the Athens Stock Exchange. *Journal of Financial Management and Analysis*, 1 (19), 1–12.
- Mathuva, D. (2009). The Influence of Working Capital Management Components on Corporate Profitability: A Survey on Kenyan Listed Firms. *Research Journal of Business Management*, 1 (3), 1–11.
- Mosa, A., Iraj, S.A., Maryam, G. (2012). Studying the Relationship between Working Capital Management and Profitability at Tehran Stock Exchange: A Case Study of Food Industry. *Research Journal of Applied Sciences, Engineering and Technology*, 4 (13), 1868–1874.
- Mun, S.G., Jang, S. (2015). Working Capital, Cash Holding and Profitability of Restaurant Firms. *International Journal of Hospitality Management*, 48, 1–11.
- Narware, P.C. (2004). Working Capital and Profitability – An Empirical Analysis. *Management Accountant Calcutta*, 39, 491–493.
- Niresh, J.A. (2012). Trade-off Between Liquidity and profitability: A Study of Selected Manufacturing Firms in Sri Lanka. *Researchers World: Journal of Arts, Science and Commerce*, 3 (4), 34–40.
- Nobanee, H., Al Hajjar, M. (2005). A Note on Working Capital Management and Corporate Profitability of Japanese Firms. Pobrano z: <http://www.ssrn.com/abstract=1433243>.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R. (1999). The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial Economics*, 52, 3–46.
- Peel, M.J., Wilson, N. (1994). Working Capital and Financial Management Practices in the Small Firm Sector. *International Small Business Journal*, 2 (14), 52–68.
- Pomykalska, B., Pomykalski, P. (2007). *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Raheman, A., Nasr, M. (2007). Working Capital Management and Profitability – Case of Pakistani Firms. *International Review of Business Research Papers*, 1 (3), 279–300.
- Safdar, M.Z., Awan, M.Z., Ahmed, Z., Qureshi, M.I., Hasnain, T. (2016). What Does Matter? Liquidity or Profitability: A Case of Sugar Industry in Pakistan. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6 (S2), 144–152.
- Samiloglu, F., Demirgunes, K. (2008). The Effect of Working Capital Management on firm Profitability: Evidence from Turkey. *The International Journal of Applied Economics and Finance*, 2, 44–50.
- Shin, H.H., Soenen, L. (1998). Efficiency of Working Capital Management and corporate Profitability. *Financial Practice and Education*, 8, 37–45.
- Sierpińska, M., Jachna, T. (2004). *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Skoczylas, W. (red.) (2009). *Analiza sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstwa*. Warszawa: COSZ ZG SKwP.
- Skoczylas, W., Waśniewski, T. (2003). *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie*. Warszawa: Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce.
- Dash, M., Hanuman, R. (2008). A Liquidity-Profitability Trade-Off Model for Working Capital Management. Pobrano z: <http://www.ssrn.com/abstract=1408722>.
- Takon, S.M., Ogakwu, V.N. (2013). Impact of Liquidity on Return on assets of Firms: Evidence from Nigeria. *International Journal of Management and Information Technology*, 3 (6), 885–894.
- Ukaegbu, B. (2014). The Significance of Working Capital Management in Determining Firm Profitability: Evidence from Developing Economies in Africa. *Research in International Business and Finance*, 31, 1–16.
- Uremadu, S.O., Egbide, B.C., Enyi, P.E. (2012). Working Capital Management, Liquidity and Corporate Profitability among Quoted Firms in Nigeria: Evidence from the Productive Sector. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 1 (2), 80–97.
- Uyar, A. (2009). The Relationship of Cash Conversion Cycle with Firm Size and Profitability: An Empirical Investigation in Turkey. *International Research Journal of Finance and Economics*, 24, 186–193.

- Vishnani, S., Shah, B.K. (2007). Impact of Working Capital Management Policies on Corporate Performance: An Empirical Study. *Global Business Review*, 2 (8), 267–281.
- Wang, Y.J. (2002). Liquidity Management, Operating Performance and Corporate Value: Evidence from Japan and Taiwan. *Journal of Multinational Financial Management*, 2 (12), 159–169.
- Weinraub, H.J., Visscher, S. (1998). Industry Practise Relating to Aggressive Conservative Working Capital Policies. *Journal of Financial and Strategic Decision*, 2 (11), 11–18.
- Wertheim, P., Robinson, M.A. (1993). Earnings Versus Cash Flow: The Information Provided about Changes in Company Liquidity. *Journal of Applied Business Research*, 4 (9), 65–75.

### IS EXCESS LIQUIDITY REAL? THE ANALYSIS OF RELATIONSHIP BETWEEN LIQUIDITY AND PROFITABILITY

**Abstract:** *Purpose* – The purpose of the article is to verify the hypothesis, that too high liquidity level cause a decrease in the profitability of the enterprise.

*Design/methodology/approach* – The usage of panel data model built on the financial results of enterprises of chosen GPW market sector.

*Findings* – The hypothesis were confirmed that excessive liquidity has a negative impact on the level of the profitability, however, the level of liquidity ratios at which this phenomenon occurs, significantly exceeds the values generally considered to be normative.

*Originality/value* – In many studies the relationship between liquidity and profitability is modeled as a linear relationship. This study assumes an approach, that is nonlinear.

**Keywords:** excess liquidity, financial liquidity, profitability indicators

### Cytowanie

- Adamczyk, A., Waśniewski, P. (2018). Czy istnieje nadpłynność? Analiza związku między płynnością a rentownością. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 11–21. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-01.



## Struktura finansowania a wielkość przedsiębiorstw sektora produkcyjnego w Polsce w latach 2011–2016\*

Jacek Barburski\*\*

**Streszczenie:** *Cel* – Badanie zależności między strukturą finansowania a wielkością przedsiębiorstw sektora produkcyjnego w Polsce w latach 2011–2016, a także ocena w zakresie struktury majątkowej, kapitałowej i kapitałowo – majątkowej.

*Metodologia badania* – Uszeregowanie 13 000 przedsiębiorstw według rosnącej wartości aktywów, podział na 1000-elementowe podzbiory, a następnie obliczenie struktur finansowania dla każdego podzbioru z wykorzystaniem wartości średnioważonych, wykorzystanie wskaźników struktury oraz reguł finansowania.

*Wynik* – W zależności od wielkości przedsiębiorstwa, określonej poprzez wartość posiadanych aktywów ogółem, znacząco wzrasta udział kapitałów własnych w pasywach ogółem, głównie kosztem malejących udziałów zobowiązań krótkoterminowych.

*Oryginalność/wartość* – Wykazanie związku między strukturą finansowania a wielkością przedsiębiorstw na próbie 13 000 podmiotów sektora produkcyjnego w Polsce w latach 2011–2016.

**Słowa kluczowe:** kapitał własny, kapitał obcy, adekwatność kapitałowo-majątkowa, reguły finansowania

### Wprowadzenie

W literaturze można spotkać wiele nurtów teoretycznych odnoszących się do struktury kapitału. Teorie te nawiązują m.in. do teorii asymetrii informacji i teorii agencji, kwestii podatkowych, kosztów kapitału i bankructwa, a także innych czynników wpływających na decyzje finansowe podejmowane w przedsiębiorstwach. Nie ma jednak jednej, stałej, optymalnej struktury kapitału dla danego przedsiębiorstwa, ponieważ zmiany w sytuacji finansowej przedsiębiorstwa i w jego otoczeniu rynkowym powodują, że zmienia się bilans korzyści i kosztów związanych z zadłużeniem przedsiębiorstwa (Duliniec, 2015, s. 75).

Trudno jest też mówić o optymalnym udziale aktywów trwałych w aktywach ogółem, udział ten w istotny sposób zależy bowiem od specyfiki branży i stosowanych w niej technologii wytwarzania struktury asortymentowej produkcji (Sierpińska, 2004, s. 71). Istnieje więc uzasadniona potrzeba prowadzenia różnych badań w zakresie czynników determinujących wielkość i strukturę aktywów i pasywów w przedsiębiorstwie.

---

\* Publikacja została sfinansowana ze środków przyznanych Wydziałowi Zarządzania Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie w ramach dotacji na utrzymanie potencjału badawczego.

\*\* dr inż. Jacek Barburski, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, ul. Rakowicka 27, 31-510 Kraków, e-mail: jacek\_barburski@wp.pl.

W połowie lat 90. ubiegłego stulecia w literaturze światowej pojawiły się badania dotyczące zróżnicowania struktur finansowania przedsiębiorstw w różnych krajach. W przedsiębiorstwach działających na tzw. rynkach wschodzących, w porównaniu z firmami funkcjonującymi w krajach wysoko rozwiniętych, różnice w strukturze finansowania mogą wynikać m.in. z różnic w poziomie rozwoju rynków finansowych, dostępności do różnych źródeł finansowania, z różnic w poziomie kosztów usług finansowych, a także z różnic występujących w poszczególnych systemach podatkowych (Glen, Pinto, 1994, s. 9), (Rajan, Zingales, 1995, s. 1421–1422), (Domowitz, Glen, Madhavan, 2000, s. 10–15). Przykładem innych badań w zakresie struktur finansowania jest praca Demirguc-Kunta i Maksimovica (1995), która pokazuje, że w początkowym etapie rozwoju rynku finansowego udział kredytów bankowych w ogólnej strukturze finansowania malał na rzecz alternatywnych instrumentów rynku finansowego (Demirguc-Kunt, Maksimovic, 1995, s. 4). Zaobserwowana prawidłowość wynika z kosztów pozyskania kapitału, bowiem wraz z rozwojem rynku finansowego zmniejsza się różnica w kosztach pozyskania kapitałów pochodzących z różnych źródeł finansowania, a przedsiębiorstwa mają dostęp do bogatszej oferty instrumentów finansowych.

Inne badania (Glen, Pinto, 1994) wykazują z kolei, że przedsiębiorstwa działające na tzw. rynkach wschodzących korzystały przeważnie ze źródeł zewnętrznych (kredyty bankowe, emisja akcji, emisja papierów dłużnych). Natomiast przedsiębiorstwa funkcjonujące w krajach wysoko rozwiniętych finansowały się w dużej mierze ze źródeł wewnętrznych (Glen, Pinto, 1994, s. 11). Może to oznaczać, że przedsiębiorstwa te generowały większe zasoby własne, które wykorzystywały do finansowania swojej działalności w porównaniu z przedsiębiorstwami działającymi na tzw. rynkach wschodzących. Taką samą zależność przedstawili w swojej pracy Singh oraz Hamid (1991).

Struktura finansowania przedsiębiorstw w Polsce na tle badań międzynarodowych została przedstawiona m.in. w pracy Nawrot (2007). W warunkach polskich można doszukać się zależności struktury finansowania przedsiębiorstw z firmami działającymi na tzw. rynkach wschodzących (Nawrot, 2007, s. 31). W latach 90. ubiegłego stulecia zadłużenie polskich przedsiębiorstw wzrastało bardziej dynamicznie niż kapitały własne, wzrastał również udział długu w strukturze ich finansowania, a było to spowodowane głównie przebiegiem transformacji gospodarczej, utratą rynków w krajach Europy Środkowo-Wschodniej oraz polityką budżetową państwa (Nawrot, 2007, s. 30, 32–34).

Głównym celem artykułu jest przedstawienie zależności między strukturą finansowania a wielkością przedsiębiorstw sektora produkcyjnego w Polsce w latach 2011–2016. Ponadto przedstawiono strukturę ich finansowania oraz ocenę w zakresie struktury majątkowej, kapitałowej i kapitałowo-majątkowej.

Główną hipotezą badawczą jest przypuszczenie, że duże przedsiębiorstwa posiadają większy udział kapitałów własnych w relacji do pasywów ogółem niż przedsiębiorstwa małe.



Badania przeprowadzono na przykładzie 13 000 największych pod względem wartości aktywów przedsiębiorstw produkcyjnych prowadzących działalność operacyjną (według PKD należących do sekcji C: przetwórstwo przemysłowe) na podstawie danych pochodzących z bazy danych EMIS za okres 2011–2016. Ze względu na brak wielu danych nie wzięto pod uwagę roku 2017.

## 1. Podstawowe zasady prawidłowej struktury finansowania

Pod pojęciem kapitału najczęściej rozumie się „całokształt zaangażowanych w przedsiębiorstwie zasobów wewnętrznych i zewnętrznych, własnych i obcych, terminowych i nie-terminowych (Jerzemowska, 2013, s. 162).

Kapitał własny stanowi podstawową kategorię ekonomiczną pojawiającą się przy rozpoczęciu każdej działalności gospodarczej. Jego wielkość określa przede wszystkim sytuację majątkową i finansową oraz stanowi o sile ekonomicznej przedsiębiorstwa. Pełni także funkcję gwarancyjną dla wierzycieli, stanowi trwałą podstawę finansowania, jak również w bardzo dużym stopniu decyduje o zdolności kredytowej. Ze względu na swoją rolę, kapitały własne powinny być przedmiotem szczególnych analiz. Utrzymywanie wielkości kapitałów własnych na odpowiednim poziomie, a także ich jakość, często decyduje o stabilnym i długotrwałym rozwoju przedsiębiorstwa.

W celu zwiększania rozmiarów swojego działania, zazwyczaj potrzebne są dodatkowe źródła zasilania w postaci kapitałów obcych, a jednym z podstawowych warunków zaciągania kredytów i pożyczek jest wiarygodność przedsiębiorstwa wyrażona przez odpowiednią wysokość kapitałów własnych. Pozyskiwanie dodatkowych źródeł finansowania w postaci kredytów i pożyczek możliwe jest dzięki odpowiedniej ich wielkości.

Wysoki udział kapitałów własnych w pasywach ogółem zapewnia przedsiębiorstwu suwerenność wobec otoczenia i stabilność oraz zapewnia wierzycielom wypłacalność. Trudno jest jednak mówić o optymalnym udziale kapitału własnego w łącznych źródłach finansowania (Sierpińska, 2004, s. 73). Z ekonomicznego punktu widzenia najważniejszym kryterium wyznaczania w przedsiębiorstwie wysokości kapitałów własnych w długim okresie powinna być relacja aktywów trwałych do obrotowych. Innymi słowy, struktura pasywów powinna być dopasowana do struktury aktywów. Przy prawidłowo prowadzonej polityce finansowania, od tej zasady odstępstwa mogą występować jedynie w krótkim okresie i mogą wynikać np. z uwzględniania efektów dźwigni finansowej.

W literaturze przedmiotu występuje kilka zasad finansowania. Według „złotej reguły finansowania” przedsiębiorstwo nie powinno się zadłużać w większym stopniu niż 50%, czyli:

$$\frac{\text{kapitał własny}}{\text{zobowiązania ogółem}} \geq 1.$$

Taka struktura źródeł finansowania majątku pozwala utrzymać długoterminową płynność finansową (wypłacalność). Przez potencjalnych kapitałodawców jest ona oceniana również korzystnie i zwiększa szanse przedsiębiorstwa na pozyskanie kapitału zewnętrznego. W praktyce przedsiębiorstwa rzadko dotrzymują warunków złotej reguły finansowania (Sierpińska, 2004, s. 74).

Jeżeli aktywa stałe<sup>1</sup> są w pełni pokryte kapitałem własnym, to zachowana jest „złota reguła bilansowa”:

$$\frac{\text{kapitał własny}}{\text{aktywa stałe}} \geq 1.$$

Zgodnie z powyższą regułą, składniki aktywów przedsiębiorstwa powinny być finansowane kapitałem własnym, ponieważ ta część majątku jest długoterminowo związana z przedsiębiorstwem, a więc charakteryzuje się niskim tempem zamiany na gotówkę, toteż powinna być finansowana bardziej stabilnymi kapitałami, oddanymi do dyspozycji przedsiębiorstwa na długi okres (Sierpińska, 2004, s. 75).

Bardziej liberalna wersja, tzw. srebrna reguła finansowania, dopuszcza możliwość finansowania aktywów stałych kapitałem stałym:

$$\frac{\text{kapitał stały}}{\text{aktywa stałe}} \geq 1.$$

Przedsiębiorstwa produkcyjne w stosunku do przedsiębiorstw handlowych i usługowych charakteryzują się wyższym udziałem aktywów trwałych w aktywach ogółem. Stąd też poziom kapitałów własnych w tych przedsiębiorstwach będzie odpowiednio wyższy.

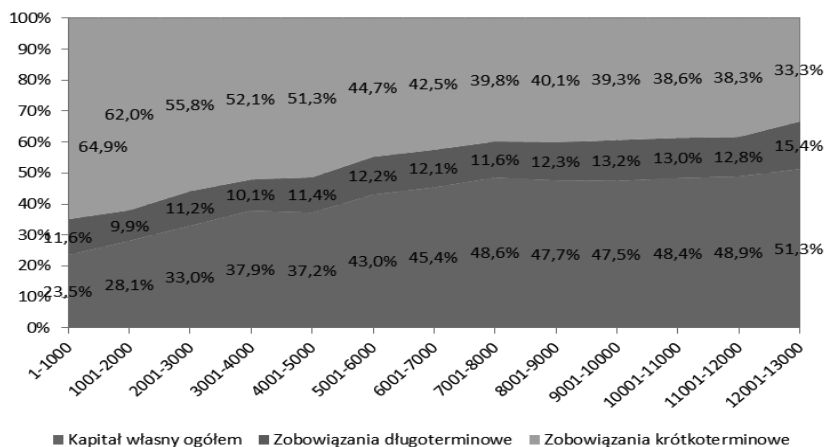
## **2. Zależność między strukturą finansowania a wielkością przedsiębiorstw sektora produkcyjnego w Polsce w latach 2011–2016**

W celu określenia zależności między strukturą finansowania a wielkością przedsiębiorstw, 13 000 największych przedsiębiorstw pod względem wartości posiadanych aktywów podzielono w każdym roku na 13 podzbiorów, obejmujących po 1000 przedsiębiorstw każdy. Następnie utworzono szeregi charakteryzujące się rosnącymi wartościami aktywów ogółem.

Na podstawie tak utworzonych szeregów w latach 2011–2016, dla każdej grupy przedsiębiorstw obliczono strukturę finansowania z wykorzystaniem wartości średnioważonych. Wyniki tych obliczeń zostały przedstawione na rysunkach od 1–6.

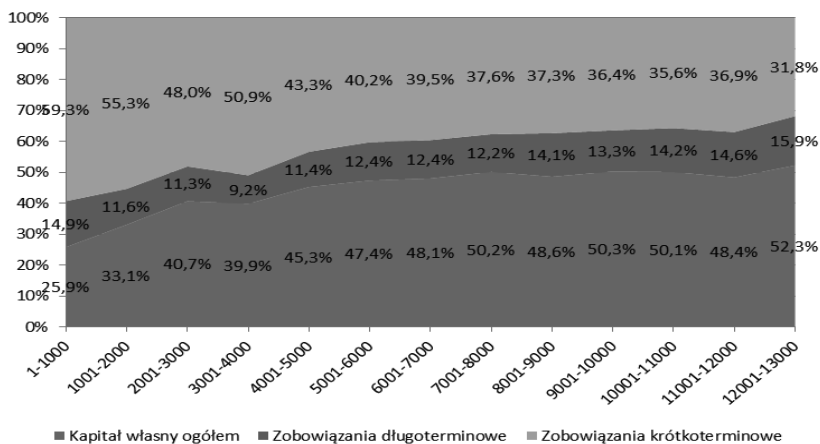
---

<sup>1</sup> Aktywa stałe = aktywa trwale + należności z tytułu dostaw i usług powyżej 12 miesięcy.



**Rysunek 1.** Zależność struktury finansowania 13 000 największych przedsiębiorstw produkcyjnych w Polsce od ich wielkości pod względem wartości aktywów w 2011 roku (wartości średnioważone)

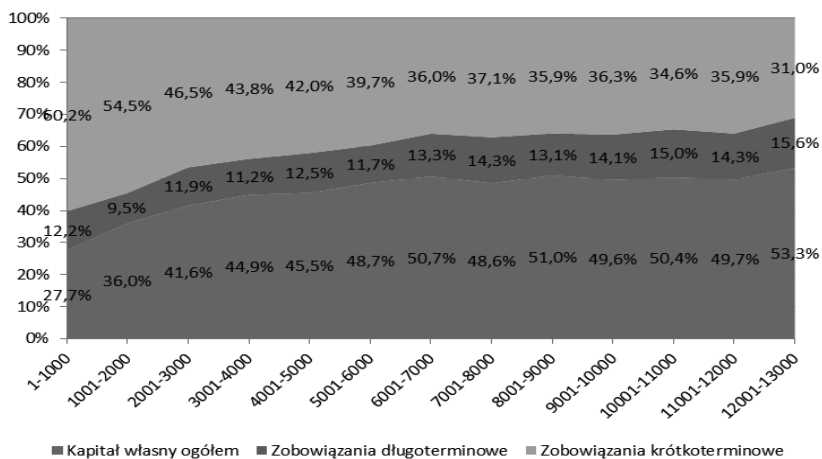
Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z bazy EMIS<sup>22</sup>.



**Rysunek 2.** Zależność struktury finansowania 13 000 największych przedsiębiorstw produkcyjnych w Polsce od ich wielkości pod względem wartości aktywów w 2012 roku (wartości średnioważone)

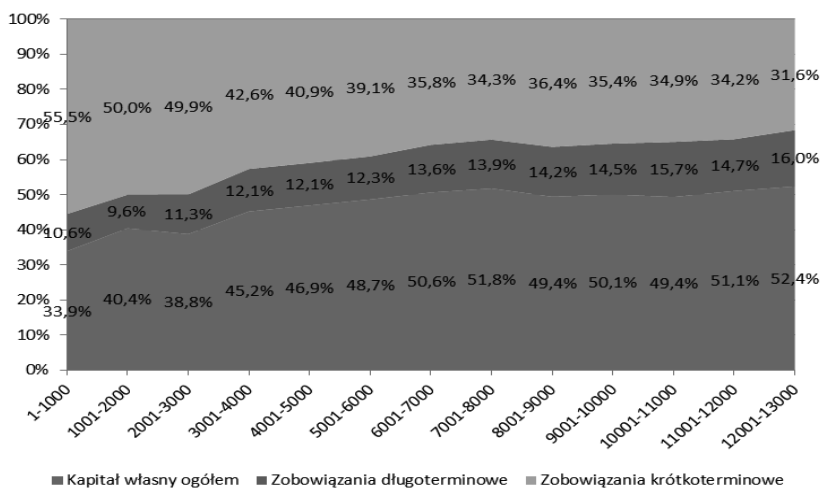
Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z bazy EMIS.

<sup>22</sup> Uwaga: na osi odciętych uszeregowano przedsiębiorstwa pod względem rosnących wartości aktywów (13 podzbiorów po 1000 przedsiębiorstw w każdym). Na osi rzędnych przedstawiono strukturę finansowania dla poszczególnych grup przedsiębiorstw wyrażoną poprzez wartości średnioważone (%).



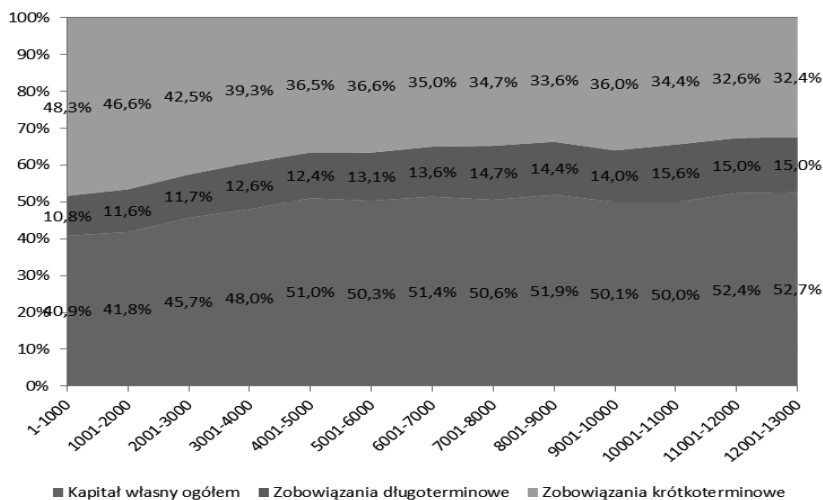
**Rysunek 3.** Zależność struktury finansowania 13 000 największych przedsiębiorstw produkcyjnych w Polsce od ich wielkości pod względem wartości aktywów w 2013 roku (wartości średnioważone)

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z bazy EMIS.



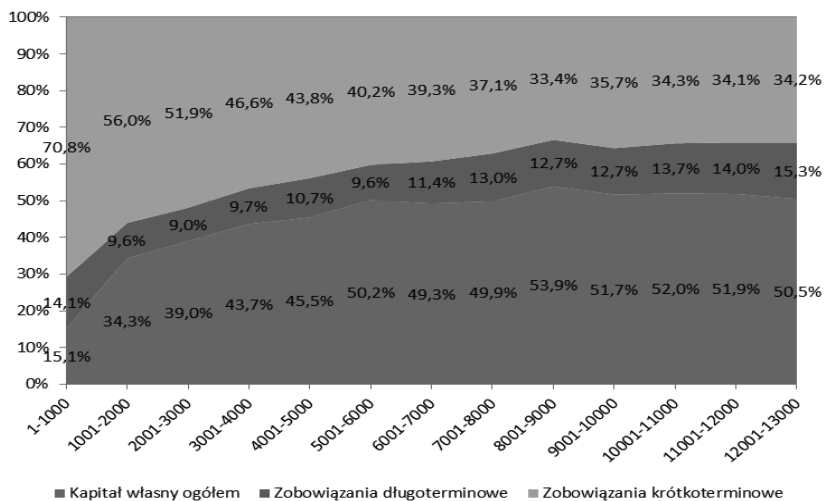
**Rysunek 4.** Zależność struktury finansowania 13 000 największych przedsiębiorstw produkcyjnych w Polsce od ich wielkości pod względem wartości aktywów w 2014 roku (wartości średnioważone)

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z bazy EMIS.



**Rysunek 5.** Zależność struktury finansowania 13 000 największych przedsiębiorstw produkcyjnych w Polsce od ich wielkości pod względem wartości aktywów w 2015 roku (wartości średnioważone)

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z bazy EMIS.



**Rysunek 6.** Zależność struktury finansowania 13 000 największych przedsiębiorstw produkcyjnych w Polsce od ich wielkości pod względem wartości aktywów w 2016 roku (wartości średnioważone)

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z bazy EMIS.

Przed rozpoczęciem badań założono, że wraz z rozmiarami przedsiębiorstw powinien również rosnąć udział kapitału własnego w strukturze ich finansowania. Wynika to z faktu, że przedsiębiorstwa duże z reguły posiadają większy udział aktywów trwałych w relacji do aktywów ogółem niż przedsiębiorstwa małe, tzn. posiadają relatywnie (w odniesieniu do aktywów ogółem) większy majątek produkcyjny. Wówczas zostałyby spełnione także podstawowe zasady finansowania.

Na podstawie przeprowadzonych obliczeń należy stwierdzić, że wraz z wielkością przedsiębiorstw, mierzoną wartością posiadanych aktywów ogółem, w poszczególnych grupach podmiotów wzrasta również poziom kapitałów własnych w odniesieniu do pasywów ogółem. W zależności od roku, wzrost ten wynosi od ok. 15,0–40,0% do ok. 50,0–53,0%. Należy też podkreślić, że wzrosty te w każdym analizowanym roku charakteryzują się podobnymi do siebie tendencjami.

Charakterystycznym zjawiskiem w strukturze finansowania przedsiębiorstw jest kształtowanie się poziomu zobowiązań krótkoterminowych, które maleją w sposób niemal przeciwny do przyrostów kapitałów własnych. Tym samym można stwierdzić, że spadek zobowiązań krótkoterminowych jest odzwierciedleniem wzrostu kapitałów własnych (por. rys. 1–6).

Najniższy udział w strukturze finansowania przedsiębiorstw posiadają zobowiązania długoterminowe, które kształtują się od ok. 8,0 do 15%. Należy dodać, że wraz z wielkością analizowanych przedsiębiorstw ich udział nieznacznie wzrasta (por. rys. 1–6).

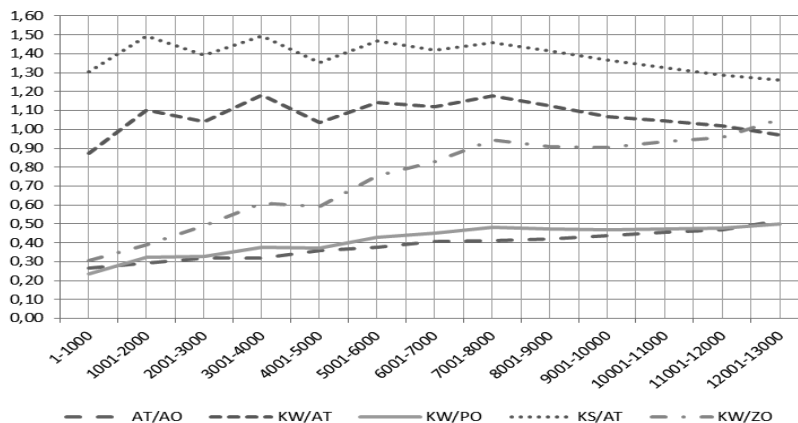
### **3. Ocena struktury majątkowej, kapitałowej i kapitałowo-majątkowej przedsiębiorstw sektora produkcyjnego w Polsce w latach 2011–2016**

W ocenie struktury majątkowej, kapitałowej oraz kapitałowo-majątkowej przedsiębiorstw należy zwrócić uwagę na wymagany dla prowadzonego rodzaju działalności poziom kapitałów własnych z jednej strony, z drugiej zaś na odpowiednie dopasowanie struktury kapitałowej do struktury majątkowej, będącej wynikiem rodzaju prowadzonej działalności. Dla prawidłowej oceny struktury finansowania oba te warunki powinny być spełnione. Może się bowiem zdarzyć tak, że struktura finansowania będzie dopasowana do struktury majątkowej, ale ze względu na rodzaj prowadzonej działalności poziom kapitałów własnych będzie niewystarczający. I odwrotnie, poziom kapitałów własnych może być wystarczający ze względu na prowadzoną działalność, lecz struktura finansowania nie będzie dostosowana do struktury majątkowej.

W ocenie struktury majątkowej należy zauważyć stopniowy wzrost udziału aktywów trwałych w aktywach ogółem (AT/AO) w zależności od wielkości przedsiębiorstw, od około 25,0–30,0% w 2011 roku do około 50,0% w 2016 roku.

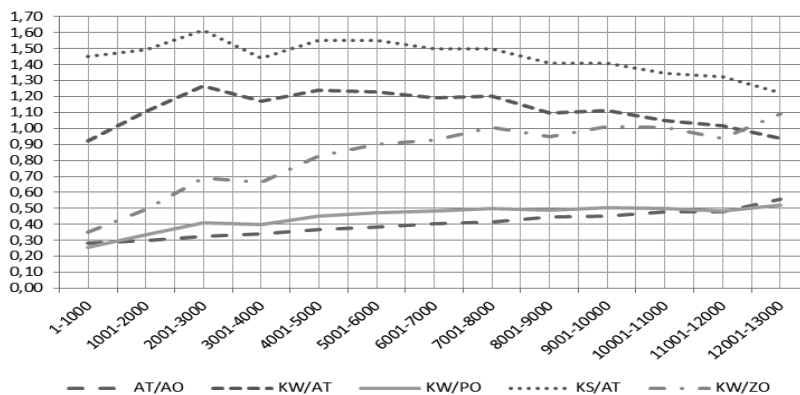
Bardzo podobną tendencją wzrostową charakteryzuje się udział kapitałów własnych w pasywach ogółem (por. rys. 7–12), co skutkuje wówczas tym, że wskaźnik KW/AT (kapitał

własny/aktywa trwale) powinien oscylować wokół 1,0. Należy przy tym podkreślić, że oba te wskaźniki najbardziej zbliżają się do siebie w grupach największych przedsiębiorstw.



**Rysunek 7.** Główne miary struktury majątkowej, kapitałowej oraz kapitałowo-majątkowej 13 000 największych przedsiębiorstw produkcyjnych w Polsce w 2011 roku

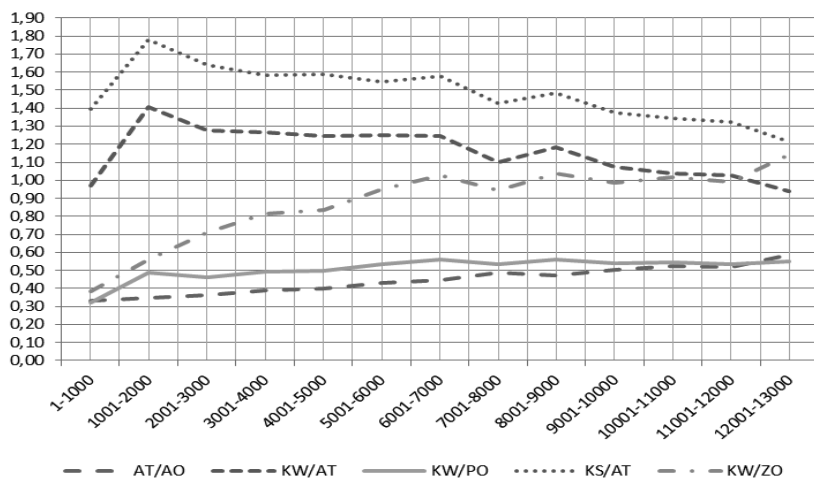
Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z bazy EMIS<sup>33</sup>.



**Rysunek 8.** Główne miary struktury majątkowej, kapitałowej oraz kapitałowo-majątkowej 13 000 największych przedsiębiorstw produkcyjnych w Polsce w 2012 roku

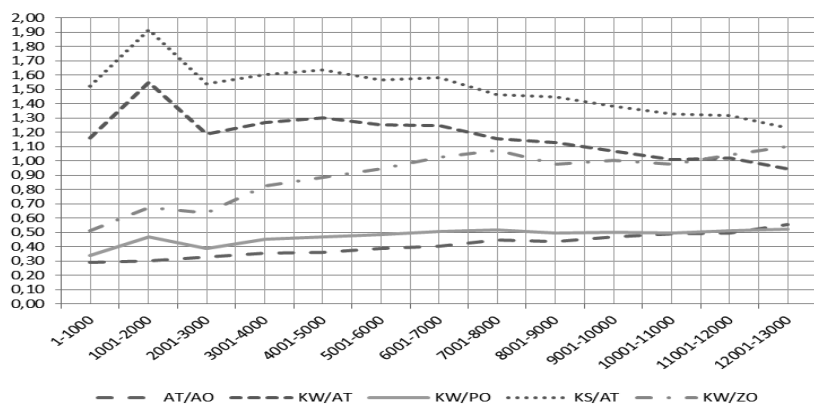
Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z bazy EMIS.

<sup>3</sup> Uwaga: na osi odciętych uszeregowano przedsiębiorstwa pod względem rosnących wartości aktywów (13 podzbiorów po 1000 przedsiębiorstw w każdym). Na osi rzędnych przedstawiono główne miary struktury majątkowej, kapitałowej oraz kapitałowo-majątkowej: AT/AO – aktywa trwale/aktywa ogółem, KW/AT – kapitał własny/aktywa trwale; KW/PO – kapitał własny/pasywa ogółem, KS/AT – kapitał stały/aktywa trwale, KW/ZO – kapitał własny/zobowiązania ogółem.



**Rysunek 9.** Główne miary struktury majątkowej, kapitałowej oraz kapitałowo-majątkowej 13 000 największych przedsiębiorstw produkcyjnych w Polsce w 2013 roku

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z bazy EMIS.

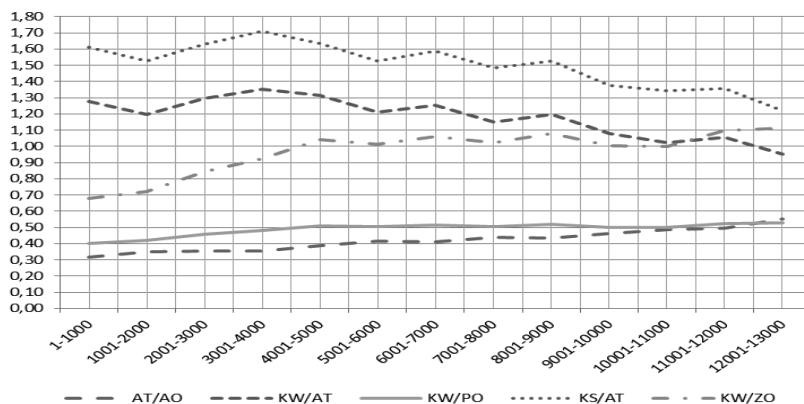


**Rysunek 10.** Główne miary struktury majątkowej, kapitałowej oraz kapitałowo-majątkowej 13 000 największych przedsiębiorstw produkcyjnych w Polsce w 2014 roku

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z bazy EMIS.

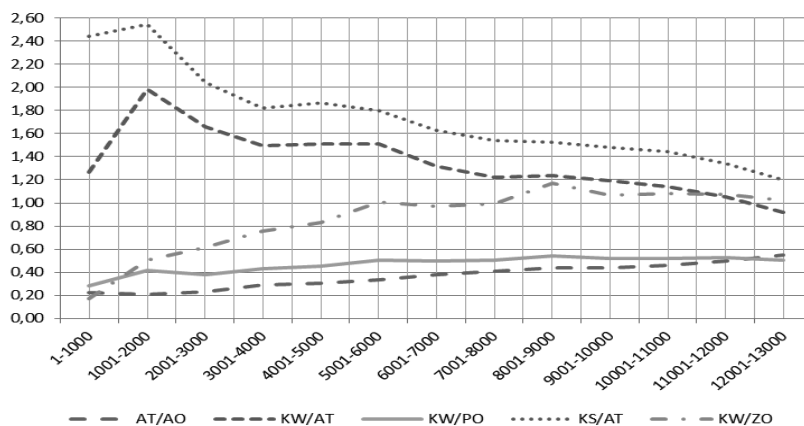
Oprócz wskaźnika KW/AT, do oceny struktury kapitałowej należy wskaźnik KW/AT (kapitał stały/aktywa trwałe). W analizowanych przedsiębiorstwach zarówno wskaźniki KW/AT, jak i KS/AT charakteryzują się w każdym roku tendencją spadkową (por. rys. 7–12), z uwagi na wzrost aktywów przedsiębiorstw.





**Rysunek 11.** Główne miary struktury majątkowej, kapitałowej oraz kapitałowo-majątkowej 13 000 największych przedsiębiorstw produkcyjnych w Polsce w 2015 roku

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z bazy EMIS.



**Rysunek 12.** Główne miary struktury majątkowej, kapitałowej oraz kapitałowo-majątkowej 13 000 największych przedsiębiorstw produkcyjnych w Polsce w 2016 roku

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z bazy EMIS.

Głównym wskaźnikiem odzwierciedlającym strukturę kapitałową jest relacja kapitałów własnych do zobowiązań ogółem (KW/ZO). Ze względu na znaczący wzrost kapitałów własnych w strukturze finansowania, poziom tego wskaźnika odpowiednio wzrasta.

## Uwagi końcowe

W wyniku przeprowadzonych badań stwierdzono, że wraz ze wzrostem wielkości przedsiębiorstw sektora produkcyjnego (na podstawie badań 13 000 przedsiębiorstw w latach 2011–2016) mierzonych wartością aktywów, wzrasta również poziom kapitałów własnych w pasywach ogółem od około 15,0–40,0% do około 50,0–53,0%. Wzrosty te w każdym analizowanym roku charakteryzowały się podobnymi do siebie tendencjami.

Charakterystycznym zjawiskiem w strukturze finansowania przedsiębiorstw było również kształtowanie się poziomu zobowiązań krótkoterminowych, które wraz ze wzrostem wartości aktywów przedsiębiorstw malały w stopniu przeciwnym do przyrostów kapitałów własnych. Najniższy udział w strukturze finansowania przedsiębiorstw wystąpił w przypadku zobowiązań długoterminowych, które kształtowały się od około 8,0 do 15%.

Należy też podkreślić dużą stabilność głównych źródeł finansowania oraz stosunkowo wysoki poziom kapitałów własnych. Biorąc pod uwagę zarówno liczbę przedsiębiorstw objętych badaniami, jak i łączną wartość ich aktywów, obliczone wskaźniki mogą stanowić ogólną miarę struktury finansowania sektora przedsiębiorstw produkcyjnych w Polsce.

W ocenie struktury majątkowej należy zauważyć stopniowy wzrost udziału aktywów trwałych w aktywach ogółem (AT/AO) w zależności od wielkości przedsiębiorstw, od około 25,0–30,0% w 2011 roku do około 50,0% w 2016 roku i jednocześnie bardzo zbliżony wzrost udziału kapitałów własnych w pasywach ogółem.

Wraz ze wzrostem wielkości przedsiębiorstw wskaźniki KW/AT i KS/AT charakteryzują się w każdym roku tendencją spadkową, poziom wskaźnika KW/ZO jednocześnie wzrasta.

## Literatura

- Demirguc-Kunt, A., Maksimovic, V. (1995). *Stock Market Development and Firm Financing Choices*, The World Bank, Working paper.
- Duliniec A. (2015). Wybór źródeł finansowania a optymalna struktura kapitału w przedsiębiorstwie. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 855.
- Domowitz, I., Glen, J., Madhavan, A. (2000). *International Evidence on Aggregate Corporate Financing Decisions*. International Finance Corporation. Working paper.
- Glen, J., Pinto, B. (1994). *Debt or Equity? How Firms in Developing Countries Choose?* International Finance Corporation. Discussion paper no. 22.
- Jerzemowska, M. (2013). Kształtowanie struktury kapitału w przedsiębiorstwie. W: *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, red. M. Jerzemowska. Warszawa: PWE.
- Nawrot, W. (2007). Struktura finansowania przedsiębiorstw w Polsce na tle badań międzynarodowych. *Gospodarka Narodowa*, 7–8.
- Rajan, R., Zingales, L. (1995). What do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 5 (50).
- Sierpińska, M., Jachna, T. (2004). *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Singh, A., Hamid, J. (1991). Corporate Financial Structures in Developing Countries, International Finance Corporation. *The World Bank Technical Paper*, 1.

### **FINANCING STRUCTURE VERSUS THE SIZE OF THE COMPANIES OF THE MANUFACTURING SECTOR IN POLAND IN THE YEARS 2011–2016**

**Abstract:** *Purpose* – Study of the relationship between the structure of financing and the size of the companies of the manufacturing sector in Poland in the years 2011–2016 and evaluation on the structure of assets, capital and capital-assets.

*Design/methodology/approach* – lining 13 000 enterprises up according to the growing asset value, the division on 1000 element subsets but next calculating financing structures for every subset with exploiting the value of the average weighted, using rates of the structure and rules of financing.

*Findings* – Depending on the size of the companies specified by the value of total assets, significantly increasing the share of equity capital in total liabilities, mainly at the expense of decreasing shares of current liabilities.

*Originality/value* – Demonstration of the relationship between the structure of financing and the size of the companies in the sample production sector 13 000 in Poland in the years 2011–2016.

**Keywords:** equity, adequacy of capital – material damage, rules of financing

### **Cytowanie**

Barburski, J. (2017). Struktura finansowania a wielkość przedsiębiorstw sektora produkcyjnego w Polsce w latach 2011–2016. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 23–35. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-02.



## Wpływ różnic w formułach obliczeniowych ROE na ocenę rentowności przedsiębiorstw

Bartłomiej Cegłowski\*

**Streszczenie:** *Cel* – Zwrócenie uwagi na możliwość liczenia wskaźnika rentowności kapitału własnego (ROE) na różne sposoby i związane z tym konsekwencje dla wyników analizy finansowej.

*Metodologia badania* – Analiza literatury przedmiotu, analiza sprawozdań finansowych spółek oraz raportów biegłych rewidentów, statystyka opisowa, studium przypadku.

*Wynik* – Przeprowadzone badanie jednoznacznie wskazuje, że w praktyce wskaźnik ROE jest liczony różnymi metodami, co należy uwzględnić we wnioskach z analizy finansowej. W zależności od sposobu liczenia wskaźnika, rankingi spółek mogą zawierać różne podmioty, formuła obliczeniowa może mieć również wpływ na to, czy wskaźnik ROE z okresu na okres rośnie, czy maleje.

*Oryginalność/wartość* – W artykule, na przykładach ogólnie znanych przedsiębiorstw, zilustrowano konsekwencje braku jednej ogólnie obowiązującej formuły liczenia wskaźnika rentowności kapitału własnego. Artykuł może stać się argumentem w dyskusji o potrzebie ujednoczenia listy wskaźników i sposobów, w jaki powinna być ustalana ich wartość.

**Słowa kluczowe:** wskaźniki rentowności, rentowność kapitału własnego, ROE, analiza wskaźnikowa

### Wprowadzenie

W dokumencie „Nowe PZU – więcej niż ubezpieczenia”, który opisuje strategię PZU na lata 2017–2020, znajduje się zapis, że celem Grupy jest osiągnięcie zwrotu na kapitale własnym (ROE) na poziomie powyżej 22%. W całym, liczącym 70 stron zapisie planów spółki na najbliższe lata nigdzie nie znajduje się jednak informacja, jak będzie wyznaczany ten wskaźnik. Autorzy zakładają zapewne, że jest to ogólnie wiadome. Czy tak jest w rzeczywistości?

Badając literaturę przedmiotu można dojść do wniosku, że autorzy nie mają wątpliwości, że chcąc ustalić stopę zwrotu z kapitału własnego (*Return on Equity – ROE*) powinno się porównać zysk netto z kapitałem własnym. Dalej jednak pojawiają się wątpliwości co do szczegółów obliczeń, które wywołane są następującymi przyczynami:

1. Zysk (strata) netto jest strumieniem, pozycją narastającą z rachunku zysków i strat, a kapitał własny zasobem, którego wartość podaje się w bilansie na dany dzień.
2. Zysk (strata netto) stanowi część składową kapitału własnego.

---

\* dr Bartłomiej Cegłowski, Akademia Leona Koźmińskiego, Katedra Finansów, ul. Jagiellońska 57/59, 03-301 Warszawa, e-mail: ceglos@kozminski.edu.pl.

W krajowej literaturze przedmiotu od lat można spotkać różne propozycje rozwiązania tego problemu. Większość autorów zaleca, aby przy liczeniu rentowności porównywać zysk netto z kapitałem własnym z tego samego sprawozdania finansowego, czyli np. zysk netto z 2017 roku do kapitału własnego na 31.12.2017 (zob. np. Sierpińska, Jachna, 1994, s. 106; Bednarski, 1997, s. 108; Dębski, 2013, s. 98; Pomykalska, Pomykalski, 2017, s. 125). Łatwo można jednak znaleźć propozycję, aby zysk netto porównywany był z przeciętnym kapitałem własnym (zob. np. Waśniewski, Skoczylas, 2002, s. 248; Kopczyńska, 2003, s. 338; Gołębiowski, Tłaczała, 2009, s. 206). Można również spotkać się z opinią, że zysk netto powinien być podzielony przez kapitał własny pomniejszony o zysk netto i kapitał z aktualizacji wyceny (Tuczko, 2005, s. 41). Różnice w sposobach liczenia kapitału własnego bez problemu znaleźć można również w literaturze zagranicznej (por. Vernimmen, 2005, s. 234; Ross, Westerfield, Jaffe, 2001 s. 44).

Niejednoznaczność formuł obliczeniowych wskaźnika rentowności kapitału własnego powoduje m.in. powstawanie następujących pytań:

- Czy również w praktyce rentowność kapitału własnego liczona jest na różne sposoby?
- Jaki jest rozstęp między najniższymi i najwyższymi wynikami wskaźnika ROE wyznaczanymi tego samego okresu?
- Czy sposób liczenia wpływałby na rankingi przedsiębiorstw sporządzane ze względu na wartość wskaźnika ROE?
- Czy występują sytuacje, w których wskaźnik ROE liczony dla dwóch lat dla tego samego przedsiębiorstwa według jednej metody rośnie, a według innej maleje?

W celu zilustrowania problemów związanych z liczeniem wskaźnika ROE przeprowadzono badanie, w którym analizie poddano sprawozdania finansowe oraz raporty z badania sprawozdań finansowych spółek, których akcje w czerwcu 2017 roku wchodziły w skład indeksu mWIG40. W badaniu pominięto banki, przedsiębiorstwa, które nie miały zbadanych sprawozdań z czterech lat oraz podmioty zagraniczne, których zamieszczone sprawozdania sporządzone zostały w obcej walucie. Listę badanych grup kapitałowych zawarto w tabeli 1. Zanalizowano 132 skonsolidowane<sup>1</sup> sprawozdania finansowe z lat 2013–2016.

**Tabela 1**

Grupy kapitałowe uwzględnione w badaniu

Lp.	Podmiot	Lp.	Podmiot	Lp.	Podmiot
1	2	3	4	5	6
1.	Apator SA	12.	Comarch SA	23.	Netia SA
2.	Amrest SA	13.	Echo SA	24.	Neuca SA
3.	Amica SA	14.	Emperia SA	25.	Orbis SA
4.	Azoty SA	15.	Enea SA	26.	PKP Cargo SA
5.	Benefit SA	16.	Forte SA	27.	Polimex SA
6.	Bogdanka SA	17.	GPW SA	28.	Robyg SA

<sup>1</sup> Wawel SA, jako jedyny podmiot objęty badaniem, nie działał jako grupa kapitałowa.

1	2	3	4	5	6
7.	Boryszew SA	18.	GTC SA	29.	Sanok SA
8.	Budimex SA	19.	Intercars SA	30.	Stalprodukt SA
9.	CD Projekt SA	20.	Kęty SA	31.	Synthos SA
10.	CI GAMES SA	21.	Kruk SA	32.	Trakcja SA
11.	Ciech SA	22.	Medicalgorithmics SA	33.	Wawel SA

Źródło: opracowanie własne.

## 1. Wskaźnik rentowności kapitału własnego w raportach biegłych rewidentów

Do sprawdzenia, czy zasygnalizowany na podstawie analizy literatury przedmiotu problem możliwości liczenia wskaźnika rentowności kapitału własnego na różne sposoby przekłada się na praktykę, wykorzystano raporty z badania sprawozdania finansowego. Poprawność sprawozdań spółek wymienionych w tabeli 1 badało 13 biegłych rewidentów. Ich listę wraz z badanymi podmiotami zamieszczono w tabeli 2.

**Tabela 2**

Biegli rewidenty badający spółki uwzględnione w badaniu

Nazwa rewidenta	Badane grupy kapitałowe
„Accord’ab” Biegli Rewidenty sp. z o.o.	Stalprodukt SA
BDO Sp. z o.o.	Fabryka Mebli „FORTE” SA, PKP Cargo SA
Crystal Audit & Consulting Mateusz Szafranski-Sałajczyk	Medicalgorithmics SA
CSWP Audytyt spółka z ograniczoną odpowiedzialnością sp. k.	Medicalgorithmics SA
Deloitte Polska Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością sp. k.	Lubelski Węgiel „Bogdanka” SA, Boryszew SA, Budimex SA, Comarch SA, Neuca SA, Orbis SA, Polimex-Mostostal SA, Trakcja SA
Doradca Zespół Doradców Finansowo-Księgowych sp. z o.o.	Stomil Sanok SA
Ernst Young Polska spółka z ograniczoną odpowiedzialnością sp. k.	Amica SA, Echo Investment SA, CD PROJEKT SA, Globe Trade Centre SA, Grupa Kęty SA, Kruk SA, Robyg SA, Sanok Rubber Company SA, Synthos SA, Wawel SA*
Grant Thornton Polska Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością sp. k.	Amica SA, Benefit Systems SA
KPMG Audytyt spółka z ograniczoną odpowiedzialnością sp. k.	Apator SA, Grupa Azoty SA, Ciech SA, ENEA SA, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA, Inter Cars SA, Neuca SA, PKP Cargo SA
Misters Audytor Adviser sp. z o.o.	CI Games SA
PKF Consult sp. z o.o.	CD Projekt SA
PricewaterhouseCoopers sp. z o.o.	AmRest Holdings SE, SA, Echo Investment SA; Ciech SA, Emperia Holding SA, Inter Cars SA, Grupa Kęty SA, Netia SA, Synthos SA
UHY ECA Sereżyński i Wspólnicy Sp. z o.o. sp. k.	Emperia Holding SA

Źródło: opracowanie własne.

Wskaźnik rentowności kapitału własnego okazał się na tyle istotny, że jego wartość wyznaczali wszyscy biegli rewidenci, których raporty uwzględniono w badaniu. W sprawozdaniach nie zawsze znajdowała się formuła obliczeniowa, przez co sposób liczenia musiał być odnaleziony przez podstawienie różnych kombinacji danych źródłowych do wyników obliczeń rewidenta, a dodatkowo, w przypadku PWC, porównanie zysku netto i kapitału własnego nosiło nazwę ogólnej rentowności kapitału.

Analiza materiału źródłowego pozwala stwierdzić, że biegli rewidenci stosowali cztery metody, których zestawienie przedstawiono w tabeli 3.

**Tabela 3**

Metody wyznaczania wskaźnika ROE przez biegłych rewidentów

Nazwa	Formuła	Rewident
Metoda 1	zysk netto dzielony przez kapitał własny z końca roku	„Accord <sup>2</sup> ab” Biegli Rewidenci, BDO, Doradca Zespół Doradców Finansowo-Księgowych, UHY ECA Serechyński i Wspólnicy
Metoda 2	zysk netto dzielony przez przeciętny kapitał własny	Misters Audytor Adviser, PKF Consult, PricewaterhouseCoopers
Metoda 3	zysk netto dzielony przez kapitał własny z początku roku	Ernst Young Polska, Grant Thornton Polska
Metoda 4	zysk netto dzielony przez kapitał własny z końca roku pomniejszony o zysk netto	Crystal Audit & Consulting Mateusz Szafranski-Salajczyk, CSWP Audyt, Deloitte Polska, KPMG Audyt

Źródło: opracowanie własne.

Jak można zauważyć, w praktyce stosowane są różne metody szacowania rentowności kapitału własnego. Rewidenci badający sprawozdania spółek z indeksu mWIG40 najczęściej stosowali te, w których zysk netto porównywany jest do kapitału własnego z końca okresu oraz do kapitału własnego z końca okresu pomniejszonego o wynik finansowy. Otwartym pozostaje pytanie, czy dzieje się tak na skutek tego, że formuły te są uznawane za najbardziej poprawne, czy też dlatego, że mając dostęp do sprawozdań za dwa lata, można ustalić dwa wskaźniki ROE, a tym samym ustalić zmianę w okresie. Należy jednocześnie zwrócić uwagę, że wyniki uzyskane przy pomocy różnych formuł powinny być inaczej interpretowane. Metoda pierwsza pokazuje głównie udział zysku netto w kapitale własnym. Rentowność kapitału własnego dla właścicieli lepiej obrazuje metoda czwarta, ponieważ wypracowany w danym roku zysk netto nie jest jeszcze przez akcjonariuszy zainwestowany – stanie się tak dopiero, jeśli zrezygnują z wypłacenia go jako dywidendy. Ponieważ zysk z bieżących operacji jest wykorzystywany jako źródło finansowania kolejnych, można spotkać się z opiniami, że rentowność kapitału własnego lepiej oddaje metoda druga, w której w mianowniku uwzględnia się średni kapitał własny (przy czym lepsze byłoby uśrednienie danych kwartalnych). W przypadku np. emisji nowych akcji, stosunkowo najbardziej mylące mogą być wyniki uzyskiwane w przypadku metody trzeciej.



## 2. Konsekwencje różnych sposobów liczenia wskaźnika ROE

W celu lepszej interpretacji wskaźników obliczanych w ramach analizy finansowej ich wartości powinny być porównywane w czasie oraz przestrzeni. W większości przypadków požądane jest, aby wartość wskaźników rentowności rosła, a za lepsze uznawane są te spółki, które mają wyższy wskaźnik ROE.

W tabeli 4 zamieszczono dane ze skonsolidowanego sprawozdania finansowego uwzględnionej w badaniu firmy deweloperskiej Echo Investment SA, jak również policzone na ich podstawie wskaźniki ROE. Przeprowadzone obliczenia pozwalają wyciągnąć kilka wniosków:

- różne sposoby liczenia wskaźnika ROE prowadzą do różnych wyników, przy czym rozstęp między najmniejszą i największą wartością wyniósł w 2016 roku ponad 23 p.p.,
- w każdym z analizowanych okresów najwyższe wartości ROE dawało zastosowanie metody 4,
- w roku 2016 metoda 1 i metoda 4 pokazywały, że rentowność kapitału własnego się zmniejsza, a metody 2 i 3, że ROE rośnie.

**Tabela 4**

Wskaźnik rentowności kapitału własnego w GK Echo Invesment SA

Zysk netto (tys. zł)	2016	387 711	Kapitał własny (tys. zł)	31.12.2016	1 528 160
	2015	514 087		31.12.2015	3 663 503
	2014	404 307		31.12.2014	3 152 545
				31.12.2013	2 758 692
ROE metoda 1 (%)	2016	25,37	ROE metoda 2 (%)	2016	14,94
	2015	14,03		2015	15,08
	2014	12,82		2014	13,68
ROE metoda 3 (%)	2016	10,58	ROE metoda 4 (%)	2016	34,00
	2015	16,31		2015	16,32
	2014	14,66		2014	14,71

Źródło: opracowanie własne.

Oceniający Echo Investment SA mieliby prawdziwy problem, gdyby jednocześnie otrzymali wyniki analiz przeprowadzone przez różnych biegłych. Czy wnioski te można uogólnić?

Rozstęp między wynikami uzyskiwanymi przy pomocy różnych metod jest zjawiskiem typowym. W badaniu uzyskano 99 obserwacji, w których wskaźnik ROE dla tego samego roku mógł zostać obliczony na cztery sposoby. Średni rozstęp wynosił 6,3 p.p., a mediana 3 p.p. Wyniki statystyki opisowej zamieszczono w tabeli 5. Największą różnicę zanotowano dla danych CD Projekt SA z 2015 roku, kiedy to zysk netto wyniósł 342 mln zł, zwiększając kapitał własny ze 168 mln do 514 mln zł.

**Tabela 5**

Wyniki badania rozstępu między najniższym i najwyższym wskaźnikiem ROE

Liczba obserwacji	99,00
Średnia (%)	6,26
Mediana (%)	3,05
Odchylenie standardowe (%)	15,22
Kurtoza	57,20
Skośność	69,80
Rozstęp (%)	137,13
Minimum (%)	0,01
Maksimum (%)	137,14

Źródło: opracowanie własne.

Wartość mediany uznana może być za niską, 28 obserwacji miało rozstęp do 1 p.p., a kolejne 47 między 1 a 5 p.p., tym niemniej np. na pytanie o to, jak wiele spółek z indeksu mWIG40 miało ROE wyższe niż 20%, odpowiedzi mogą być różne. Odmienne sposoby liczenia przekładają się również na rankingi sporządzane ze względu na wskaźnik ROE. W tabeli 6 zamieszczono pięć spółek z największą rentownością kapitału własnego w roku 2016. Jak można zauważyć, lista spółek jest dość podobna, przy czym w kilku miejscach różnią się kolejnością. Ciekawie przedstawia się sytuacja Medicalgorithmics SA, która raz jest na pozycji czwartej, raz piątej, a dwa razy spółka w ogóle nie zakwalifikowała się do rankingu. Podobne obserwacje co do kolejności zaobserwowano również w roku 2015 i 2014.

**Tabela 6**

Ranking spółek z mWIG40 ze względu na wskaźnik ROE w 2016 roku

Pozycja	Spółka	ROE (%)	Pozycja	Spółka	ROE (%)
Metoda 1			Metoda 2		
1.	Budimex SA	50,94	1.	Budimex SA	58,27
2.	Ciech SA	33,69	2.	CD Projekt SA	38,82
3.	CD Projekt SA	32,24	3.	Ciech SA	38,27
4.	Benefit SA	32,14	4.	Benefit SA	35,92
5.	Echo SA	25,37	5.	Medicalgorithmics SA	30,42
Metoda 3			Metoda 4		
1.	Budimex SA	68,06	1.	Budimex SA	103,83
2.	CD Projekt SA	48,77	2.	Ciech SA	50,81
3.	Ciech SA	44,29	3.	CD Projekt SA	47,59
4.	Medicalgorithmics SA	42,35	4.	Benefit SA	47,36
5.	Benefit SA	40,70	5.	Echo SA	34,00

Źródło: opracowanie własne.

Przykład spółki Echo Investment SA pokazał, że najwyższe wskaźniki ROE daje zastosowanie metody, w której zysk netto podzielony jest przez kapitał własny pomniejszony o zysk netto. Metoda ta daje na ogół najlepsze wyniki, co wynika z zależności między zyskiem netto a kapitałem własnym. W 90% obserwacji wskaźnik ROE ustalony według czwartej metody miał najwyższą wartość. Na drugim biegunie znajduje się metoda pierwsza, która w 83% obserwacji dała wynik najniższy.

Sytuacja, w których ROE policzone według jednej metody z roku na okres rośnie, a według innej maleje, nie występuje zbyt często, ale również można ją kilkakrotnie znaleźć. Oprócz przykładu pokazanego dla Echo Investment SA, miała miejsce jeszcze w ośmiu obserwacjach, np. dla spółek: Emperia, Kruk czy Sanok.

## Uwagi końcowe

Poruszany w artykule temat wywołać może konsternację u osób, które na co dzień nie zajmują się finansami, jednak korzystają z raportów zawierających analizy wskaźnikowe. Wydawać by się mogło, że tak często spotykany wskaźnik jak ROE, został jednoznacznie zdefiniowany i opisany. Sytuacja przedstawia się jednak inaczej, jak dowodzi przywołana literatura przedmiotu i raporty z badań sprawozdań finansowych. Co ważne, podobne uwagi dotyczą wielu innych wskaźników, które wykorzystywane są później do wpływu analizy rekomendacji na rynek giełdowy (por. Mielcarz, 2016) lub prognozowania bankructwa (por. Korol, 2013, s. 60).

Skutki stosowania różnych formuł sytuacji potrafią być znaczące. Rankingi branżowe, w zależności od zastosowanej metody, będą pokazywać spółki w różnej kolejności. Wybór nowego biegłego rewidenta powodować może zmianę wartości wskaźnika. Przykłady można mnożyć. Aby uniknąć problemów, przydatne byłoby ujednoczenie wzoru. Dopóki to się nie stanie, trzeba pamiętać, aby, posługując się wskaźnikiem ROE, zawsze podawać formułę obliczeniową, a przy wykorzystywaniu danych z różnych źródeł upewnić się, że wskaźniki są liczone w ten sam sposób. Problem opisany na podstawie badań przeprowadzonych przez biegłych rewidentów występuje też w innych miejscach: serwis Notoria wyznacza rentowność kapitału własnego dzieląc zysk netto przez kapitał własny z końca okresu, natomiast na stronie rachunkowosc.com.pl można znaleźć dane sektorowe wyznaczane przy pomocy formuły, w której kapitał własny jest uśredniany.

## Literatura

- Bednarski, L. (1997). *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*. Warszawa: PWE.
- Dębski, W. (2013). *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Gołębiowski, G., Tłaczała, A. (2009). *Analiza finansowa w teorii i praktyce*. Warszawa: Difin.
- Kopczyńska, L. (2003). Ocena sytuacji finansowej jednostki gospodarczej. W: M. Walczak (red.), *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*. Warszawa: Difin.

- Korol, T. (2013). *Nowe podejście do analizy wskaźnikowej w przedsiębiorstwie*. Warszawa: Wolters Kluwer.
- Mielcarz, P. (2016). *Krótkookresowy wpływ rekomendacji na rynek giełdowy w Polsce*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Nowe PZU – więcej niż ubezpieczenia. Aktualizacja i operacjonalizacja strategii Grupy PZU na lata 2017–2020. Pobrano z: <https://www.pzu.pl/relacje-inwestorskie> (13.02.2018).
- Pomykańska, B., Pomykański, P. (2017). *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Wskaźniki i decyzje w zarządzaniu*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Ross, S.A., Westerfield, R.W., Jaffe, J. (2001). *Corporate Finance*. Boston: McGraw-Hill.
- Sierpińska, M., Jachna, T. (1994). *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Tuczko, J. (2005). *Zrozumieć finanse firmy*. Warszawa: Difin.
- Vernimmen, P., Quiry, P. (2005). *Corporate Finance: Theory and Practice*. Chichester: John Wiley & Sons.
- Waśniewski, T., Skoczylas, W. (2002). *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie*. Warszawa: Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce.

#### THE IMPACT OF DIFFERENCES IN ROE RATIO CALCULATION FORMULAS ON THE ASSESSMENT OF ENTERPRISES' PROFITABILITY

**Abstract:** *Purpose* – The purpose of this paper is to pay attention to the calculation possibility of return on equity in different ways, and its impact on financial analysis results.

*Design/methodology/approach* – Literature analysis of the subject, companies' financial reports analysis as well as statutory auditors reports, descriptive statistics.

*Findings* – The conducted study indicates that in practice the ROE ratio is calculated through various methods, which should be included in the conclusions of the financial analysis. Depending on the method company rankings may contain different entities, the calculation formula may also have an impact on whether the ROE ratio from period to period increases or decreases.

*Individuality/value* – The consequences of the lack of a generally applicable formula of ROE counting are illustrated on basis of generally known companies. The article can become an argument in the discussion about the need to standardize the list of indicators and ways in which their value is to be determined.

**Keywords:** profitability ratios, return on equity, ROE, financial analysis

#### Cytowanie

- Cegłowski, B. (2018). Wpływ różnic w formułach obliczeniowych ROE na ocenę rentowności przedsiębiorstw. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 37–44. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-03.

## Aktywa ogółem a zarządzanie zasobami ludzkimi w spółdzielniach mleczarskich

Marzena Ganc\*

**Streszczenie:** *Cel* – Określenie poziomu wybranych wskaźników zarządzania kapitałem ludzkim w spółdzielniach mleczarskich.

*Metodologia badania* – Wybrano w sposób celowy 80 spółdzielni mleczarskich. Jako kryterium doboru przyjęto wielkość skupu mleka. Próbę należy traktować jako *quasi* reprezentatywną z uwagi na większościowy udział w runku oraz skupie mleka badanych jednostek. Spółdzielnie podzielono metodą kwartyli według wielkości majątku ogółem, a następnie obliczono wskaźniki zarządzania zasobami ludzkimi. Obliczono wskaźniki produktywności zasobów ludzkich, wartość dodaną kapitału ludzkiego, średni zysk na pracownika oraz udział wynagrodzeń w przychodach ogółem. Okres badawczy to lata 2013–2015.

*Wynik* – Zaobserwowano rosnące koszty pracy na jednego zatrudnionego, wraz ze wzrostem wartości aktywów ogółem spółdzielni mleczarskiej. Może to wynikać ze stosowania nowoczesnych technologii oraz nowoczesnego parku maszynowego, który jest droższy w eksploatacji i wymaga specjalistycznej wiedzy. Lokalny charakter działalności mniejszych spółdzielni nie oznacza, że są one oderwane od współczesnych realiów gospodarczych. Funkcjonowanie we współczesnej konkurencyjnej gospodarce wolnorynkowej rodzi konieczność ciągłego doskonalenia technologii, wprowadzania nowych produktów o wysokiej jakości, co w rezultacie prowadzi do konieczności ciągłego kształcenia kadr pracowniczych na każdym szczeblu struktury organizacyjnej.

*Oryginalność/wartość* – Praca stanowi *novum* w zakresie badania kapitału ludzkiego w spółdzielniach mleczarskich.

**Słowa kluczowe:** kapitał ludzki, spółdzielnie mleczarskie, majątek, zatrudnienie

### Wprowadzenie

Spółdzielnie są ważnym elementem krajobrazu gospodarczego w większości państw europejskich. W obszarze handlu detalicznego spółdzielnie konsumenckie były pionierami nowoczesnych sieci handlowych i do dziś odgrywają na tym polu istotną rolę.

Struktura aktywów spółdzielni mleczarskich jest odzwierciedleniem posiadanych czynników produkcji. Majątek trwały spółdzielni obrazuje wielkość posiadanego potencjału wytwórczego oraz inwestycji o charakterze długoterminowym w postaci udziałów, akcji lub pozostałych papierów wartościowych. Badanie sprawozdań finansowych spółdzielni pokazuje, że pozostałe aktywa długoterminowe, należności długoterminowe w spółdzielniach mleczarskich występują sporadycznie i stanowią mało znaczącą pozycję bilansu

---

\* dr Marzena Ganc, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie, Wydział Nauk Ekonomicznych, Katedra Finansów, e-mail: marzena\_ganc@sggw.pl.

(Wasilewski, Chmielewska, 2006, s. 65). Podobnie wygląda sytuacja w przypadku rozliczeń międzyokresowych, które najczęściej dotyczą aktywów na odroczony podatek dochodowy. W procesie produkcyjnym spółdzielni mleczarskich główne znaczenie odgrywają rzeczowe aktywa trwałe oraz majątek obrotowy. Główny składnik rzeczowych aktywów trwałych spółdzielni mleczarskich to budynki oraz maszyny (środki trwałe). Spółdzielnie mleczarskie są przedsiębiorstwami produkcyjnymi, dlatego majątek trwały stanowi o ich potencjale wytwórczym, natomiast majątek obrotowy decyduje o możliwości efektywnego wykorzystania majątku trwałego (Chmielewska, 2006, s. 78). Badania Baran i Kołyski (Baran, Kołyska, 2009, s. 162) wykazały, że większe przedsiębiorstwa przetwórstwa mleka charakteryzują się gorszą efektywnością wykorzystania majątku, ale za to lepszą wydajnością pracy.

W 2010 roku liczba osób, dla których spółdzielnia była głównym miejscem pracy, wynosiła około 330 tys. Liczba ta obejmowała osoby zatrudnione w ramach umowy o pracę, dla których było to jedyne źródło utrzymania (Mierzwa, 2011, s. 11). Według badań Nałęcz i Koniecznej (2011, s. 48) w 2010 roku udział sektora spółdzielczego w zatrudnieniu ogółem wyniósł około 2%. Spółdzielnie mleczarskie zatrudniały około 8,3 tys. pracowników (8,6%). We współczesnej gospodarce kapitał ludzki jest dostrzegany w rozwoju przedsiębiorstwa zarówno w skali mikro, jak i makroekonomicznej, oraz jest ważnym aktywem przedsiębiorstwa. Ijiri (1995, s. 55) stwierdził, że kapitały i aktywa powinny być traktowane dualnie, ponieważ aktywa podatne są na deprecjację, zaś kapitał winien się pomnażać. Posiadacz tego kapitału nie może bezpośrednio zwielokrotnić swoich aktywów, jednak może powiększyć kapitał, który się pod nim kryje, czego skutkiem może być zakup kolejnych aktywów.

Gromadzenie kapitału ludzkiego w przedsiębiorstwie wyróżnia się wśród inwestycji w inne aktywa przede wszystkim tym, że uwzględnione zostały dwie jednostki, jakimi są: przedsiębiorstwo i pracownik (Sakalas, Lipe, 2011, s. 60). Przedsiębiorstwa, które zamierzają powiększać swoją wartość przez podniesienie kwalifikacji pracowników, mają dwie możliwości: wyszkolić pracowników bądź przyjąć nowe osoby z szukanymi umiejętnościami. Kapitał ludzki, nabyty na rynku pracy przez jednostkę, skupia nakłady indywidualne na pracownika oraz wydatki poniesione przez poprzedniego pracodawcę na jego szkolenie (Xian, 2010, s. 83). Różnice, jakie występują między inwestycjami w kapitał ludzki a w inne aktywa, polegają na tym, że pracownik może w każdej chwili odejść z pracy wraz ze swoim kapitałem, natomiast zasoby majątkowe (o ile ich nie sprzedamy bądź nie zużyją się) są stałe (Purcell, 2000, s. 18). W dzisiejszych czasach przedsiębiorstwa z jednej strony nie widzą potrzeby inwestowania w pracowników, z drugiej jednak wyniki finansowe jednostki w dużym stopniu zależą od wykwalifikowanej siły roboczej. Związek, jaki występuje między osiągnięciami firmy a kwalifikacjami personelu przyczynia się do większego zainteresowania kapitałem ludzkim przez menadżerów jednostki (Dobija, 2002, s. 31).

Według Patona (1992, s. 486) pracownicy powinni być traktowani jako aktywa przedsiębiorstwa. Rozważania na temat kapitału ludzkiego oraz rozwój rachunkowości przyniosły

nowe rozwiązania co do metodyki wyznaczania wartości zasobów ludzkich. Biorąc pod uwagę, że kapitał ten można zmierzyć, zasoby ludzkie, aby traktować je jako aktywa, muszą spełniać jeszcze dwa warunki: przedsiębiorstwo musi wyznaczać oczekiwania związane z przyszłymi korzyściami ekonomicznymi co do zasobów ludzkich oraz musi mieć do nich bezwzględne prawo. Flamholtz (2001, s. 46) Brummet i Pyle (1969, s. 89, 90) stwierdzili, że koszty przeznaczone na zasoby ludzkie stanowią aktywa, ponieważ wydatkowane są w celu zdobycia przyszłych korzyści ekonomicznych. Zdaniem Lepaka oraz Snella (1999, s. 34) wartość zasobów ludzkich oznacza jego oddziaływanie na realizację strategii organizacji, prowadzącej do zwiększenia efektywności jednostki, konkurencyjności na rynku czy też ominięcia przeszkód pojawiających się na rynku. Wartość dla przedsiębiorstwa jest tym większa, im zasoby, czyli kapitał ludzki posiada większy potencjał w kreowaniu pozycji jednostki. W przypadku kiedy przedsiębiorstwo potrzebuje pracowników z konkretnymi kwalifikacjami, przy założeniu, że są oni trudno dostępni na rynku pracy, jednostka musi ponieść koszty na podniesienie umiejętności i wiedzy takich osób. Ku Jun Min oraz Hai Ming Chen (2004, s. 18) w swoim artykule pt.: „The Role of Human Capital Cost in Accounting”, na podstawie zamysłu Flamholtza, przedstawili trzy rodzaje kosztów, które są ponoszone w związku z zatrudnieniem pracowników. Wyróżnione zostały koszty pozyskania, koszty doksztalcenia i koszty odejścia pracowników. Wszystkie grupy kosztów zawierają koszty bezpośrednie i koszty pośrednie. Koszty bezpośrednie pozyskania pracownika zawierają w sobie płace pracowników uczestniczących przy przebiegu rekrutacji, koszty poniesione na ogłoszenia prasowe czy też koszty poniesione w celu przygotowania bądź zakupu testów dla ubiegającego się o pracę. Do pośrednich kosztów pozyskania pracownika natomiast zaliczane są koszty związane z przemieszczaniem pracowników wewnątrz przedsiębiorstwa w sytuacji, kiedy jednostka obsadza wolne stanowisko osobą z wewnątrz firmy. W sytuacji, w której jednostka ma do obsadzenia wysokie stanowisko pracownikiem z firmy, np. zwalnia się miejsce kierownicze, zajmuje je zazwyczaj zastępca, czego wynikiem jest wolne miejsce pracy (stanowisko zastępcy) oraz rozpoczęcie procesu rekrutacji. Kolejną grupą kosztów są koszty doksztalcenia. Do kosztów bezpośrednich należą tutaj wydatki na szkolenia wewnątrz firmy. Uposażenie prowadzących ćwiczenia, którzy są jednocześnie pracownikami jednostki, jednakże niepracujących na stanowisku trenera, niewykonujących swoich podstawowych obowiązków, jak również koszty utraconych możliwych do osiągnięcia zysków, w przypadku kiedy kursy trwają w czasie godzin pracy, zaliczane są do kosztów pośrednich. Koszty, jakie ponosi organizacja w chwili odejścia pracownika, to niższa jego efektywność przed rozwiązaniem stosunku pracy, dodatkowe wynagrodzenie dla zwalnianego się czy też utracone możliwości w czasie, kiedy stanowisko pozostawało wolne, nieobsadzone.

Według Pietrzaka potrzebne staje się opracowanie systemu pomiaru wpływu zarządzania zasobami ludzkimi na ekonomiczno-finansowe wyniki spółdzielni, pokazującego, w jaki sposób zasoby ludzkie kreują wartość ekonomiczną dla przedsiębiorstwa. Stwarza to zapotrzebowanie na wsparcie menedżerów ze strony rachunkowości zarządczej koncepcjami

i narzędziami ułatwiającymi wykazanie mierzenie wpływu inwestowania w zasoby ludzkie na rezultaty ekonomiczno-finansowe (Pietrzak, 2012, s. 31).

## 1. Cel i metody badań

Celem badań jest określenie poziomu wybranych wskaźników zarządzania zasobami ludzkimi w spółdzielniach mleczarskich. Do analiz wybrano w sposób celowy 80 spółdzielni mleczarskich. Jako kryterium doboru przyjęto wielkość skupu mleka. Próbę można traktować jako *quasi* reprezentatywną z uwagi na większościowy udział w rynku oraz skupie mleka badanych jednostek. Spółdzielnie podzielono metodą kwartyli według wielkości majątku ogółem, a następnie obliczono wskaźniki zarządzania zasobami ludzkimi. Metoda ta polega na podzieleniu, uporządkowanej rosnąco według danego kryterium, zbiorowości na cztery równe części. Istnieją tylko trzy kwartyli, z których pierwszy dzieli populację na 1/4, w której wszystkie jednostki mają wartość cechy najmniejszą, a pozostałe 3/4 populacji obejmuje elementy o wyższych wartościach cechy. Kwartyl drugi dzieli populację na dwie równe części. Trzeci z kwartyli oddziela 3/4 populacji o większych wartościach cechy od 1/4 populacji o największych jej wartościach.

Grupa (kwartyl) I obejmowała spółdzielnie o najniższym poziomie majątku ogółem, grupa II, te o średnich aktywach trwałych oraz grupa III o najwyższych wartościach majątku ogółem. W celu uwiarygodnienia podziału spółdzielni na grupy dokonano testu Kruksalla-Wallisa na istotność różnic pomiędzy kwartyłami.

Wskaźniki przyjęte w badaniach oraz procedurę ich obliczania przedstawiono w tabeli 1.

**Tabela 1**

Metodyka liczenia wskaźników zarządzania kapitałem ludzkim

Wskaźnik	Wzór
Produktywność zasobów ludzkich	Przychody ogółem/całkowita liczba pełnych etatów
Wartość dodana kapitału ludzkiego	[Przychody ogółem – (koszty operacyjne – koszty wynagrodzeń – koszty świadczeń)]/całkowita liczba pełnych etatów
Zysk ze sprzedaży na pracownika (w przeliczeniu na pełne etaty)	Zysk ze sprzedaży/całkowita liczba pełnych etatów
Udział wynagrodzeń w przychodach ze sprzedaży	Koszty wynagrodzeń/przychody ze sprzedaży $\times$ 100%
Udział kosztów świadczeń w kosztach wynagrodzeń	Koszty świadczeń na rzecz pracowników/koszty wynagrodzeń $\times$ 100%
Koszty pracy na jednego zatrudnionego (etat)	Koszty pracy/całkowita liczba pełnych etatów

Źródło: opracowanie własne.

Okres badawczy obejmował lata 2013–2015.



## 2. Wyniki badań

Podstawowym wskaźnikiem oceny kapitału ludzkiego jest iloczyn przychodów ze sprzedaży do liczby pracowników. Jest to standardowa miara, jaką wykorzystują agencje rządowe czy media branżowe. Miara ta jest jednak uproszczonym wskaźnikiem, zaczęto jej używać w czasie, kiedy pracownicy byli zatrudniani na pełne etaty (nie uwzględniając prac sezonowych). Dziś sytuacja rynkowa jest bardziej skomplikowana, dlatego też stosowanie tego wskaźnika wymaga przeliczenia liczby pracowników na pełne etaty. Wskaźnik ten wymaga również uwzględnienia tak zwanych pracowników doraźnych, to znaczy wynajmowanych. Wskaźnik produktywności zasobów ludzkich to przychody ogółem w przeliczeniu na liczbę pełnych etatów (podlegają mu pracownicy o pełnym wymiarze godzin, niepełnoetatowi oraz doraźni). W tabeli 2 przedstawiono kształtowanie się wskaźnika produktywności zasobów ludzkich w spółdzielniach mleczarskich. Nie odnotowano jednolitej tendencji w tym zakresie w badanych latach. Największą wartość wskaźnika produktywności zasobów ludzkich stwierdzono w 2014 roku, w spółdzielniach o najwyższych aktywach ogółem (211,2 tys. zł/pracownika). Sytuacja taka mogła wynikać z relatywnie wysokich przychodów w odniesieniu do liczby pełnych etatów w tych podmiotach. Spółdzielnie mleczarskie o największym majątku ogółem charakteryzują się również wysokimi przychodami ze sprzedaży wyrobów mleczarskich, co mogło mieć istotne, bezpośrednie przełożenie na wysokość wskaźnika produktywności zasobów ludzkich. W spółdzielniach mleczarskich poziom zatrudnienia ma charakter socjalny i jest względnie stały, zatem o poziomie produktywności zasobów ludzkich tych jednostek decydują w szczególności uzyskiwane przychody ze sprzedaży.

**Tabela 2**

Produktywność zasobów ludzkich (tys. zł)

Kwartył	Lata			2013/2015 (%)
	2013	2014	2015	
Grupa I	71,9	115,6	74,9	104
Grupa II	65,0	82,3	89,2	136
Grupa III	98,2	211,2	158,8	162

Źródło: opracowanie własne.

W 2015 roku odnotowano zależność między wielkością majątku a produktywnością zasobów ludzkich. Wraz ze zwiększaniem się wartości aktywów ogółem, wskaźnik ten wzrastał (z poziomu 74,9 tys. zł/pracownika w spółdzielniach o najniższym majątku ogółem, do 158,8 tys. zł/pracownika w tych o aktywach największych). W pozostałych latach nie stwierdzono podobnego zjawiska, co może świadczyć o braku jednoznacznej zależności między poziomem aktywów a produktywnością zasobów ludzkich w badanych spółdzielniach. Największy przyrost wskaźnika produktywności zasobów ludzkich odnotowano w spółdzielniach o najwyższych wartościach aktywów ogółem (wzrost o 62% w 2015 r. w odniesieniu do 2013 r.). Przyczyną takiej sytuacji mogą być rosnące przychody

ze sprzedaży w tej grupie spółdzielni mleczarskich. Spółdzielnie mleczarskie o średnim poziomie majątku ogółem (grupa II) charakteryzowały się najniższym poziomem wskaźnika produktywności zasobów ludzkich w 2013 roku – 65 tys. zł/pracownika.

Wskaźnik wartości dodanej kapitału ludzkiego obliczono jako iloczyn różnicy przychodów ogółem i kosztów operacyjnych (bez kosztów pracy i świadczeń na rzecz pracowników) oraz całkowitej liczby pełnych etatów spółdzielni mleczarskich (tab. 3). Odpowiada na pytanie, w jakim stopniu wysiłki pracowników wpływają na zyski przedsiębiorstwa, zatem pozwala również na określenie efektywności zatrudnienia. Do kosztów pracy należą koszty wynagrodzeń oraz koszty świadczeń. Koszty świadczeń są to sumy pieniężne jakie firma płaci za zapewne pracownikom świadczeń. Jeśli jednak przewidziane są programy, gdzie za świadczenia ponosi koszty pracownik, nie są one przyporządkowane do tej grupy, gdyż nie są ponoszone przez przedsiębiorstwo. Stwierdzono tendencję rosnącą kształtowania się wskaźnika wartości dodanej kapitału ludzkiego w spółdzielniach o przeciętnym poziomie majątku ogółem (grupa II). W pozostałych grupach spółdzielni mleczarskich trend taki nie wystąpił.

**Tabela 3**

Wartość dodana kapitału ludzkiego (tys. zł/pracownika)

Kwartył	Lata		
	2013	2014	2015
Grupa I	6,3	9,9	6,1
Grupa II	5,6	5,7	6,5
Grupa III	7,1	12,2	11,5

Źródło: opracowanie własne.

Najwyższy poziom wartości dodanej kapitału ludzkiego stwierdzono w spółdzielniach o najwyższym majątku ogółem w 2014 roku, w którym wskaźnik ten wynosił 12,2 tys. zł/pracownika. Ponadto badania wykazały zależność między wielkością aktywów ogółem a poziomem wartości dodanej kapitału ludzkiego w 2015 roku. Wraz ze wzrostem majątku ogółem, zwiększał się również wskaźnik wartości dodanej kapitału ludzkiego (z 6,1 tys. zł/pracownika w spółdzielniach o najniższym majątku, do 11,5 tys. zł/pracownika w tych o aktywach najwyższych).

W tabeli 4 przedstawiono kształtowanie się zysku ze sprzedaży produktów mleczarskich w przeliczeniu na całkowite etaty spółdzielni mleczarskich. Najwyższy poziom wyniku ze sprzedaży na etaty stwierdzono w spółdzielniach o najwyższych aktywach ogółem w 2014 roku, w którym wskaźnik ten wynosił 32,6 tys. zł/pracownika. Niezależnie od wartości majątku ogółem, we wszystkich grupach spółdzielni największy zysk ze sprzedaży na pełne etaty zauważono w 2014 roku. Sytuacja taka mogła być spowodowana osiągnięciem w tym roku relatywnie najwyższych wyników finansowych ze sprzedaży wyrobów mleczarskich.

**Tabela 4**

Zysk ze sprzedaży na pracownika (tys. zł/pracownika)

Kwartył	Lata		
	2013	2014	2015
Grupa I	9,7	14,1	4,7
Grupa II	7,9	12,1	4,9
Grupa III	22,3	32,6	22,2

Źródło: opracowanie własne.

W 2015 roku odnotowano zależność między wartością aktywów ogółem a wskaźnikiem zysku ze sprzedaży na etat w badanych spółdzielniach mleczarskich. Wraz ze wzrostem poziomu majątku wskaźnik ten zwiększał się. Warto zauważyć, że różnice pod tym względem w grupach spółdzielni o najniższych i przeciętnych aktywach ogółem (grupa I i II) nie były znaczące (0,2 tys. zł/pracownika).

Wskaźnik udziału kosztów wynagrodzeń w przychodach ze sprzedaży w spółdzielniach mleczarskich należy ocenić korzystnie (tab. 5). Określa on udział kosztów poniesionych z tytułu wynagrodzeń, bez kosztów podatków i dodatkowych świadczeń w przychodach ze sprzedaży przedsiębiorstwa.

**Tabela 5**

Udział wynagrodzeń w przychodach ze sprzedaży (%)

Kwartył	Lata		
	2013	2014	2015
Grupa I	6,11	4,21	4,21
Grupa II	5,96	3,83	5,09
Grupa III	3,93	3,78	3,71

Źródło: opracowanie własne.

W grupie spółdzielni o najwyższych aktywach ogółem stwierdzono nieznaczną tendencję spadkową udziału kosztów wynagrodzeń w przychodach ze sprzedaży produktów mleczarskich (z poziomu 3,93% w 2013 r. do 3,71% w 2015 r.). W latach 2013–2014 zauważono zależność między wartością majątku ogółem a udziałem wynagrodzeń w przychodach ze sprzedaży. Im większa spółdzielnia pod względem wyodrębnionego kryterium podziału, tym udział wynagrodzeń w przychodach ze sprzedaży niższy. Oznaczać to może, że w spółdzielniach mleczarskich o najwyższych aktywach zasoby ludzkie są wykorzystywane efektywniej w odniesieniu do pozostałych grup. Najwyższym udziałem kosztów wynagrodzeń w przychodach ze sprzedaży wyrobów mleczarskich stwierdzono w spółdzielniach o najniższych aktywach w 2013 roku, w którym wskaźnik ten wynosił 6,12%. W 2014 roku we wszystkich grupach spółdzielni udział kosztów wynagrodzeń w przychodach ze sprzedaży był zbliżony i wynosił około 4%.

W tabeli 6 przedstawiono strukturę kosztów związanych z zatrudnieniem w spółdzielniach mleczarskich (udział kosztów wynagrodzeń w kosztach operacyjnych, kosztów świadczeń w kosztach operacyjnych oraz całkowitych kosztów pracy w kosztach operacyjnych). We wszystkich grupach spółdzielni mleczarskich zauważono tendencję spadkową kształtowania się udziału badanych kosztów w kosztach operacyjnych. Sytuacja taka może wynikać między innymi z zastępowania pracy ludzkiej maszynami (wdrażaniem nowych technologii produkcji, nowoczesnych linii produkcyjnych dedykowanych produkcji wyrobów mleczarskich).

**Tabela 6**

Udział kosztów pracy w kosztach operacyjnych (%) w latach 2013–2015

Kwartył	2013	2014	2015
Udział wynagrodzeń w kosztach operacyjnych			
Grupa I	8,90	6,96	6,23
Grupa II	10,33	9,18	5,86
Grupa III	5,46	3,16	4,53
Udział świadczeń w kosztach operacyjnych			
Grupa I	2,41	1,80	1,42
Grupa II	2,61	2,30	1,57
Grupa III	2,00	2,00	1,83
Udział kosztów pracy w kosztach operacyjnych			
Grupa I	11,31	8,76	7,65
Grupa II	12,94	11,48	7,43
Grupa III	6,85	3,98	5,68

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 7 przedstawiono kształtowanie się relacji kosztów świadczeń do kosztów wynagrodzeń. Jak można zauważyć, jest to jeden ze stabilniejszych wskaźników. Niewielkie wahania wartości mogą być spowodowane zmianami w systemie ubezpieczeniowym, jak również zmianami w wynagrodzeniu dla pracowników. Satysfakcjonujące dla przedsiębiorstwa jest to, aby wartość tego wskaźnika była jak najniższa, bowiem świadczy to o tym, że motywacja materialna ma duże znaczenie dla personelu w postaci bezpośrednio związanej z wynagrodzeniem.

Koszty świadczeń (bez ZUS) w spółdzielniach mleczarskich są związane zasadniczo z funkcjonującym Zakładowym Funduszem Świadczeń Socjalnych (ZFŚS) i nie występują w tych jednostkach inne rodzaje świadczeń na rzecz pracowników. Wskaźnik udziału tych kosztów w wynagrodzeniach nie był zróżnicowany w badanych grupach spółdzielni i wynosił (niezależnie od roku analizy) około 30%. Sytuacja taka może być spowodowana tym, że w spółdzielniach, oprócz narzutów na wynagrodzenia (20,61% płacy brutto), występuje stały zestaw świadczeń pozapłacowych zawartych w regulaminie ZFŚS.

**Tabela 7**

Udział kosztów świadczeń w kosztach wynagrodzeń (krotność)

Kwartył	Lata		
	2013	2014	2015
Grupa I	0,27	0,26	0,23
Grupa II	0,25	0,25	0,27
Grupa III	0,26	0,26	0,26

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 8 przedstawiono kształtowanie się kosztów pracy w odniesieniu do pełnych etatów spółdzielni mleczarskich. Nie zauważono jednolitej tendencji w tym zakresie w żadnej z wyodrębnionych grupach spółdzielni. Najniższe wartości wskaźnika kosztów pracy na zatrudnionego (w przeliczeniu na pełne etaty) odnotowano w 2015 roku w spółdzielniach o najwyższych aktywach ogółem (30,5 tys. zł/pracownika). Sytuacja taka może być spowodowana tym, że spółdzielnie największe pod względem badanego kryterium zainwestowały w nowoczesne linie produkcyjne i relatywnie zmniejszyły się zarówno koszty pracy, jak i wielkość zatrudnienia.

**Tabela 8**

Koszty pracy na zatrudnionego w przeliczeniu na pełne etaty (tys. zł/pracownika)

Kwartył	Lata		
	2013	2014	2015
Grupa I	55,8	61,3	38,7
Grupa II	49,0	39,4	57,6
Grupa III	40,2	53,2	30,5

Źródło: opracowanie własne.

W grupie spółdzielni o najniższym majątku ogółem zauważono istotne zmniejszenie się wskaźnika kosztów pracy na etat z poziomu 55,8 tys. zł w 2013 roku do 38,7 tys. zł w 2015 roku. Sytuacja ta może wynikać ze zmniejszania poziomu zatrudnienia w badanej grupie spółdzielni w celu redukcji wysokich kosztów pracy.

## Uwagi końcowe

Celem badań było określenie poziomu wybranych wskaźników zarządzania zasobami ludzkimi w zależności od wartości majątku ogółem spółdzielni mleczarskich. Zauważono zależność między wartością majątku ogółem a udziałem wynagrodzeń w przychodach ze sprzedaży. Im większa spółdzielnia pod względem wyodrębnionego kryterium podziału, tym udział wynagrodzeń w przychodach ze sprzedaży niższy. Oznaczać to może, że w spółdzielniach mleczarskich o najwyższych aktywach zasoby ludzkie są wykorzystywane efektywniej w odniesieniu do pozostałych grup.

Najwyższym udziałem kosztów wynagrodzeń w przychodach ze sprzedaży wyrobów mleczarskich stwierdzono w spółdzielniach o najniższych aktywach w 2013 roku, w którym wskaźnik ten wynosił 6,12%. W 2014 roku we wszystkich grupach spółdzielni udział kosztów wynagrodzeń w przychodach ze sprzedaży był zbliżony i wynosił około 4%. Zasadniczo wielkość majątku spółdzielni nie różnicuje efektywności zarządzania kapitałem ludzkim, jednak można zauważyć korzystniejsze wielkości badanych wskaźników w spółdzielniach największych pod względem aktywów ogółem. Spółdzielnie w tej grupie uzyskują relatywnie najwyższe przychody i zyski ze sprzedaży poprzez przewagę w zakresie korzyści skali. W spółdzielniach mleczarskich, bez względu na wielkość majątku ogółem, zatrudnienie ma wciąż charakter socjalny, z tego względu koszty wynagrodzeń znajdują się w strukturze kosztów operacyjnych tych jednostek na drugim miejscu, po kosztach zużycia materiałów i energii.

Najwyższy poziom wartości dodanej kapitału ludzkiego stwierdzono w spółdzielniach o najwyższym majątku ogółem. Ponadto badania wykazały zależność między wielkością aktywów ogółem a poziomem wartości dodanej kapitału ludzkiego w 2015 roku. Wraz ze wzrostem majątku ogółem zwiększał się również wskaźnik wartości dodanej kapitału.

## Literatura

- Baran, J., Kołyska, J. (2009). Porównanie wykorzystania zasobów małych, średnich i dużych przedsiębiorstw przemysłu mleczarskiego w latach 1998–2005. *Equilibrium*, 1 (2), 159–171.
- Brummet, R.L., Flamholtz, E.G., Pyle, C.P. (1969). Human Resource Accounting: A Tool to Increase Managerial Effectiveness. *Management Accounting*, 50, 110–124.
- Chen, H.M., Min, K.J. (2004). The Role of Human Capital Cost in Accounting. *Journal of Intellectual Capital*, 1 (5), 98–115.
- Chmielewska, M. (2006). Wielkość majątku a kondycja finansowa spółdzielni mleczarskich. *Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego*, 1, 77–85.
- Dobija, M. (2005). Pomiar kapitału ludzkiego i możliwości raportowania wyników. *Zeszyty Naukowe Zarządzanie Zasobami Ludzkimi*, 5, 31–42.
- Flamholtz, E.G. (2001). *Human Resource Accounting: Advances in Concepts, Methods, and Applications*. Boston.
- Ijiri, K. (1995). Segment statements and Informative ness Measures: Managing Capital, vs Managing Resources. *Accounting Horizons*, 3 (9), 55.
- Lepak, D. Snell, S. (1999). The Human Resource Architecture: Toward a Theory of Human Capital Allocation and Development. *The Academy of Management Review*, 1 (24).
- Łukasiewicz, G. (2006). Kapitał ludzki w organizacji opartej na wiedzy – wyzwania dla sprawozdawczości. *Zeszyty Naukowe Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego*, 3, 89–99.
- Mierzwa, D. (2011). The Development and Importance of Cooperative Companies in the National Economy of the EU Countries. W: *Fundamentals of Management in Modern Small and Medium-Sized Enterprises*, red. S. Lachiewicz, A. Zakrzewska-Bielawska. Łódź: Wydawnictwo Politechniki Łódzkiej.
- Nałęcz, S., Konieczna, J. (2011). Sektor spółdzielczy – główny pracodawca. W: *Gospodarka społeczna w Polsce*, Instytut Studiów Politycznych PAN, Warszawa.
- Paton, W.A. (1992). *Accounting Theory*. New York: Ronald Press.
- Pietrzak, M. (2012). Rola zasobów ludzkich w kształtowaniu wyników ekonomiczno-finansowych przedsiębiorstw w świetle przeglądu literatury i badań własnych. *Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie. Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej*, 99.
- Purcell, J. (2000). The Meaning of Strategy in Human Resources Management. W: *Human Resource Management: A Critical Text*, red. J. Storey (s. 11–29). London: Cengage Learning EMEA.

- Sakalas, A., Lipe, Z. (2011). Evaluation Methods of Investment in Human Capital, *Economics & Management*, 2 (23), 54–68.
- Wasilewski, M., Chmielewska, M. (2006). Fundusz udziałowy a kondycja finansowa spółdzielni mleczarskich. *Acta Scientiarum Polonorum. Oeconomia*, 2.
- Xian, Z.A. (2010). Review of the Evaluation Methods of the Value of Human Capital of the Manager in China. *International Business & Economics Research Journal*, 6 (9).

#### TOTAL ASSETS AND HUMAN RESOURCES MANAGEMENT IN DAIRY COOPERATIVES

**Abstract:** *Purpose* – To determine the level of the selected human capital management indicators in dairy cooperatives.

*Design/methodology/approach* – The 80 of dairy cooperatives was selected. The selection criterion assumes the volume of milk buying. The sample should be considered as quasi-representative because of the participation in market and the purchase of milk. The cooperatives were divided of the group by the size of the assets, and the human resource management indicators were calculated. Human resource productivity indicators, added value of human capital, average earnings per employee, and share of salaries in total revenue were calculated. The research period is 2013–2015 years.

*Findings* – Increased labour costs per employee, with an increase in the total assets of the dairy cooperative. This can result from the use of modern technology and modern machinery, which is more expensive in operation and requires expertise. The local nature of the activities of smaller cooperatives does not mean that they are detached from the modern economic realities. Functioning in today's competitive market economy, the need for continuous improvement of technology, the introduction of new high-quality products, which ultimately leads to the need for continuous training of human resources At every level of the organisational structure.

*Originality/value* – work is a *novum* in the study of human capital in dairy cooperatives.

**Keywords:** human capital, dairy cooperatives, assets, employment

#### Cytowanie

- Ganc, M. (2018). Aktywa ogółem a zarządzanie zasobami ludzkimi w spółdzielniach mleczarskich. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 45–55. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-04.





## Poziom funduszy własnych a kondycja finansowa spółdzielni mleczarskich

Marzena Ganc, Mirosław Wasilewski\*

**Streszczenie:** *Cel* – Określenie zależności pomiędzy wartością funduszy własnych spółdzielni mleczarskich a ich kondycją finansową.

*Metodologia badania* – Do badań wybrano w sposób celowy 88 spółdzielni mleczarskich położonych na terytorium całej Polski. Okres badań obejmował lata 2009–2014. Dokonano oceny płynności finansowej, rentowności oraz sprawności gospodarowania. Wybraną próbę spółdzielni można traktować jako „quasi” reprezentatywną, z uwagi na znaczący ich udział w rynku mleczarskim. W analizie zyskowności wykorzystano skorygowany zysk netto Dwornika, jako miarę efektywności działalności spółdzielni.

*Wynik* – Płynność finansowa bieżąca, szybka i gotówkowa kształtowały się na odpowiednim poziomie, przy jednoczesnym niskim poziomie rentowności. Wraz ze wzrostem wartości funduszy własnych wskaźnik bieżącej płynności finansowej zwiększał się. Spółdzielnie największe pod względem funduszy własnych wykazywały nadpłynność finansową. Poziom zadłużenia ogółem spółdzielni mleczarskich można ocenić jako odpowiedni, pomimo faktu, że przekraczał 50% wartości aktywów ogółem w grupie spółdzielni o najniższym funduszu własnym. Należy mieć na uwadze w tym obszarze wskaźnik dźwigni finansowej, który na ogół kształtował się na korzystnym poziomie oraz na fakt, że zarządzający spółdzielniami korzystają przede wszystkim z długoterminowych form zadłużania.

*Oryginalność/wartość* – Badania stanowią kontynuację analiz autorów dotyczących determinant i specyfiki kształtowania kondycji finansowej spółdzielni mleczarskich.

**Słowa kluczowe:** spółdzielnie mleczarskie, efektywność finansowa, fundusze własne

### Wprowadzenie

W skali Unii Europejskiej (UE) Polska z produkcją na poziomie około 12 mld l mleka jest zaliczana do dużych producentów tego surowca. Znaczenie mleczarstwa jako istotnego ogniwa systemu agrobiznesu w naszym kraju potwierdza m.in. 20% udziału w wartości produkcji towarowej rolnictwa, prawie 14% udziału w sprzedaży i 11% udziału w eksporcie przemysłu spożywczego czy 15% udziału w wydatkach konsumentów na żywność (Pietrzak, 2006, s. 36). Przetwórstwo mleka jest jedną z nielicznych sfer agrobiznesu w Polsce, gdzie dominuje spółdzielcza forma gospodarowania (Dyka, Grzegorzewski, 2000, s. 111). Przemysł mleczarski jest jednym z najważniejszych działów polskiej gospodarki żywnościowej, jednak w czasach po kryzysie stracił na międzynarodowej konkurencyjności

---

\* dr Marzena Ganc, SGGW w Warszawie, Wydział Nauk Ekonomicznych, Katedra Finansów, e-mail: marzena\_ganc@sggw.pl; dr hab. Mirosław Wasilewski, prof. SGGW w Warszawie, Wydział Nauk Ekonomicznych, Katedra Finansów, e-mail: miroslaw\_wasilewski@sggw.pl.

cenowej, bazującej na tanim surowcu. Warunkiem utrzymania konkurencyjności branży w przyszłości będzie wzrost efektywności przetwórstwa mleka. Według Baran (2007, s. 109) jednym z czynników poprawy efektywności przetwórstwa mleka w spółdzielniach może być koncentracja produkcji i wiążący się z tym wzrost jej skali.

Rynek mleczarski składa się z wielu powiązanych ze sobą rynków produktowych, odzwierciedlających szeroką gamę produktów końcowych (Pietrzak, 2007, s. 46). Model biznesowy typowy dla przedsiębiorstw branży mleczarskiej, zwłaszcza spółdzielni, uzależniony jest od skupu surowego mleka dostarczanego od rolników – właścicieli spółdzielni (Jacobson, Cropp, 1999, s. 1–7).

Fundusze własne są najbardziej stabilną podstawą finansowania działalności przedsiębiorstwa, decydującą w istotnym stopniu o utrzymaniu płynności finansowej. Ich wysokość stanowi dla wierzycieli informację, do jakiej kwoty podmiot zdolny jest ponosić konsekwencje finansowe w razie powstania strat. Kapitał własny stanowi równowartość zasobów majątkowych podmiotu, którymi dysponuje w całym okresie działalności. Jedną z najważniejszych pozycji kapitału własnego jest kapitał (fundusz) podstawowy, który w spółdzielni przyjmuje postać funduszu udziałowego. Fundusz ten tworzony jest z majątku powstałego z wniesionych wpłat członkowskich lub nieodebranej ze spółdzielni nadwyżki bilansowej (Zuba, Zuba-Ciszewska, 2014, s. 310).

Spółdzielnia mleczarska z wypracowanego zysku może tworzyć fundusz zasobowy i tym samym powiększać swoje kapitały. Może też przyjąć inną strategię działania, polegającą na utrzymaniu wyższych cen mleka w skupie, przez co pomniejszy wypracowany zysk. Jeżeli jednak przy tej strategii zarządzający spółdzielnią dokonają potrąceń z należności za mleko na powiększenie funduszu udziałowego, zapłacą mniejszy podatek dochodowy i osiągną, łącznie z zyskiem, większą akumulację kapitału (Wasilewski, Dworniak, 2007, s. 118). W spółdzielniach mleczarskich bardziej miarodajnym miernikiem efektywności gospodarowania niż wynik finansowy jest suma osiągniętego wyniku finansowego i wzrostu funduszu udziałowego. Sumę tę Dworniak zaproponował nazwać skorygowanym zyskiem netto (Dworniak, 2008, s. 12).

Z badań Wasilewskiego i Chmielewskiej wynika, że spółdzielnie w latach 2004–2006 zasadniczo różniły się udziałem funduszu udziałowego w strukturze pasywów i funduszu własnego. Spółdzielnie o najwyższym funduszu udziałowym charakteryzowały się najwyższym poziomem inwestycji. W spółdzielniach tych występowała zadowalająca bieżąca płynność finansowa. Stwierdzono zbliżony i relatywnie wysoki udział zadłużenia ogólnego w strukturze finansowania spółdzielni, co stanowiło zagrożenie utraty szybkiej płynności finansowej. Zaangażowanie funduszu obcego było na ogół efektywne, gdyż w większości badanych lat wskaźnik dźwigni finansowej był dodatni. Nie odnotowano zasadniczych zależności między wielkością funduszu udziałowego a rentownością majątku i funduszu własnego (Wasilewski, Chmielewska, 2008, s. 70).

Przeprowadzone przez Łuczaj badania wykazały, że spółdzielnie prowadzące działalność w branży mleczarskiej w województwie podlaskim w latach 2010–2012 systematycznie

zwiększały wartość aktywów, poprzez ich finansowanie z własnych źródeł. Udział w środkach własnych w wartości pasywów ogółem przekraczał 60% we wszystkich badanych latach. Wartość funduszy własnych dynamicznie rosła przez cały okres i wynosiła około 23% (Łuczaj, 2015, s. 75). Ponadto z badań tej autorki wynika, że udział funduszu własnego spółdzielczych przedsiębiorstw branży spożywczej w pasywach ogółem zwiększał się dzięki wzrostowi zyskowności. Stabilna konstrukcja własnych źródeł finansowania spółdzielni oraz wysoki udział funduszy własnych stanowi istotne ich zabezpieczenie finansowe (Łuczaj, 2014, s. 43). Spółdzielnie mleczarskie, tak jak wszystkie podmioty gospodarcze, funkcjonują w warunkach rynkowych na zasadzie samofinansowania. Dlatego też zarządzający nimi powinni prowadzić bieżącą analizę sytuacji finansowej, w zależności od poziomu funduszu własnego<sup>1</sup>.

W gospodarce rynkowej, w której funkcjonują spółdzielnie mleczarskie, sprawozdanie finansowe to nie tylko dokument sporządzany na potrzeby rachunkowości, ale także element odzwierciedlający skuteczność gospodarowania i celowość istnienia spółdzielni na rynku. Ważność informacji zawartych w sprawozdaniach finansowych spółdzielni do oceny ich kondycji finansowej, w tym również analizy kosztów, jest niepodważalna. Dlatego analiza finansowa to nieodłączny element badania i oceny wyników działalności przedsiębiorstwa (Micherda, 2004, s. 233).

## 1. Cel i metody badań

Celem głównym opracowania jest określenie efektywności działalności spółdzielni mleczarskich w zależności od poziomu funduszy własnych. Wykorzystano w tym zakresie dane finansowe 88 największych pod względem ilości skupowanego surowca mlecznego spółdzielni mleczarskich, położonych na terytorium całej Polski. Okres badawczy obejmował lata 2010–2014. W badaniach przyjęto do weryfikacji hipotezę, że w spółdzielniach mleczarskich występują zależności między wielkością funduszu własnego a ich sytuacją ekonomiczno-finansową. Do grupowania spółdzielni wykorzystano metodę rangową, która sprowadza się do porządkowania obiektów według wybranych cech i zsumowania pozycji dla poszczególnych sortowań. Opierając się na ustalonej liście rankingowej spółdzielni, wyodrębniono ich grupy według metody kwartyli<sup>2</sup>. Liczebność spółdzielni w każdym roku

---

<sup>1</sup> Fundusz własny w spółdzielni to pieniężny odpowiednik majątku stanowiącego własność jednostki, ustalony zgodnie ze statutem, umową o utworzeniu lub przepisami o gospodarce finansowej jednostki i występuje jako kapitał podstawowy, należne, lecz niewniesione wkłady na poczet kapitału podstawowego, kapitał zapasowy, kapitał rezerwowy z aktualizacji wyceny i pozostałe kapitały rezerwowe, niepodzielony wynik finansowy z lat ubiegłych, wynik finansowy netto roku obrotowego.

<sup>2</sup> Metoda ta polega na podzieleniu, uporządkowanej rosnąco według danego kryterium, zbiorowości na cztery równe części. Istnieją tylko trzy kwartyle, z których pierwszy dzieli populację na 1/4, w której wszystkie jednostki mają wartość cechy największą, a pozostałe 3/4 populacji obejmuje elementy o niższych wartościach cechy. Kwartyl drugi dzieli populację na dwie równe części. Trzeci z kwartyli oddziela 3/4 populacji o mniejszych wartościach cechy od 1/4 populacji o największych jej wartościach. Pierwsza grupa spółdzielni objęła 25% ich zbiorowości

była taka sama i wynosiła w kwartylach I oraz III po 22 spółdzielnie, natomiast w kwartylu II 44 przedsiębiorstwa. Przeprowadzono testy na istotność różnic między grupami, które wykazały zasadność podziału spółdzielni mleczarskich na grupy metodą kwartyli według wielkości funduszu własnego. W każdej z wyodrębnionych grup obliczono wskaźniki płynności bieżącej, szybkiej i natychmiastowej, wskaźniki rentowności sprzedaży, majątku i kapitału, a ponadto wskaźnik dźwigni finansowej oraz ogólnego zadłużenia. Ponadto określono cykle obrotu należności oraz zobowiązań w dniach. W ocenie zyskowności przyjęto miarę stworzoną przez Dworniaka, tj. skorygowany zysk netto<sup>3</sup>.

## 2. Wyniki badań

W spółdzielniach o najwyższym funduszu własnym odnotowano tendencję wzrostową średniego poziomu funduszy własnych (tab. 1). W spółdzielniach tych nastąpił wzrost funduszy własnych z 2238,7 mln zł w 2012 roku do 3335,1 mln zł w 2014 roku, tj. o 23%. Sytuacja taka mogła być spowodowana konsolidacją w sektorze mleczarskim, jaka miała miejsce w badanych latach. Dowodem na to może być również fakt spadku przeciętnego poziomu funduszy własnych w spółdzielniach o najniższych wartościach w tym zakresie, które mogły być sukcesywnie przejmowane przez duże podmioty. Przeciętny poziom funduszy własnych w spółdzielniach o średnim ich poziomie wynosił 557,3 mln zł w 2013 roku. W grupie spółdzielni o najniższym funduszu, średni poziom w tym zakresie wynosił 45,2 mln zł w 2014 roku.

**Tabela 1**

Średnia wartość funduszy własnych w spółdzielniach (mln zł)

Kwartył	Lata				
	2010	2011	2012	2013	2014
I	2238,7	2520,2	2734,9	3122,6	3335,1
II	450,6	476,5	502,5	557,3	552,2
III	48,9	50,4	48,9	50,2	45,2

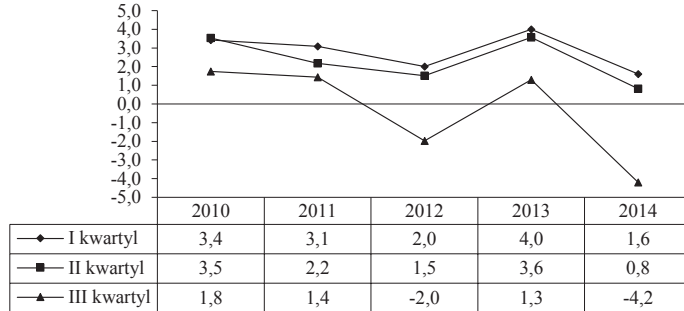
Źródło: opracowanie własne.

Rentowność majątku spółdzielni mleczarskich kształtowała się na relatywnie niskim poziomie (rys. 1). Najwyższą wielkość w tym zakresie odnotowano w spółdzielniach o najwyższym funduszu własnym w 2013 roku, w którym wynosiła 4%. Wraz ze spadkiem wartości funduszy własnych spółdzielni, zyskowność majątku malała, jednakże różnice te nie były znaczące. Wyjątkiem pod tym względem była sytuacja w 2010 roku, w którym

(dolny kwartył) o najwyższej wartości funduszu własnego, druga o średniej (50% zbiorowości), a trzecia najniższej (25% zbiorowości).

<sup>3</sup> Suma osiągniętego wyniku finansowego i wzrostu funduszu udziałowego.

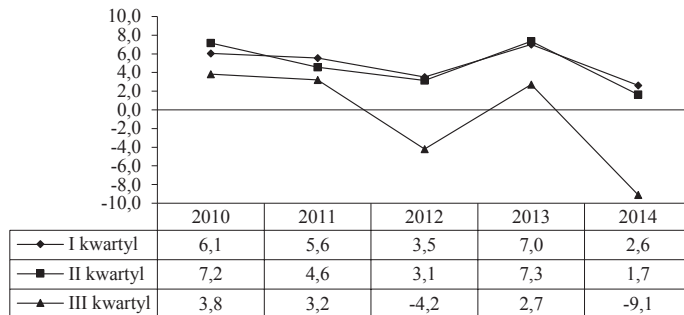
wyższą rentowność aktywów wykazały spółdzielnie o średnim poziomie funduszy własnych (o 0,1 p.p.).



**Rysunek 1.** Wskaźnik rentowności majątku<sup>4</sup> (%)

Źródło: opracowanie własne.

Spółdzielnie o najniższych funduszach własnych w latach 2012 i 2014 były nierentowne i odnotowały wskaźniki zyskowności aktywów na poziomie odpowiednio  $-2\%$  oraz  $-4,2\%$ . Oznacza to, że spółdzielnie te nie uzyskiwały korzyści z zaangażowania kapitału obcego. Niższy fundusz własny może być także odzwierciedleniem mniejszej skali działalności, a przez to niskiej pozycji konkurencyjnej na rynku mleczarskim.



**Rysunek 2.** Wskaźnik rentowności funduszu własnego<sup>5</sup> (%)

Źródło: opracowanie własne.

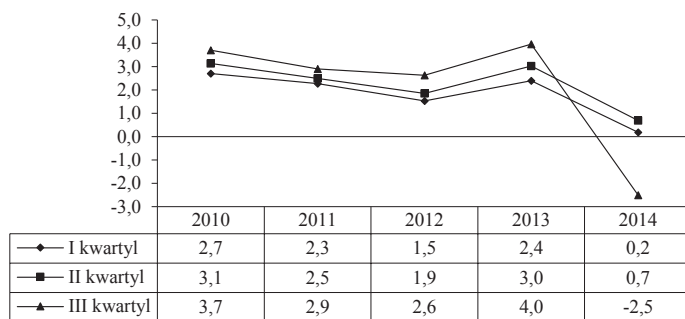
Na rysunku 2 przedstawiono kształtowanie się zyskowności funduszy własnych badanych spółdzielni mleczarskich. Wszystkie podmioty, z wyjątkiem spółdzielni najmniejszych pod względem funduszy własnych, odnotowały dodatnie wskaźniki rentowności

<sup>4</sup> Obliczony jako iloraz skorygowanego zysku netto i aktywów ogółem  $\times 100$ .

<sup>5</sup> Obliczony jako iloraz skorygowanego zysku netto i funduszy własnych  $\times 100$ .

w tym zakresie. Generalnie wskaźnik zyskowności funduszy własnych kształtował się na niskim poziomie, a najwyższą wielkość w tym zakresie odnotowały spółdzielnie o średnim poziomie funduszy własnych w 2013 roku, w którym wynosił 7,3%. Wielkości wskaźnika zyskowności funduszy własnych spółdzielni o najwyższym i średnim poziomie funduszu własnego były zbliżone. Sytuacja taka mogła być spowodowana tym, że zarządzający spółdzielczymi podmiotami na rynku mleka nie są zainteresowani jak najwyższą zyskownością, co wynika ze specyfiki ich działalności. Należy jednak stwierdzić, że w odniesieniu do dużych różnic w poziomie funduszy własnych, między spółdzielniami z pierwszego i drugiego kwartyla, w niektórych latach, te o średnim poziomie funduszy uzyskiwały lepsze wyniki w zakresie rentowności wykorzystania tych funduszy.

Wskaźnik rentowności sprzedaży w badanych spółdzielniach kształtował się na niskim poziomie. W latach 2010–2013 stwierdzono, że wraz ze spadkiem wartości funduszy własnych wskaźnik ten zwiększał się – w 2013 roku w spółdzielniach o najwyższym funduszu własnym wynosił 2,4%, natomiast w tych, najmniejszych pod tym względem około 4%. Sytuacja taka mogła być spowodowana tym, że spółdzielnie większe pod względem przyjętego kryterium ich podziału korzystają z efektu skali sprzedaży i uzyskują wyższą kwotę zysku, co umożliwia inwestycje. Spółdzielnie mleczarskie o najwyższym funduszu własnym osiągają wyższą zyskowność majątku i kapitałów, natomiast niższą rentowność sprzedaży. Odwrotną sytuację stwierdzono w spółdzielniach o najniższych funduszach własnych. Niższa rentowność sprzedaży w spółdzielniach o przeciętnym poziomie funduszy własnych, może być efektem walki konkurencyjnej na rynku, gdyż ich produkty uzyskują niższą jednostkową cenę sprzedaży, co generuje dodatkowy popyt.



**Rysunek 3.** Wskaźnik rentowności sprzedaży<sup>6</sup> (%)

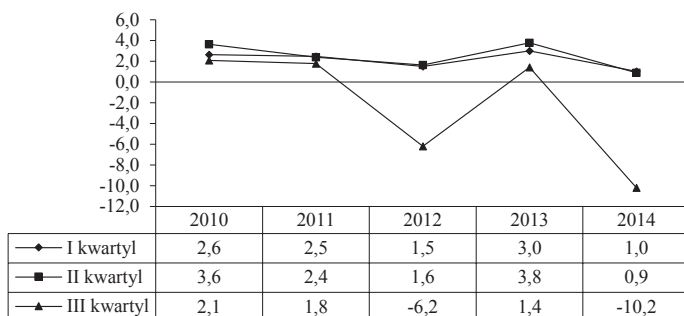
Źródło: opracowanie własne.

W spółdzielniach mleczarskich wskaźnik dźwigni finansowej<sup>7</sup> kształtował się na niskim poziomie. Przyczyną takiej sytuacji może być fakt, że zarządzający nimi nie zaciągają

<sup>6</sup> Obliczony jako iloraz zysku ze sprzedaży i przychodów ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów  $\times 100$ .

<sup>7</sup> Obliczony jako różnica między ROE i ROA w procentach.

krótkoterminowych kredytów i preferują finansowanie działalności z własnych środków lub z dotacji z Unii Europejskiej. Najwyższą efektywność wykorzystania obcych kapitałów stwierdzono w spółdzielniach o średnim poziomie funduszy własnych w 2010 roku oraz w latach 2012–2013 (rys. 4). W spółdzielniach tych wskaźnik dźwigni finansowej najwyższą wielkość odnotował w 2013 roku i wynosił 3,8%. W 2014 roku spółdzielnie o najniższym funduszu własnym odnotowały ujemny wskaźnik wykorzystania kapitałów obcych – na poziomie  $-10,2\%$ .

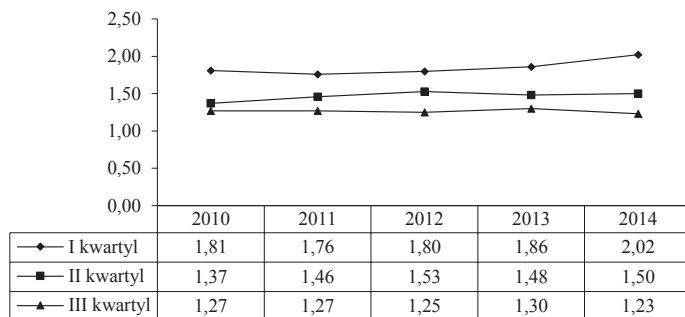


**Rysunek 4.** Wskaźnik dźwigni finansowej (%)

Źródło: opracowanie własne.

Można stwierdzić, że wartość funduszy własnych spółdzielni nie różnicowała zasadniczo efektywności wykorzystania obcych źródeł finansowania działalności. Może to wynikać z awersji do ryzyka zarządzających spółdzielniami mleczarskimi, co widoczne jest w bardzo niskim zadłużeniu krótkoterminowym tych jednostek. Spółdzielnie mleczarskie wykorzystują w znacznym stopniu (w odniesieniu do obcych źródeł finansowania) zadłużenie długoterminowe, co pozwala ograniczać ryzyko związane z niemożliwością spłaty zaciągniętych zobowiązań.

Na rysunku 5 przedstawiono wskaźnik bieżącej płynności finansowej spółdzielni w zależności od wartości funduszy własnych. Wszystkie grupy spółdzielni, bez względu na poziom przyjętego kryterium podziału, odnotowały płynność ogólną w granicach 1,2–2,0. Wraz ze wzrostem funduszy własnych spółdzielni mleczarskich wskaźnik płynności bieżącej był wyższy. W spółdzielniach największych pod względem wartości funduszu własnego bieżąca płynność finansowa w 2014 roku wynosiła 2,02, natomiast w tych o niskich funduszach własnych 1,23, co jest efektem wyższego poziomu zadłużenia. W poszczególnych grupach spółdzielni wskaźnik płynności ogólnej kształtował się na relatywnie stałym poziomie. Świadczyć to może o stabilnej strategii zarządzających spółdzielniami w zakresie płynności finansowej. W spółdzielniach mleczarskich, dla których zysk nie jest głównym celem działalności, utrzymanie odpowiedniego poziomu płynności finansowej może stanowić wyznacznik stabilności działalności gospodarczej.

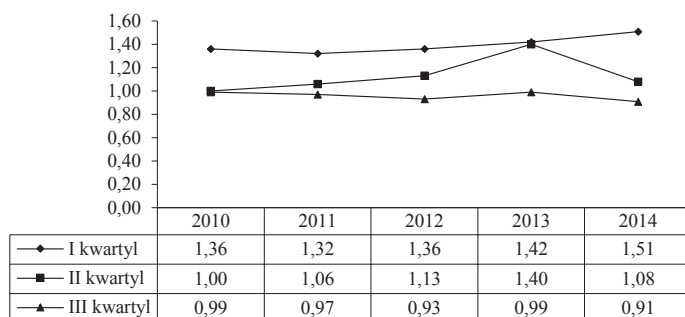


**Rysunek 5.** Wskaźnik płynności bieżącej

Źródło: opracowanie własne.

Malejący poziom wskaźnika płynności bieżącej wraz ze spadkiem wartości funduszy własnych może być odzwierciedleniem oferowania relatywnie wysokiej ceny za mleko dostawcom, co generuje niższe przepływy pieniężne, bądź wynikać z bardziej liberalnej polityki w zakresie realizacji należności. Ponadto przyczyną takiej sytuacji może być strategia zarządzających spółdzielniami w zakresie aktywów obrotowych i kapitału pracującego.

Spółdzielnie mleczarskie, bez względu na wartość funduszy własnych, zachowały odpowiednie poziomy wskaźnika płynności przyspieszonej (od 0,91 do 1,51). Najwyższą płynność szybką odnotowano w spółdzielniach największych pod względem funduszu własnego w 2014 roku, w którym wynosiła ona 1,51. Można stwierdzić, że spółdzielnie o największych funduszach własnych charakteryzowały się nadpłynnością finansową. W spółdzielniach o średnim oraz niskim funduszu własnym wskaźnik płynności szybkiej kształtował się na poziomie około jedności, z zastrzeżeniem, że spółdzielnie najmniejsze pod względem funduszu własnego utrzymywały poziom tego wskaźnika nieznacznie niżej.

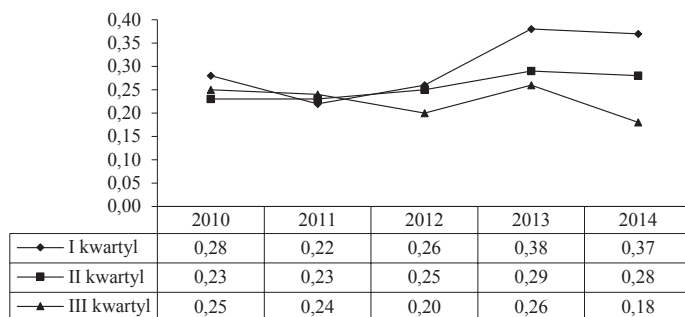


**Rysunek 6.** Wskaźnik płynności szybkiej

Źródło: opracowanie własne.

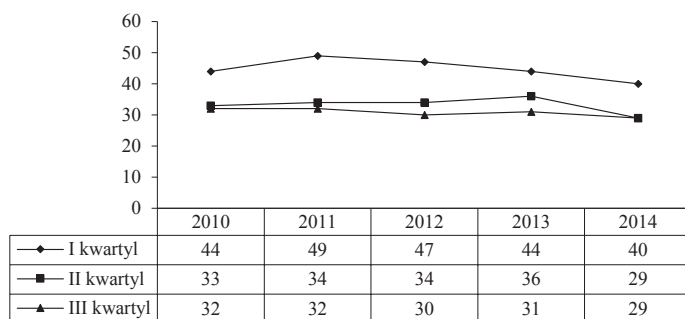


Na rysunku 7 przedstawiono kształtowanie się wskaźnika płynności gotówkowej spółdzielni mleczarskich. Poziom tego wskaźnika we wszystkich grupach spółdzielni był zbliżony. Najwyższy poziom płynności natychmiastowej stwierdzono w spółdzielniach o największym funduszu własnym w 2013 roku, w którym wynosił 0,38, natomiast najniższy w spółdzielniach z kwartyła III – 0,18. Reasumując ocenę płynności finansowej natychmiastowej (gotówkowej) spółdzielni można stwierdzić, że bez względu na wartość funduszy własnych, spółdzielnie utrzymują prawidłowy poziom płynności finansowej, co oznacza, że fundusz ten nie różnicuje znacząco poziomu płynności gotówkowej. Istnieje jednak zależność między wielkością funduszy własnych a płynnością finansową bieżącą oraz szybkością, gdyż wraz ze zwiększaniem się tych funduszy wskaźniki tej płynności rosną.



**Rysunek 7.** Wskaźnik płynności natychmiastowej

Źródło: opracowanie własne.



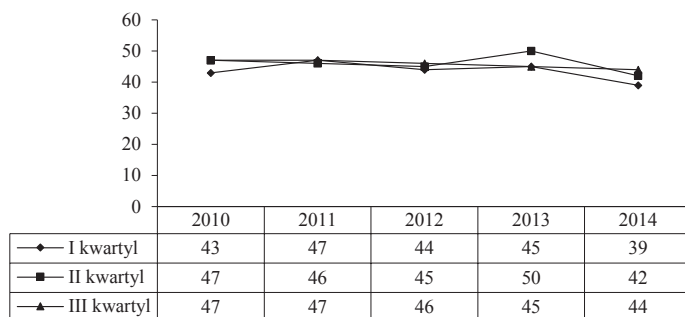
**Rysunek 8.** Wskaźnik obrotu należności (dni)

Źródło: opracowanie własne.

Najdłuższy okres realizacji należności stwierdzono w spółdzielniach mleczarskich o najwyższym funduszu własnym (rys. 8). Wraz ze spadkiem wartości tego funduszu, okres

spływu należności ulegał skróceniu. Może to być wynikiem większej skali sprzedaży produktów supermarketom przez spółdzielnie największe pod względem funduszy własnych, i co za tym idzie, bardziej liberalną polityką w zakresie realizacji należności. W spółdzielniach o średnim i najniższym funduszu własnym w 2014 roku stwierdzono najkrótszy obrót należności, który wynosił 29 dni. Reasumując można zauważyć, że spółdzielnie największe pod względem funduszu własnego mogą wydłużać okres otrzymania należności bez utraty płynności finansowej, podczas gdy mniejsze podmioty dążą do skracania czasu spływu należności.

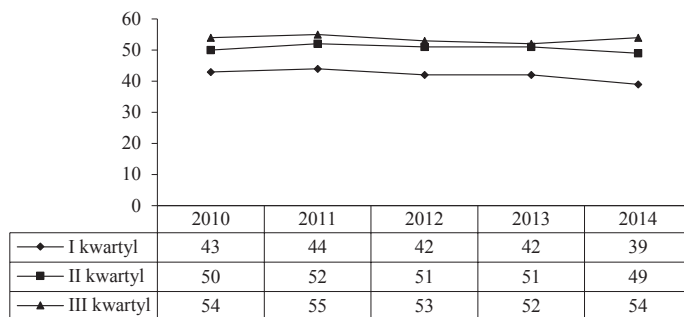
Na rysunku 9 przedstawiono okres spłaty zobowiązań krótkoterminowych (w dniach) badanych spółdzielni. We wszystkich grupach spółdzielni wskaźnik obrotu tych zobowiązań kształtował się od 39 do 50 dni. Najkrócej spłacały swoje zobowiązania krótkoterminowe spółdzielnie o największym funduszu własnym w 2014 roku (39 dni), natomiast najdłuższy okres realizacji tych zobowiązań stwierdzono w tych o średnim poziomie funduszu własnego (50 dni). Większe spółdzielnie pod względem funduszy własnych skracają terminy zapłaty zobowiązań krótkoterminowych w odniesieniu do pozostałych grup. Okres realizacji tych zobowiązań we wszystkich spółdzielniach należy ocenić korzystnie. Ma to związek z tym, że zobowiązania dotyczą głównie należnych wpłat rolnikom – członkom spółdzielni – za dostarczone mleko.



**Rysunek 9.** Wskaźnik obrotu zobowiązań bieżących (dni)

Źródło: opracowanie własne.

Wskaźnik poziomu zadłużenia określa udział zobowiązań ogółem w sumie bilansowej (rys. 10). Wraz ze spadkiem wartości funduszy własnych, poziom zadłużenia spółdzielni ulegał zwiększeniu, ale nie były to duże różnice. Sytuacja taka mogła być spowodowana tym, że największe spółdzielnie pod względem funduszy własnych preferują finansowanie działalności ze środków własnych, podczas gdy najmniejsze pod tym względem wspomagają się obcymi źródłami finansowania. Poziom zadłużenia spółdzielni, bez względu na wielkość funduszy własnych, należy ocenić korzystnie, gdyż wskaźnik poziomu zadłużenia ogólnego nieznacznie przekraczał 50%.



**Rysunek 10.** Wskaźnik poziomu zadłużenia (%)

Źródło: opracowanie własne.

## Uwagi końcowe

W opracowaniu przedstawiono ocenę kondycji finansowej spółdzielni mleczarskich w zależności od wartości funduszy własnych. Na podstawie przeprowadzonych analiz sformułowano następujące wnioski:

1. Spółdzielnie mleczarskie, bez względu na poziom funduszy własnych, charakteryzowały się niską zyskownością majątku oraz kapitałów. Ma to związek ze specyfiką ich działalności, gdyż celem jest maksymalizacja korzyści dla właścicieli, a nie zwiększanie wyników finansowych. Rentowność sprzedaży spółdzielni uzależniona była od wielkości funduszy własnych. Im większa była spółdzielnia mleczarska pod tym względem, tym zyskowność sprzedaży malała.

2. Płynność finansowa spółdzielni mleczarskich kształtowała się na zadowalającym poziomie. Wraz ze wzrostem wartości funduszy własnych wskaźnik ogólnej płynności zwiększał się. Spółdzielnie największe pod względem funduszy własnych wykazywały nieznaczoną nadpłynność finansową. Biorąc jednak pod uwagę specyfikę działalności spółdzielczej formy gospodarowania można uznać, że wyższy poziom płynności finansowej jest uzasadniony.

3. Zarządzanie w zakresie kredytu handlowego w spółdzielniach mleczarskich należy ocenić korzystnie. Obrót należności w dniach był na ogół krótszy niż zobowiązań krótkoterminowych, co dotyczyło zwłaszcza spółdzielni mleczarskich o najniższym funduszu własnym. Spółdzielnie największe pod względem wyodrębnionego kryterium nie odznaczały się znaczącym zróżnicowaniem w zakresie terminów realizacji należności w badanych latach. W spółdzielniach o największych funduszach własnych stwierdzono w niektórych latach krótszy termin realizacji zobowiązań krótkoterminowych w odniesieniu do wskaźnika obrotu należności w dniach. Sytuacja taka może wynikać z wysokiego udziału

w zobowiązaniach krótkoterminowych, zobowiązań wobec rolników – dostawców mleka, którzy mają priorytet w zakresie otrzymywania płatności za mleko.

4. Poziom zadłużenia ogółem spółdzielni mleczarskich można ocenić jako odpowiedni, pomimo faktu, że przekraczał 50% wartości aktywów ogółem w grupie spółdzielni o najniższym funduszu własnym. Należy mieć na uwadze w tym obszarze wskaźnik dźwigni finansowej, który na ogół kształtował się na korzystnym poziomie oraz na to, że zarządzający spółdzielniami korzystają przede wszystkim z długoterminowych form zadłużania. Ponadto rosnące zadłużenie w spółdzielniach o najniższych funduszach własnych może wynikać z konieczności utrzymywania płynności finansowej na odpowiednim poziomie.

## Literatura

- Baran, J. (2007). Efektywność spółdzielni i pozostałych form prawnych działających w przemyśle mleczarskim z wykorzystaniem metody DEA. *Roczniki Nauk Rolniczych. Seria G*, 1 (94).
- Dworniak, J. (2008). *Ekonomiczno-finansowe skutki zmian funduszu udziałowego w spółdzielniach mleczarskich*. Warszawa: Wydawnictwo SGGW.
- Dyka, S., Grzegorzewski, P. (2000). *Zarządzanie spółdzielnią*. Warszawa: Difin.
- Jacobson, R. Cropp, R. (1999). *Dairy Cooperatives and Their Role in The United States, Dairy Markets and Policy Issues and Options*. Cornell University.
- Łuczaj, J. (2015). Internal Funding in the Dairy Industry Companies in the Podlaskie Province in 2010–2012. *Financial Internet Quarterly „e-Finanse”*, 1 (11).
- Łuczaj, J. (2014). Własne źródła finansowania działalności w przedsiębiorstwach przemysłu spożywczego w latach 2009–2012. W: *Wybrane problemy zarządzania, finansów i rachunkowości w Europie Środkowo-Wschodniej*, red. M. Walicka. Białystok.
- Micherda, B. (2014). *Rachunek kosztów i wyników*. Warszawa: Wydawnictwo Stowarzyszenia Księgowych w Polsce.
- Pietrzak, M. (2006). *Efektywność finansowa spółdzielni mleczarskich – koncepcja oceny*. Warszawa: Wydawnictwo SGGW.
- Pietrzak, M. (2007). Szacowanie premii za ryzyko w przedsiębiorstwach pozagiełdowych na przykładzie spółdzielni mleczarskich. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, 45. Prace Instytutu Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw*, 50.
- Sadowski, W. (1997). *Statystyka dla ekonomistów*. Warszawa: Wydawnictwo Wyższej Szkoły Handlowej w Warszawie.
- Wasilewski, M., Dworniak, J. (2007). Fundusz udziałowy a sytuacja finansowa spółdzielni mleczarskich. *Roczniki Nauk Rolniczych. Seria G*, 2 (93).
- Wasilewski, M., Chmielewska, M. (2006). Fundusz udziałowy a kondycja finansowa spółdzielni mleczarskich. *Acta Scientiarum Polonorum. Oeconomia*, 2.
- Zuba, J., Zuba-Ciszewska, M. (2014). Wpływ kapitału własnego na rentowność i bezpieczeństwo finansowe wybranych spółdzielni mleczarskich w Polsce. *Roczniki Naukowe Stowarzyszenia Ekonomistów Rolnictwa i Agrobiznesu*, 2 (16).

## OWN FUND VERSUS FINANCIAL EFFICIENCY IN DAIRY COOPERATIVES

**Abstract:** *Purpose* – To determine the relationship between the value of own funds of dairy cooperatives and their financial condition.

*Design/methodology/approach* – Chosen 88 dairy cooperatives located throughout Poland. The study period covered the years 2009–2014. Financial liquidity, profitability and efficiency were assessed. A sample of cooperatives may be considered to be quasi-representative because of their significant share of the dairy market. The profitability analysis used the Dworniak's net profit of the as the efficiency of the cooperative's activities.

*Findings* – Ongoing, swift and cash-based financial liquidity has developed at an appropriate level while at low profitability. With the increase in the value of own funds, the current financial liquidity ratio has increased. The largest cooperatives in terms of own funds showed a liquidity. The level of the total debt of the dairy cooperatives can be assessed as adequate, despite the fact that it exceeds 50% of the total asset value in the group of cooperatives with the lowest own fund. It is important to bear in mind in this area the leverage ratio, which has generally developed at a favourable level and the fact that cooperative managers are primarily benefiting from long-term forms of indebtedness.

*Originality/value* – The study is a continuation of the authors' analysis of the determinant and the specificities of shaping the financial condition of dairy cooperatives.

**Keywords:** dairy cooperatives, own fund, financial effectiveness

## Cytowanie

Ganc, M., Wasilewski, M. (2018). Poziom funduszy własnych a kondycja finansowa spółdzielni mleczarskich. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 57–69. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-05.



## Nieortodoksyjne podejścia w badaniach nad oddziaływaniem interwencjonizmu finansowego w sektorze rolnym

Grzegorz Konat, Michał Soliwoda\*

**Streszczenie:** *Cel* – Celem artykułu jest ustalenie – na podstawie analizy prac publikowanych w literaturze światowej – czy w badaniach z zakresu finansów rolnictwa w odniesieniu do interwencjonizmu finansowego w sektorze rolnym stosowane są podejścia nieortodoksyjne (rozumiane jako wszystkie możliwe do zidentyfikowania przejawy wykorzystywania założeń i/lub metod spoza szeroko rozumianego, ugruntowanego „głównego nurtu”).

*Metodologia badania* – W badaniu wykorzystano metody przeglądu systematycznego (*systematic review*) i metaanalizy, obejmujące także elementy studiów literaturowych (*desk research*) oraz eksploracji tekstu (*text mining*). Na podstawie przyjętych przez autorów kryteriów, pozwalających zidentyfikować w dwóch wyszukiwarkach (bazach) prac naukowych (Scopus oraz Web of Science) artykuły dotyczące interwencjonizmu finansowego w sektorze rolnym, stworzono bazę danych zawierającą podstawowe informacje nt. wyselekcjonowanych artykułów (tytuł, streszczenie, słowa kluczowe). Następnie, w oparciu o opracowaną przez autorów listę słów kluczowych, ustalono liczbę (i odsetek w próbie) artykułów, które wykorzystują elementy (lub przynajmniej odwołują się do nich) możliwe do zaklasyfikowania jako przynależne nurtom nieortodoksyjnym.

*Wynik* – Ustalono, że w wyselekcjonowanych badaniach z zakresu finansów rolnictwa nurty nieortodoksyjne są słabo reprezentowane, a jeśli w ogóle, to przez szeroko rozumiane podejście instytucjonalne bądź poprzez wykorzystanie nieortodoksyjnych metod badawczych.

*Oryginalność/wartość* – Oryginalność artykułu polega na, z jednej strony, wykorzystaniu autorskiego podejścia do identyfikacji „nurtów nieortodoksyjnych” (odróżnianych przez autorów od ugruntowanego w literaturze pojęcia „heterodoksyj” ekonomicznej), a z drugiej – na przeprowadzeniu analizy na słabo dotychczas pod tym względem zbadanym obszarze finansów rolnictwa, ze szczególnym uwzględnieniem oddziaływania interwencjonizmu finansowego.

**Słowa kluczowe:** finanse rolnictwa, interwencjonizm finansowy, nurty nieortodoksyjne, przegląd systematyczny, metaanaliza, *text mining*, metodologia ekonomii

### Wprowadzenie

Celem artykułu jest ustalenie – na podstawie analizy prac publikowanych w literaturze światowej – czy w badaniach z zakresu finansów rolnictwa w odniesieniu do interwencjonizmu finansowego w sektorze rolnym wykorzystywane są podejścia nieortodoksyjne.

---

\* mgr Grzegorz Konat, Instytut Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej – Państwowy Instytut Badawczy, ul. Świętokrzyska 20, 00-002 Warszawa, e-mail: Grzegorz.Konat@ierigz.waw.pl; dr inż. Michał Soliwoda, Instytut Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej – Państwowy Instytut Badawczy, ul. Świętokrzyska 20, 00-002 Warszawa, e-mail: Michal.Soliwoda@ierigz.waw.pl.

W pracy wykorzystano metody przeglądu systematycznego (*systematic review*) i metaanalizy, obejmujące także elementy studiów literaturowych (*desk research*) oraz eksploracji tekstu (*text mining*).

W publikacjach dotyczących finansów rolnictwa relatywnie rzadko stosowano dotychczas metody przeglądu systematycznego i metaanalizy, zwłaszcza z wykorzystaniem elementów analizy opartej na eksploracji tekstu. Wynika to prawdopodobnie z przekonania badaczy o wyższości opracowań wykorzystujących aparat ilościowy, które z większym prawdopodobieństwem mogą ukazać się na łamach renomowanych periodyków. Ponadto ograniczona liczba studiów empirycznych dotyczących finansów rolnictwa niewątpliwie często utrudnia przygotowanie artykułu w formie przeglądu systematycznego czy metaanalizy.

Jednym z nielicznych przykładów wykorzystania wspomnianych metod na obszarze finansów rolnictwa jest artykuł autorstwa Marr, Winkel, Asseldonk, van Lensink i Bulte'go (2016). Jego celem było dokonanie przeglądu najbardziej aktualnej literatury naukowej dotyczącej determinant popytu na ubezpieczenia indeksowe, oddziaływania tego typu ubezpieczeń na procesy ekonomiczne i finansowe gospodarstwa rolnego, a także uwypuklenie powiązań między powyższymi formami ubezpieczeń a kredytem rolnym. Autorzy posłużyli się zarówno przeglądem systematycznym, jak i ujęciem metaanalitycznym: zidentyfikowali wstępnie 1133 opracowań, z których 110 wybrano jako ściśle pasujące do kryteriów badania. Po usunięciu duplikatów i przeanalizowaniu treści każdego dokumentu w ostatecznej analizie uwzględnili zaledwie 45 artykułów. W konkluzji wskazali na istnienie niszy badawczej dotyczącej powiązania między produktami ubezpieczeniowymi dla rolników a oferowanymi przez instytucje finansowe kredytami.

Jeszcze bardziej nieliczne są prace, które nie tylko wykorzystują metody przeglądu systematycznego i metaanalizy, ale w szczególności stosują je do identyfikacji nurtów/podejść/szkół (tak teoretycznych, jak i metodologicznych) obecnych w literaturze poświęconej finansom rolnictwa. Na uwagę zasługuje tutaj przegląd systematyczny autorstwa Soliwody (2017), którego celem było określenie podejść badawczych w studiach nad dotacjami inwestycyjnymi w sektorze rolnym. Artykuł oparto na analizie literatury naukowej i tzw. eksperckiej w wyszukiwarce (bazie) Scopus. Badanie wykazało, że istnieje bardzo ograniczona liczba prac dotyczących roli dotacji inwestycyjnych, w tym na poziomie gospodarstwa rolnego. Nowoczesne nurty bardzo nielicznych badań empirycznych na tym obszarze obejmują, zdaniem autora, w szczególności podejście behawioralne oraz ekonomię/finanse ekologiczne i środowiskowe.

Fakt, że prace wykorzystujące przegląd systematyczny i metaanalizę do badań nad finansami rolnictwa – a zwłaszcza nad występującymi w nich nurtami i tendencjami – są tak rzadkie, uzasadnia potrzebę prowadzenia w tym zakresie pogłębionych analiz. Niniejszy artykuł jest próbą wyjścia naprzeciw temu zapotrzebowaniu. Jego struktura przedstawia się następująco: w części pierwszej przedstawiono definicję podejść nieortodoksyjnych w ekonomii oraz – na podstawie przeglądu literatury – zidentyfikowano takie podejścia



we współczesnych naukach ekonomicznych. W drugiej części artykułu omówiono zastosowaną w nim trzyetapową procedurę badawczą, wraz z napotkanymi punktami krytycznymi i sposobami ich przezwyciężenia. Uzyskane wyniki zaprezentowano w trzeciej części pracy. Artykuł podsumowują uwagi końcowe, obejmujące próbę interpretacji rezultatów przeprowadzonego badania.

## **1. Podejścia nieortodoksyjne w ekonomii**

Ponieważ celem niniejszego artykułu jest identyfikacja nieortodoksyjnych podejść w badaniach nad oddziaływaniem interwencjonizmu finansowego w sektorze rolnym, w pierwszej kolejności wyjaśnienia wymaga samo użycie terminu „podejścia nieortodoksyjne”. Istnieje wiele definicji ortodoksji i heterodoksji w ekonomii. Dla przykładu, Landreth i Colander (2012) skupiają się na różnicach teoretycznych między obydwooma konstruktami pojęciowymi, podczas gdy np. Dow (2007) – na zróżnicowaniu metodologicznym. Jeszcze inni autorzy koncentrują się na kwestiach terminologicznych: np. Karpińska-Mizielińska, Kloc, Konat i Smuga (2016) opisują kwestie dotyczące samego pojęcia „szkoła myśli”. Szersze omówienie tych problemów wykracza poza zakres tematyczny i objętościowy niniejszego opracowania. W tym miejscu ograniczymy się zatem do wyjaśnienia, że posługując się terminem „podejścia nieortodoksyjne” chcieliśmy uwzględnić najszerzy możliwy zakres przypisywany w literaturze przedmiotu desygnatom kategorii „szkoła”, „nurt”, „kierunek”<sup>1</sup> (stąd tutaj: podejście) oraz „heterodoksja” (tutaj: nie-ortodoksja).

Przez „podejścia nieortodoksyjne” rozumiemy w związku z powyższym wszystkie możliwe do zidentyfikowania przejawy wykorzystywania założeń i/lub metod spoza szeroko rozumianego, ugruntowanego „głównego nurtu” ekonomii. Do takiej kategorii zaliczyć można więc zarówno heterodoksyjne szkoły myśli ekonomicznej (abstrahujemy przy tym z konieczności od tyleż licznych, co niezwykle niejednorodnych w swoich wnioskach dyskusji w kwestii tego, które dokładnie szkoły można zaliczyć do tej kategorii), jak i alternatywne podejścia metodologiczne, a nawet metodyczne. Zastosowana przez nas konstrukcja terminu „podejścia nieortodoksyjne” opiera się zatem na odwrotnym niż stosowane zazwyczaj ujęciu problemu: zamiast definiować heterodoksję jako dopełnienie ortodoksji, przez tę drugą domyślnie rozumiemy będziemy wszystko to, co nie jest heterodoksją (w tym przypadku „podejściem nieortodoksyjnym”).

Warto przy tym pamiętać ogólną, ale wartościową uwagę poczynioną przez Snowdona, Vane’a i Wynarczyka (1998, s. 435), że „(...) linia podziału między szkołami w przypadku wielu zagadnień jest coraz bardziej zamazana”. Co więcej, należy w szczególności zwrócić uwagę na fakt, że podejście, które w jednym kraju jest ścisłą heterodoksją, w innym może zaliczać się do głównego nurtu (najlepszym przykładem jest w tym wypadku nowa

---

<sup>1</sup> Dyskusję różnic między tymi terminami znaleźć można w: Karpińska-Mizielińska, Kloc, Konat, Smuga (2016).

ekonomia instytucjonalna i jej odmienny status w Polsce i na świecie, zob. Karpińska-Mizelińska, Kloc, Konat, Smuga, 2016). Ponieważ nie istnieją na tym obszarze badania w skali światowej, możemy jedynie przyjmować pewne założenia w oparciu o literaturę przedmiotu.

Karpińska-Mizelińska, Kloc, Konat i Smuga (2016) wyróżniają sześć głównych współczesnych (teoretycznych) nurtów w ekonomii, przy czym trzy (postkeynesizm, ekonomię radykalną i ekonomię neoaustriacką) lub cztery z nich – warunkowo dołączając do tego zestawienia także nową ekonomię instytucjonalną – autorzy ci zaliczają do ekonomicznej heterodoksji. Na podstawie Snowdona, Vane’a i Wynarczyka (1998) do powyższej listy dodać można bez wątplenia monetaryzm, który swego czasu stanowił część ekonomicznej ortodoksji, jednak obecnie, będąc szkołą raczej historyczną niż współczesną, zalicza się do nurtów mniejszościowych. Wyróżniany przez tych samych autorów „ortodoksyjny keynesizm” (przypadek zbliżony do monetaryzmu) zaliczyć natomiast wypada do szeroko rozumianego postkeynesizmu (obok kalekizmu i raffianizmu, zob. np. Lavoie, 2009).

Landreth i Colander (2012), którzy, pisząc o szkołach spoza głównego nurtu, zaliczają do heterodoksji np. wszystkich instytucjonalistów (w tym „klasycznych” instytucjonalistów czy też neoinstytucjonalistów), jako szkoły heterodoksyjne wymieniają dodatkowo m.in. ekonomię rasy, libertariańską oraz neocardiańską. Omawiają oni także – jako nurty, które można zaliczyć do heterodoksji – „podejście chicagowskie” oraz ekonomię eksperymentalną. Spośród dziewięciu głównych nurtów ekonomii wymienionych przez Changa (2015), na uwagę zasługuje wyróżnienie przez niego szkoły schumpeterowskiej. Z kolei Screpanti i Zamagni (2005), chociaż nie przedstawiają usystematyzowanego wykładu ekonomicznej heterodoksji, w swojej pracy wymieniają i omawiają m.in. takie szkoły, jak ekonomia menedżerska, nowa ekonomia polityczna<sup>2</sup>, postmarksizm, marksizm analityczny czy też ekonomia feministyczna. Autorzy ci posługują się także bardzo szerokimi kategoriami „podejście neowalrasowskie” oraz „rewolucja postsmithiańska”. Spośród trzynastu wymienionych przez Perlmana (2007) nurtów w ekonomii (dodajmy: głównie historycznych), elementem współczesnej heterodoksji jest bez wątpienia szkoła (teoria) wyboru publicznego. Natomiast w (rzadkich) badaniach empirycznych dotyczących samoidentyfikacji ekonomistów akademickich, autorzy uwzględniają (poza wymienionymi już powyżej) takie szkoły heterodoksyjne, jak ekonomia ewolucyjna, behawioralna, regulacjonizm (Di Maio, 2013;

---

<sup>2</sup> W artykule przyjęto, że wobec aktualnego stanu rozwoju nauk ekonomicznych na świecie, każda „ekonomia polityczna” stanowi podejście nieortodoksyjne. Należy przy tym zwrócić uwagę, że istnieją co najmniej cztery różne desygnaty tego terminu: 1) klasyczna ekonomia polityczna – do której zaliczymy m.in. Adama Smitha, Davida Ricardo itd.; 2) marksistowska ekonomia polityczna (w tym radykalna ekonomia polityczna – pewien wariant ekonomii marksistowskiej funkcjonujący od II poł. XX w.); 3) nowa ekonomia polityczna – współczesny nurt analizujący politykę jako zjawisko społeczne, z wykorzystaniem narzędzi konwencjonalnej ekonomii neoklasycznej; 4) każda analiza ekonomiczna, która, „(...) traktuje gospodarkę jako część szerokiego systemu społeczno-politycznego i zakłada, że nie można wyjaśnić funkcjonowania gospodarki bez odwołania się do wielu zmiennych dotyczących sfery społecznej i politycznej” (Wilkin, 2004, s. 27–28).

De Benedictis, Di Maio, 2014) czy też ekonomia podażowa, ordoliberalizm bądź ekonomia socjalistyczna (Frey, Humbert, Schneider, 2010).

Wszystkie wymienione powyżej szkoły/nurty/kategorie omawiane w literaturze przedmiotu uwzględniono w niniejszym badaniu jako podejścia nieortodoksyjne. Należy jednocześnie zwrócić uwagę, że w omówionych pracach autorzy odwołują się jeszcze do co najmniej trzech nurtów heterodoksyjnych (ekonomia popytowa, teoria wzrostu endogenicznego oraz nowa ekonomia dobrobytu), które jednak nie zostały uwzględnione w prezentowanym artykule, ponieważ – z jednej strony – poważne wątpliwości budzi ich nieortodoksyjność<sup>3</sup>, a także – z drugiej – istniały przeciwskazania natury metodycznej (bardzo trudne czy wręcz niemożliwe byłoby ich zidentyfikowanie w literaturze za pomocą zastosowanej tutaj metody). Zamiast tego w badaniu uwzględniono natomiast „podejście psychologiczne” (psychoekonomię), ekonomię kognitywną, neuroekonomię oraz podejście interdyscyplinarne.

## 2. Metoda badawcza

Identyfikacja podejść nieortodoksyjnych w badaniach nad oddziaływaniem interwencjonizmu finansowego w sektorze rolnym przeprowadzono z wykorzystaniem trzyetapowej procedury, obejmującej metody przeglądu systematycznego/metaanalizy oraz eksploracji tekstu, jak również pogłębione studia literaturowe (*desk research*).

W pierwszej kolejności, w wyszukiwarkach (bazach) prac naukowych Scopus (S) oraz Web of Science (WoS) wyszukano prace (przez co rozumiemy tutaj zarówno artykuły naukowe, jak i inne opracowania równoważne, w szczególności rozdziały książek również indeksowane w bazach) dotyczące interwencji finansowej w rolnictwie. Przyjęto w tym celu odpowiednie kryteria wyszukiwania: słowa kluczowe (odpowiadające merytorycznej treści poszukiwanej tematyki), przedział czasowy (od 2004 r.<sup>4</sup>) oraz dyscypliny (wyłącznie ekonomia i zarządzanie). W rezultacie stworzono zestawienia tytułów i streszczeń (WoS) bądź tytułów, streszczeń i słów kluczowych (S) tak zidentyfikowanych artykułów.

Kolejnym etapem badania było opracowanie, w oparciu o stworzoną wcześniej listę podejść nieortodoksyjnych w ekonomii, wykazu słów kluczowych („haseł”) mających umożliwić zidentyfikowanie takich podejść występujących w artykułach wyselekcjonowanych na poprzednim etapie, a następnie wyszukanie tych słów kluczowych w zestawieniach. Na podstawie przedstawionej w pierwszej części artykułu analizy literatury przedmiotu wyselekcjonowano 37 słów kluczowych (w języku angielskim) do wyszukania w zestawieniach.

---

<sup>3</sup> W szczególnym przypadku ekonomii popytowej ważną rolę odgrywało niedookreślenie tego terminu – może on, w zależności od kontekstu, odnosić się nawet do większości współczesnej ekonomii, w tym takich szkół, jak nowa ekonomia keynesowska, postkeynesizm czy kaleckizm.

<sup>4</sup> Przyjęto założenie, że większość (a przynajmniej duża część) poszukiwanych artykułów, ze względu na tematykę interwencjonizmu finansowego w sektorze rolnym, będzie dotyczyła Wspólnej Polityki Rolnej UE, w którym to przypadku rok 2004 jest ważną i uzasadnioną cezurą związaną z akcesją 10 państw do Unii Europejskiej.

Ostatni etap stanowiło wyszukanie w grupie artykułów zawierających słowa kluczowe takich, które faktycznie (na podstawie merytorycznej analizy treści tytułów i streszczeń, względnie słów kluczowych, dokonanej przez autorów według ich wiedzy teoretycznej i z wykorzystaniem literatury przedmiotu) można zakwalifikować jako prezentujące, przynajmniej do pewnego stopnia, podejścia nieortodoksyjne („wystąpienia istotne”)<sup>5</sup>.

Zastosowana procedura badawcza ma oczywiście liczne ograniczenia, a jej wykorzystanie jest związane z koniecznością przewyciężenia pewnych punktów krytycznych. W pierwszej kolejności należy zauważyć, że powstające na początkowym etapie badania zestawienia artykułów są opracowywane „mechanicznie”, mogą zatem nie uwzględniać pewnej grupy powstałych w analizowanym okresie prac, które nie spełniły przyjętych przez autorów kryteriów wyszukiwania, lub – przeciwnie – mogą one zawierać artykuły, które nie dotyczą (bezpośrednio lub w ogóle) interwencji finansowej w rolnictwie, ale znalazły się w zestawieniach, gdyż ich tytuły i/lub streszczenia uwzględniały wyszukiwane hasła<sup>6</sup>. Ponieważ jedyna w pełni skuteczna metoda przewyciężenia tego problemu – „ręczny” dobór artykułów do zestawień – jest jednocześnie niemożliwa do zastosowania (oznaczałaby bowiem konieczność przeczytania i sklasyfikowania co najmniej dziesiątek tysięcy artykułów naukowych), posłużono się w badaniu rozwiązaniem pośrednim: metodą prób i błędów ustalono najlepszy dostępny ciąg haseł wyszukiwawczych<sup>7</sup>.

Podobny problem dotyczy drugiego etapu badania: stworzona przez autorów lista 37 „haseł” (słów kluczowych), mających umożliwić identyfikację podejść nieortodoksyjnych w opracowanych uprzednio zestawieniach, może – po pierwsze – nie uwzględnić niektórych prac reprezentujących podejścia nieortodoksyjne w związku z tym, że w ich tytułach, streszczeniach i słowach kluczowych nie znalazły się akurat te hasła, które przyjęto w badaniu<sup>8</sup>. Pozostaje to w ścisłym i bezpośrednim związku z drugim punktem krytycznym w tej materii: faktem, że lista ta jest subiektywna, tzn. że odzwierciedla opinie autorów w kwestii tego, co jest, a co nie jest podejściem nieortodoksyjnym w ekonomii. Problemy te starano się przewyciężyć na dwa sposoby. Po pierwsze, zastosowano bardzo obszerną listę haseł wyszukiwawczych, a w szczególności – po drugie – wśród nich uwzględniono takie

---

<sup>5</sup> Należy w tym miejscu zwrócić uwagę na fakt, że – zwłaszcza biorąc pod uwagę, że oceniamy tylko tytuły, streszczenia i (ewentualnie) słowa kluczowe prac – w artykule niniejszym nie identyfikujemy ściśle rozumianej „przynależności” tekstów (lub tym bardziej ich autorów) do podejść nieortodoksyjnych, a jedynie występowanie nawiązań do nich, świadczących o istotnej obecności takiego podejścia w danej pracy.

<sup>6</sup> Pomijamy tutaj szczegółowe omówienie, jako oczywistej, podstawowej okoliczności ograniczającej poznawcze walory niniejszego studium: w badaniu bierzemy pod uwagę tylko artykuły dostępne w dwóch wyszukiwarkach (bazach) – Scopus i Web of Science, co oznacza, że może istnieć (i bez wątplenia istnieje) multum literatury dotyczącej badanego problemu, której naszą analizą nie obejmujemy.

<sup>7</sup> W przypadku każdej z dwóch baz (wyszukiwarek) prac naukowych wybrano najlepszy, w opinii autorów, zestaw kryteriów doboru spośród czterech możliwych odpowiadających poszukiwanej tematyce.

<sup>8</sup> Fundamentalnym problemem zastosowanej w niniejszym badaniu metody jest oczywiście fakt, że poszukiwania haseł (słów kluczowych) ograniczają się tylko do dostępnych w bazach artykułów ich tytułów i streszczeń (względnie słów kluczowych), a nie do pełnych tekstów. Próba takiego podejścia do problemu byłaby jednak nie tylko o wiele bardziej czasochłonna, ale również zmieniała *de facto* charakter metodyczny badania: z przeglądu systematycznego/metaanalizy na studia literaturowe.

słowa kluczowe jak „heterodoksja”, „ortodoksja”, „główny nurt”, „szkoła myśli” itd., mające na celu identyfikację podejść nieortodoksyjnych w bardzo ogólny sposób. Co więcej, dla zwiększenia „zasięgu” wyszukiwania, niektóre hasła wystąpiły w dwóch wariantach, związanych z możliwym różnym zastosowaniem ich w szyku zdania (np. „choice” i/lub „public choice”).

Pewnego komentarza i wyjaśnień wymaga również trzeci etap przyjętej metody badawczej. Głównym punktem krytycznym w tym przypadku są możliwe niejasności interpretacyjne: to, że w niniejszym opracowaniu uznano daną pracę akademicką za charakteryzującą się występowaniem wątków nieortodoksyjnych nie oznacza, że muszą się z tym zgadzać inni dokonujący takiej oceny, w szczególności sami autorzy ocenianego artykułu. Ten subiektywizm może ujawniać się silnie zwłaszcza w przypadku takich, charakteryzujących się dużą ogólnością, haseł wyszukiwawczych, jak np. „instytucja”.

Powyższe jest ściśle związane z szerszym problemem (samo)świadomości teoretycznej/metodologicznej ekonomistów, którego omówienie wykracza jednak poza ramy niniejszego opracowania. Ograniczymy się zatem wyłącznie do zwrócenia uwagi, że artykuły naukowe można pod tym względem podzielić zasadniczo na dwie kategorie: prace, których autorzy mają świadomość przynależności do jakiegoś nurtu teoretycznego/metodologicznego oraz takie, których autorzy świadomości tej nie mają (ale mimo to, oczywiście, reprezentują jakąś orientację teoretyczną/metodologiczną). W niniejszym badaniu autorzy biorą pod uwagę obydwie kategorie, jednak podział ten ma pewien wpływ na procedurę badawczą. W szczególności do tekstów prezentujących podejścia nieortodoksyjne zaliczono przede wszystkim takie prace, których autorzy wykazują (przynajmniej do pewnego stopnia) samoświadomość naukową i (dość) jednoznacznie identyfikują się z jakimś nurtem teoretycznym lub metodologicznym/metodycznym. Tym samym, w celu ograniczenia zakresu nieusuwalnego w takim przypadku subiektywizmu, autorzy badania starali się ograniczyć samodzielne „przypisywanie” artykułom podejścia nieortodoksyjnego wyłącznie do przypadków najbardziej jednoznacznych i oczywistych.

Wreszcie niezbędne jest poczynienie w tym miejscu także kilku uwag natury bardziej „technicznej”. Po pierwsze, należy zauważyć, że w przypadku słów kluczowych będących wyrazami pospolitymi (przynajmniej w badanej dyscyplinie) – „instytucja” stanowi tutaj chyba najbardziej oczywisty przypadek – za artykuł wykazujący cechy podejścia nieortodoksyjnego nie może być uznany taki, który w tytule bądź streszczeniu zawiera dane hasło, ale z którego treści (oczywiście: treści tytułu i streszczenia) wynika, że nie posługuje się on teorią lub metodą właściwą dla poszukiwanego podejścia<sup>9</sup>. Ostatecznie brano więc pod

<sup>9</sup> Warto w tym kontekście zwrócić uwagę na szczególny przypadek ekonomii instytucjonalnej (neoinstytucjonalizmu, a zwłaszcza szeroko rozumianej nowej ekonomii instytucjonalnej), której dorobek w ostatnich dekadach ulega proliferacji (choć niekoniecznie w sensie Lakatosa i Feyerabenda), i która, jak się wydaje, zbliża się coraz bardziej teoretycznie do głównego nurtu (zob. np. Karpińska-Mizielińska, Kloc, Konat, Smuga, 2016). W tym kontekście dość oczywiste jest, że w wielu zbadanych pracach naukowych „instytucje” zostaną w ten czy inny sposób wspomniane, nie musi to jednak za każdym razem oznaczać wystąpienia w takiej pracy nieortodoksyjnego podejścia instytucjonalnego.

uwagę tylko te artykuły, w przypadku których szukany klucz nie pojawił się wyłącznie jako pospolite słowo, ani nie został wspomniany deskryptywnie (np. w artykułach z historii myśli albo przeglądach literatury).

Po drugie, wszystkie pozytywne rezultaty wyszukiwań haseł w zestawieniach wymagają weryfikacji nie tylko z przyczyn merytorycznych (potrzeba zidentyfikowania faktycznych podejść nieortodoksyjnych), ale również technicznych. Dla przykładu, hasło „neo”, służące przede wszystkim do wyszukania takich szkół jak „neoinstytucjonalizm” czy „neomarksizm”, należy sprawdzić nie tylko pod względem możliwego wystąpienia terminu „neoklasyczna”, wskazującego raczej na ekonomiczną ortodoksję, ale także przez fakt, że ów ciąg znaków występuje również m.in. w angielskim pospolitym słowie „simultaneously”. O ostatecznej kwalifikacji wystąpienia hasła jako świadczącego o faktycznym odniesieniu do nurtu nieortodoksyjnego w danym artykule za każdym razem decydowała zatem decyzja autorów niniejszego badania.

### 3. Uzyskane wyniki

Ostatecznym rezultatem badania są wskaźniki (W) udziału artykułów uwzględniających podejścia nieortodoksyjne (N) w ogólnej liczbie artykułów dotyczących interwencjonizmu finansowego w sektorze rolnym (O), oddzielne dla stworzonych zestawień takich artykułów z wykorzystaniem baz (wyszukiwarek) Scopus (S) i Web of Science (WoS).

Zestawienia artykułów na podstawie danych znajdujących się w obydwu bazach (wyszukiwarkach) opracowano 2 marca 2018 roku poprzez wyszukania odniesień do „finansów” lub „budżetu” oraz „rolnictwa” lub „gospodarstw rolnych” oraz „subsydii” lub „Wspólnej Polityki Rolnej”<sup>10</sup> o następujących kryteriach:

- Scopus: wyszukania w treści tytułów, streszczeń i słów kluczowych artykułów (TITLE-ABS-KEY) opublikowanych od 2004 roku włącznie, sklasyfikowanych jako zaliczające się do kategorii „ekonomia, ekonometria i finanse” bądź „przedsiębiorczość, zarządzanie i rachunkowość”,
- Web of Science: wyszukiwanie w „tematyce” (*Topic*, TS) artykułów opublikowanych po 2004 roku włącznie, sklasyfikowanych jako zaliczające się do kategorii „ekonomia”, „polityka gospodarcza w rolnictwie”, „planowanie rozwoju”, „zarządzanie”, „przedsiębiorczość” oraz „przedsiębiorczość w finansach”, we wszystkich dostępnych w tej bazie indeksach<sup>11</sup>.

<sup>10</sup> Użyto ciągu „(financ\* OR budget\*) AND (agricultur\* OR farm\*) AND (subsid\* OR CAP)”, wykorzystującego zarówno operatory logiczne („AND” i „OR”), jak również symbol wieloznaczny dla ciągu znaków („\*”). Dobór słów kluczowych wynikał z postawionej problematyki badania: interwencjonizmu (subsid\*, CAP) finansowego (financ\*, budget\*) w sektorze rolnym (agricultur\*, farm\*) i został ostatecznie opracowany po przeprowadzeniu analizy porównawczej wyszukań dla wariantów ciągu zawierających różne słowa kluczowe.

<sup>11</sup> Były to: Science Citation Index Expanded; Social Sciences Citation Index, Arts & Humanities Citation Index; Conference Proceedings Citation Index – Science; Conference Proceedings Citation Index – Social Science & Hu-

Wyszukanie zwróciło 319 rekordów w bazie Scopus ( $O_S = 319$ ) oraz 306 rekordów w wyszukiwarce Web of Science ( $O_{WoS} = 306$ ).

W tak wyselekcjonowanych zestawieniach (zawierających tytuły, streszczenia i słowa kluczowe artykułów z bazy Scopus oraz tytuły i streszczenia z bazy Web of Science<sup>12</sup>) wyszukano i poddano analizie 37 omówionych powyżej haseł wyszukiwawczych. W obydwu bazach nie zidentyfikowano istotnych (w omówionym powyżej sensie) wystąpień 32 haseł. Pięć (co bardzo istotne: tych samych dla *S* i *WoS*) wystąpiło natomiast w poszukiwanym kontekście. Były to: „institution\*”, „experiment\*”, „behavio\*”, „choice”, „public choice” oraz „political\*”, „political economy”. Na podstawie analizy treści streszczeń artykułów, w przypadku których znaleziono wystąpienia powyższych słów kluczowych, zidentyfikowano ostatecznie 17 artykułów spełniających przyjęte kryteria w zestawieniu opartym na wyszukiwarce Scopus ( $N_S = 17$ ) oraz 18 takich artykułów z bazy Web of Science ( $N_{WoS} = 18$ ). Tym samym poszukiwane w badaniu wskaźniki wyniosły ostatecznie:

$$W_S = 17/319 = 5,3\% \quad (1)$$

$$W_{WoS} = 18/306 = 5,9\% \quad (2)$$

W wyniku porównania list artykułów wyselekcjonowanych w obydwu zestawieniach ustalono, że siedem tekstów występuje w obydwu przypadkach. Tym samym całkowita liczba artykułów zaliczonych do reprezentujących podejścia nieortodoksyjne wyniosła 28. W tej liczbie znalazły się dwa artykuły polskich autorów, obydwa w zestawieniu opartym na danych z bazy Web of Science (Kata, Kusz, 2015; Czyżewski, 2009).

## Uwagi końcowe

Ze względu na występowanie omówionych wcześniej punktów krytycznych związanych z zastosowaniem przyjętej metody, wartości wskaźników nie należy traktować jako definitywnych rozstrzygnięć w badanej materii, ale raczej jako pewną orientacyjną wskazówkę co do rzędu wielkości udziału artykułów uwzględniających podejścia nieortodoksyjne w ogólnej liczbie artykułów dotyczących interwencjonizmu finansowego w sektorze rolnym. W szczególności pamiętać należy, że niska wartość wskaźników oznacza jedynie, że autorzy niniejszego opracowania nie znaleźli większej liczby artykułów odpowiadających przyjętym kryteriom.

---

manities; Book Citation Index – Science; Book Citation Index – Social Sciences & Humanities; Emerging Sources Citation Index; Current Chemical Reactions oraz Index Chemicus.

<sup>12</sup> Ta różnica w konstrukcji między bazą Scopus (zawierającą słowa kluczowe) a Web of Science (brak słów kluczowych) okazała się być istotna z punktu widzenia niniejszego badania, bowiem w grupie wyszukanych słów kluczowych (i zidentyfikowanych na ich podstawie artykułów mogących zaliczać się do reprezentujących podejścia nieortodoksyjne) znalazły się takie, które wystąpiły wyłącznie w zestawieniu słów kluczowych dla danego artykułu (a były nieobecne zarówno w tytule, jak i streszczeniu).

Jeśli jednak ustalone w niniejszym artykule wartości wskaźników uznać nie tyle za definitywny rezultat, co za wyznacznik pewnej ogólnej tendencji, to należałoby z tego wyciągnąć dwa wnioski: 1) podejścia nieortodoksyjne są słabo reprezentowane w badaniach nad interwencjonizmem finansowym w sektorze rolnym; 2) te podejścia nieortodoksyjne, które znajdują odzwierciedlenia w analizowanej literaturze, zaliczają się do – w gruncie rzeczy – wąskiego pod względem teoretycznym zakresu powiązanych ze sobą podejść z obszaru ekonomii instytucjonalnej, behawioralnej, eksperymentalnej, teorii wyboru publicznego lub ekonomii politycznej. Tym samym zdecydowana większość identyfikowanych w literaturze przedmiotu (i znajdujących odzwierciedlenie w niniejszym artykule) podejść nieortodoksyjnych, w szczególności teoretycznych nurtów heterodoksyjnych, nie jest na badanym obszarze reprezentowana w ogóle.

Istnieje kilka możliwych wyjaśnień opisanego powyżej stanu rzeczy. Po pierwsze, możliwe jest, że czasopisma naukowe poświęcone problemom szeroko rozumianej ekonomiki rolnictwa nie są zainteresowane publikowaniem artykułów otwarcie zaliczających się do podejść nieortodoksyjnych, w szczególności „twardej” (teoretycznej) heterodoksji. Inne wytłumaczenie to takie, że – przeciwnie – to przedstawiciele podejść nieortodoksyjnych w ekonomii nie prowadzą badań nad rolnictwem, zwłaszcza z obszaru finansów rolnictwa. Wreszcie, po trzecie, istnieje też możliwość, że w dość ograniczonej próbie, zawężonej zarówno czasowo (artykuły opublikowane od 2004 r.), jak i tematycznie (pojedynczy obszar w ramach studiów z zakresu finansów rolnictwa), stosunkowo niewielka liczba artykułów zawierających wątki nieortodoksyjne jest niejako „przypadkowa”, tzn. że wskaźniki dla przyjętego okresu i tematyki odbiegają istotnie (*in minus*) od analogicznych wskaźników dla dłuższych okresów, a w szczególności od wskaźników dla finansów rolnictwa (lub wręcz ekonomiki rolnictwa) w ogóle. Kwestia ta wymagałaby jednak odrębnych badań, wykraczających poza ramy niniejszego opracowania.

Jeśli chodzi natomiast o teoretyczny zakres podejść nieortodoksyjnych, które zidentyfikowano w badaniu, może on wskazywać na pewne przesunięcie akcentów w strukturze nauki ekonomii w kierunku szkół takich właśnie, jak behawioralna, (nowy) instytucjonalizm, czy ekonomia eksperymentalna. W tym miejscu warto zwrócić szczególną uwagę na jeszcze jedną kwestię wynikającą z uzyskanych w badaniu rezultatów. Wśród 28 artykułów zidentyfikowanych w obydwu bazach jako reprezentujące wątki nieortodoksyjne, znalazły się dwie prace autorów polskich (tzn. zatrudnionych w chwili publikacji na polskich uczelniach). Obydwa zaliczyć można do szeroko rozumianej nowej ekonomii instytucjonalnej, co świadczy o dużym znaczeniu tej szkoły w polskiej ekonomii, i co pozostaje zatem w zgodzie z wynikami uzyskanymi przez Karpińską-Mizielińską, Kloca, Konata i Smugę (2016).

Pozostaje to również w zgodzie z diagnozą postawioną przez Soliwodę (2014), który zwrócił uwagę na rosnącą potrzebę wykorzystywania w finansach rolnictwa (w tym w stanowiących przedmiot dociekań w niniejszym artykule badaniach nad interwencjonizmem finansowym w rolnictwie) podejść zarówno wykraczających poza ugruntowany obszar „głównego nurtu” ekonomii, jak również eklektycznych. W szczególności w kwestii granic



wytyczonych przez aparat metodyczny danej dyscypliny bądź dziedziny nauk, ich „przekraczanie” (np. poprzez adaptowanie coraz większej liczby podejść metodycznych nawet spoza nauk społecznych), wydaje się być, zdaniem tego autora, zjawiskiem nieuchronnym.

## Literatura

- Chang, H.J. (2015). *Ekonomia. Instrukcja obsługi*. Warszawa: Wydawnictwo Krytyki Politycznej.
- Czyżewski, B. (2009). Evolution of Land Rent Theory and its Significance for the EU (s. 83–90). *Conference proceedings: 10th International Scientific Conference on Economic Science for Rural Development*. Jelgava: Latvia University of Agriculture.
- De Benedictis, L., Di Maio, M. (2014). Schools of Thought and Economists' Opinions on Economic Policy. *Eastern Economic Journal*, 3 (42), 1–19.
- Di Maio, M. (2013). Are Mainstream and Heterodox Economists Different? An Empirical Analysis. *American Journal of Economics and Sociology*, 5 (72), 1315–1348.
- Dow, S. (2007). Variety of Methodological Approach in Economics. *Journal of Economic Surveys*, 3 (21), 447–465.
- Frey, B.S., Humbert, S., Schneider, F. (2010). What is Economics? Attitudes and Views of German Economists. *Journal of Economic Methodology*, 3 (17), 317–332.
- Karpińska-Mizelińska, W., Kloc, K., Konat, G., Smuga, T. (2016). Szkoły myśli ekonomicznej we współczesnej ekonomii akademickiej w Polsce. W: *Paradoksy ekonomii. Rozmowy z polskimi ekonomistami*, red. G. Konat, T. Smuga (s. 507–530). Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Kata, R., Kusz, D. (2015). Barriers to the Implementation of Instruments Assisting Sustainable Development of Agriculture. *Scientific Papers-Series Management, Economic Engineering in Agriculture and Rural Development*, 1 (15), 239–248.
- Landreth, H., Colander, D. (2012). *Historia myśli ekonomicznej*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Lavoie, M. (2009). *Introduction to Post-Keynesian Economics*. Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Marr, A., Winkel, A., Asseldonk, M. van Lensink, R., Bulte, E. (2016). Adoption and Impact of Index-Insurance and Credit for Smallholder Farmers in Developing Countries: A Systematic Review. *Agricultural Finance Review*, 1 (76), 94–118.
- Perlman, M. (2007). The History of Ideas and Economics. W: *A Companion to the History of Economic Thought*, red. W.J. Samuels, J.E. Biddle, J.B. (s. 634–654). Malden: Blackwell.
- Screpanti, E., Zamagni, S. (2005). *An Outline of the History of Economic Thought*. Oxford: Oxford University Press.
- Snowdon, B., Vane, H., Wynarczyk, P. (1998). *Współczesne nurty teorii makroekonomii*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Soliwoda, M. (2017). Are Investment Subsidies for Farms Still Unexplored? A Systematic Review. *Agrarian Perspectives XXVI. Competitiveness of European Agriculture and Food Sector, Proceedings of the 26th International Scientific Conference* (s. 362–368). Prague: Czech University of Life Sciences Prague.
- Soliwoda, M., (2014). Finanse rolnictwa wobec współczesnych wyzwań gospodarczych i społecznych – perspektywy rozwoju. *Zagadnienia Ekonomiki Rolnej*, 4 (341), 68–86.
- Wilkin, J. (2004). Ewolucja ekonomii politycznej i jej miejsce we współczesnej myśli ekonomicznej. W: *Czy jest ekonomia polityczna dzisiaj?*, red. J. Wilkin (s. 7–32). Warszawa: Wydział Nauk Ekonomicznych UW.

## THE OCCURRENCE OF NON-ORTHODOX APPROACHES IN RESEARCH ON THE IMPACT OF FINANCIAL INTERVENTION IN THE AGRICULTURAL SECTOR

**Abstract:** *Purpose* – The aim of the article is to determine, based on the analysis of articles published in the literature, whether non-orthodox approaches (here understood as all identifiable manifestations of the utilization of assumptions and/or methods from beyond the broad economic mainstream) are used in research in the field of agricultural finance, particularly in relation to financial intervention in the agricultural sector. *Design/methodology/approach* – The research methods included systematic review and meta-analysis, with elements of desk research and *text mining*. On the basis of the criteria accepted by the authors, allowing to identify articles on financial intervention in the agricultural sector in two scientific search engines (Scopus and Web of Science), a database was created containing basic information on selected articles (title, summa-

ry, keywords). Subsequently, the number (and percentage in the sample) of articles that utilize non-orthodox approaches (or at least refer to them) was determined using *text mining* methods and relying on the (developed by the authors) list of keywords characterizing works using such approaches.

*Findings* – It was found that in selected articles on agricultural finance non-orthodox approaches are represented to a small extent, and if at all – by a broadly understood institutional approach or by the use of unorthodox research methods.

*Originality/value* – The originality of the article consists, on the one hand, in the use of an original approach to the identification of non-orthodox approaches (distinguished by the authors from the concept of “economic heterodoxy” established in literature), and on the other – in the analysis of the (poorly examined in this respect) area of agricultural finance, with particular emphasis on the impact of financial intervention.

**Keywords:** agricultural finance; financial intervention; non-orthodox approaches; systematic review; meta-analysis; *text mining*; economic methodology

## Cytowanie

Konat, G., Soliwoda, M. (2018). Nieortodoksyjne podejścia w badaniach nad oddziaływaniem interwencjonizmu finansowego w sektorze rolnym. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 71–82. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-06.

## Próba oceny efektywności banków komercyjnych z uwzględnieniem dynamiki ich rentowności

Adam Kopiński, Dariusz Porębski\*

**Streszczenie:** *Cel* – Zastosowanie metody DEA i macierzy strategicznej w ocenie efektywności banków komercyjnych z uwzględnieniem dynamiki rentowności.

*Metodologia badania* – W realizacji celu wykorzystano metodę analizy obwiedni danych, znanej jako DEA i modyfikację macierzy strategicznej.

*Wynik* – Dokonano zobrazowania i analizy sytuacji konkurencyjnej w sektorze bankowym dzięki narzędziom DEA i macierzy strategicznej poprzez naniesione wartości ze sprawozdań finansowych banków.

*Oryginalność/wartość* – W artykule przedstawiono próbę zastosowania narzędzia analizy strategicznej i metody ilościowej, by dokonać spójnej oceny efektywności ekonomicznej banków przeprowadzonej względem rentowności określonej klasycznym wskaźnikiem ROE i wielkością przychodów.

**Słowa kluczowe:** efektywność, banki, metody portfelowe, metoda DEA

### Wprowadzenie

Wskaźniki rentowności banku są jedną z najważniejszych grup wskaźników finansowych, jakie wykorzystuje się do oceny kondycji banku. Ich konstrukcja oparta jest na relacjach zysku do przychodów, kapitałów względnie aktywów (Kopiński, 2016 s. 1). Niewątpliwie generowanie przez banki jak największych przychodów może przyczynić się z jednej strony do wzrostu ich rentowności, a z drugiej decyduje o bardzo ważnym czynniku, czyli o udziale w rynku. Współczesna konkurencyjna gospodarka na rynku finansowym i pieniężnym sprawia, że rynek się zacieśnia i stawia przed uczestnikami walki konkurencyjnej w sektorze bankowym coraz to większe wyzwania. Ocena efektywności działania banków z uwzględnieniem wspomnianych czynników i możliwość zobrazowania sytuacji konkurencyjnej w sektorze bankowym wydaje się być istotna zarówno z praktycznego, jak i poznawczego punktu widzenia.

Celem artykułu jest właśnie analiza efektywności ekonomicznej banków przeprowadzona względem rentowności określonej klasycznym wskaźnikiem rentowności kapitału własnego (ROE) oraz dynamiki przychodów na podstawie danych pozyskanych ze sprawozdań finansowych. Dla realizacji tego celu wykorzystano modyfikację macierzy strategicznej,

---

\* prof. zw. dr hab. Adam Kopiński, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, ul. Komandorska 118/120, 53-345 Wrocław, e-mail: adam.kopinski@ue.wroc.pl; dr Dariusz Porębski, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, ul. Komandorska 118/120, 53-345 Wrocław, dariusz.porebski@ue.wroc.pl.

w której umieszczone dane pochodzące ze sprawozdań finansowych banków pozwalają na zobrazowanie i analizę sytuacji konkurencyjnej w sektorze bankowym.

## 1. Klasyczne macierze czteropolowe i ich modyfikacje

W literaturze z zakresu zarządzania strategicznego panuje pogląd, że metody portfelowe pozwalają stosunkowo dokładnie określić sytuację konkurencyjną organizacji funkcjonującej w określonych segmentach rynku. Metody te traktowane są jako uniwersalne i użyteczne narzędzia analizy możliwości rozwojowych wszelkiego rodzaju organizacji, w tym także jednostek sektora bankowego. Pierwsze zastosowanie tych metod wiązało się z firmą Boston Consulting Group i macierzą znaną jako BCG. Późniejsze modele analiz portfelowych, doskonalsze i bardziej złożone, są pochodną czteropolowej macierzy BCG (Gierszewska, Romanowska, 2013, s. 153).

Udaną próbą zbudowania macierzy, która w doskonalszy sposób od BCG prezentuje konkurencyjność na rynku z uwzględnieniem elementów analizy finansowej, jest macierz Marakon Associates, nazywana macierzą opłacalności biznesu, macierzą opłacalności działalności gospodarczej albo jeszcze inaczej – macierzą zyskowości (por. Daszyńska-Żygadło, 2015, s. 81; Obłój, 2014, s. 187–189). Podstawowa wersja macierzy opłacalności ukazuje zależność pomiędzy ROE a tempem wzrostu rynku. Model macierzy BCG jest stale modyfikowany i rozszerzany. W ramach analizy strategii globalnej jest używany do określania roli i pozycji poszczególnych rynków krajowych w portfelu firmy globalnej. Zmodyfikowana macierz BCG nosi nazwę „potencjał rozwojowy przedsiębiorstwa/pozycja konkurencyjna przedsiębiorstwa” (*business growth/competitive strength matrix*). Można spotkać również odmianę o nazwie *market economics/competitive position* (ME/CP), która pomaga strategowi zrozumieć potencjał tworzenia wartości poprzez ocenę pozycji firmy według dwóch kluczowych wymiarów strategicznych, a są nimi atrakcyjność branży, w której firma prowadzi działalność, oraz pozycja konkurencyjna w branży (Davis, Edge, 2004, s. 23). Wiele nowych rozwiązań, prócz wspomnianych, prezentuje sam współzałożyciel Marakon Associates P. Kontes, wykorzystując w konstrukcji macierzy ROE, koszt kapitału i zysk ekonomiczny (Kontes, 2015, s. 21). Ogólnie rzecz biorąc, macierz korzyści (*profitability matrix*), opracowana przez konsultantów Marakon Associates, ma na celu określenie rentowności, wzrostu i możliwości generowania gotówki przez daną organizację zawartą w badanym portfelu (Burnes, 2017, s. 309).

Klasyczną macierz Marakon Associates i jej ograniczenia względem ROE przedstawiono na rysunku 1.

ROE względem $K_e$	Stosunek tempa wzrostu rynku do tempa wzrostu udziału danej firmy w rynku		cash generators cash users
	Relatywny spadek udziału w rynku	Relatywny wzrost udziału w rynku	
Działalność (sprzedaż) przynosząca zysk, czyli $ROE > K_e$	+ cash flow - udział w rynku	+ cash flow + udział w rynku	cash neutrals
Działalność (sprzedaż) przynosząca stratę $ROE < K_e$	+ cash flow - udział w rynku	- cash flow + udział w rynku	
		- cash flow - udział w rynku	

$K_e = BSZ + PR$  : gdzie BSZ - bezpieczna stopa zwrotu; PR - premia za ryzyko

**Rysunek 1.** Macierz opłacalności gospodarczej

**Źródło:** Hax, Majluf (1996), s. 176.

Z przedstawionego rysunku wynika, że czteropolowa macierz została zbudowana na podstawie dwóch kryteriów: stopy zwrotu z kapitału własnego (ROE), pomniejszonego następnie o koszt kapitału, i stopy wzrostu udziału w rynku danej jednostki strategicznej/decyzyjnej (DMU) lub grupy produktowej na tle wzrostu całego rynku. W praktyce kryteria te wyznaczają na macierzy pozycję kół, które obrazują poszczególne DMU lub grupy produktowe organizacji. Wielkość koła określa udział grupy produktowej w przychodach jednostki (Gierszewska, Romanowska, 2013, s. 161) i tym samym można powiedzieć, że poprzez wielkość koła na wykresie wprowadza się trzeci wymiar w danej macierzy.

Z punktu widzenia wartości organizacji i jej zdolności do tworzenia wartości interesującą modyfikację macierzy zyskowności przedstawiają w swojej pracy G. Hawawini i C. Viallet (2009, s. 597), którą zastosował m.in. P. Szczepankowski (2007, s. 124) w analizie na potrzeby wyceny wartości przedsiębiorstwa. Jest to macierz strategii finansowej zmieniająca parametry obu wymiarów w stosunku do pierwowzoru, a jej modyfikacja polega na uwzględnieniu w jednym wymiarze zdolności do kreowania wartości, a w drugim – do sfinansowania wzrostu sprzedaży przez daną jednostkę. Oś pionowa odpowiada zdolności DMU do tworzenia wartości dodanej, która jest mierzona znakiem i wartością nadwyżki ekonomicznej (EVA). Druga modyfikacja dotyczy oceny wnętrza przedsiębiorstwa z punktu widzenia realizowanego wzrostu, inaczej niż w macierzy Marakon Associates, w której wyrażała tempo wzrostu organizacji na tle branży. Oś pozioma odpowiada zdolności firmy do sfinansowania wzrostu sprzedaży mierzonej różnicą między zrealizowaną stopą wzrostu sprzedaży a stopą zrównoważonego wzrostu (Daszyńska-Żygadło, 2015, s. 81).

T. Słoński i K. Daszyńska-Żygadło również proponują modyfikację macierzy zyskowości przyjmując perspektywę właścicieli, czyli dawców kapitału własnego, bazując przy tym na podtrzymywanej stopie wzrostu i uwzględniając założenia dotyczące nośników wartości (Daszyńska-Żygadło, 2015, s. 82).

Przykładem zastosowania zmodyfikowanego podejścia jest również próba zastosowania macierzy Marakon Associates na przykładzie zakładów ubezpieczeń z wykorzystaniem składki przypisanej brutto (Porębski, 2017, s. 89).

Z przedstawianych przykładów można wywnioskować, że modyfikacje klasycznych macierzy przynoszą rezultaty, a sam układ macierzowy, choć pozornie ograniczony do dwóch wymiarów, pozwala tworzyć ciekawe zestawienia. Wartości finansowe pozwalają na zastosowanie rozwiązań dla szerokiej gamy organizacji, w tym banków. Interpretacji można dokonać na podstawie konkurencyjności produktowej, jak w przypadku klasycznej macierzy BCG, jak i również przedstawić sytuację w sektorze umieszczając DMU na macierzy za pomocą parametrów finansowych.

Współcześnie arkusz Excel oferuje rozwiązanie kryjące się pod nazwą wykresu bąbelkowego. Jest to pewien wariant wykresu XY, umożliwiający przedstawienie wielu serii danych za pomocą bąbelków o różnej wielkości. Podobnie jak w przypadku wykresów XY, obie osie są osiami wartości, a nie ma osi kategorii (Walkenbach, 2013, s. 397). Za pomocą wykresu można przedstawić wyniki udziału w rynku poszczególnych banków w stosunku do danej kategorii rentowności. Natomiast wielkość bąbelka idealnie obrazuje różnicę w przychodach, jaka istnieje między bankami rywalizującymi w sektorze.

## 2. Założenia i kryteria metody DEA dla banku

Twórcy metody DEA, A. Charnes, W.W. Cooper i E. Rhodes, postanowili zdefiniować efektywność jako stosunek sumy ważonych efektów do sumy ważonych nakładów. Matematycznie model DEA można przedstawić jako następującą relację (Kucharski, 2014, s. 8–9; Ziębicki, 2014, s. 87–88):

$$E_j = \frac{\sum_{r=1}^R u_r y_{rj}}{\sum_{n=1}^N v_n x_{nj}} \rightarrow \max,$$

przy ograniczeniach:

$$\frac{\sum_{r=1}^R u_r y_{rj}}{\sum_{n=1}^N v_n x_{nj}} \leq 1, \quad u_r \geq 0, v_n \geq 0,$$

gdzie:

- $E_j$  – efektywność techniczna (technologiczna),
- $y_{rj}$  – wielkość efekty  $r$ -tego rodzaju ( $r = 1, \dots, R$ ) w  $j$ -tym obiekcie ( $j = 1, \dots, J$ ),
- $x_{nj}$  – wielkość nakładu  $n$ -tego rodzaju ( $n = 1, \dots, N$ ) w obiekcie  $j$ -tym ( $j = 1, \dots, J$ ),
- $u_r$  – wagi poszczególnych efektów,
- $v_n$  – wagi poszczególnych nakładów.

Przedstawione wzory na efektywność techniczną można sprowadzić do postaci liniowej za pomocą transformacji Charnesa-Coopera:

$$\sum_{r=1}^R u_r y_{rj} \rightarrow \max,$$
$$\sum_{n=1}^N v_n x_{nj} = 1,$$
$$\sum_{r=1}^R u_r y_{rj} - \sum_{n=1}^N v_n x_{nj} \leq 0.$$

Wspomniane podejście, wykorzystując empiryczne wielkości nakładów i efektów dla danej jednostki decyzyjnej (DMU), poszukuje jednocześnie wag maksymalizujących efektywność. W ten sposób otrzymujemy zadanie programowania matematycznego, w którym chodzi o wyznaczanie efektywności konkretnych obiektów względem ich całej grupy. Metoda DEA opiera się na analizach granicznych, a jej ilustracja graficzna jest częściowo liniową funkcją łączącą najbardziej efektywne DMU. Krzywa efektywności jest estymowana na podstawie danych empirycznych dotyczących nakładów i efektów. Jednostki, które znajdują się na krzywej, uznajemy za efektywne, a ich efektywność  $\hat{\theta} = 1$ . DMU leżące poniżej linii efektywności są zdominowane przez obiekty leżące na krzywej, a więc nieefektywne. Ich nieefektywność wynosi  $1 - \hat{\theta}$ , a samego pomiaru dokonujemy bez konieczności jakiegokolwiek uśredniania danych (Kucharski, 2014, s. 8).

W kraju metoda DEA została wykorzystana m.in. w pracach następujących autorów: Gospodarowicz, Pawłowska, Domagała, Chudy-Laskowska, Perek, Ziębicki. Wyróżnić też należałoby pracę E. Stoli, A. Feruś, B. Guzika, A. Kopińskiego. Autorzy ponadto w ciekawy sposób przedstawiali wykorzystanie metody DEA również badając efektywność techniczną banków.

Choć podjętą tematyką zajmuje się wiele osób, to wyniki analizy metodą DEA mogą być kompletnie różne, ponieważ zależą głównie od zakresu przyjętych do metody zmiennych i powstających przy tym ciągłych nowych modeli dla tej metody.

Podstawowym przykładem modelu zorientowanego na nakłady, w którym przyjmuje się założenie o stałych korzyściach skali, jest model CCR. Jego nazwa pochodzi od pierwszych liter nazwisk jego autorów, tzn. Charnesa, Coopera i Rhodesa (1978, s. 429–444). Z kolei model BCC, opracowany przez Bankera, Charnesa i Coopera (1984, s. 1078–1092), jest zorientowany na efekty i zakłada się w nim zmienne korzyści skali.

Metoda DEA ma jednak pewne ograniczenia. Podstawowym jest nadmiarowość (tzw. redundancja), czyli zawyżanie liczby obiektów wskazywanych jako efektywne. Sytuacja taka pojawia się w szczególności przy początkowych modelach metody. Istotnym ograniczeniem jest również wrażliwość i niestabilność wyników w sytuacji stosowania nietypowych

danych lub ich silnego skorelowania. Jako ograniczenie należy również wskazać względność oceny, związaną z wyznaczeniem efektywności przez porównanie z innymi jednostkami, ograniczenie to dotyczy jednak wszystkich metod wielowymiarowych. Cecha ta powoduje, że metody te często określane są mianem benchmarkowych. DEA daje pewną swobodę w wykorzystaniu wskaźników, można zatem zastosować w metodzie dane o charakterze zarówno finansowym, jak i niefinansowym. Należy jednak pamiętać, że metoda DEA jest wrażliwa na zmienną wyboru. Liczba zmiennych przyjętych do modelu, owszem, zwiększa zdolność do rozróżniania jednostek, ale zmniejsza wynik – wartość ostateczną dla jednostek decyzyjnych. Dodawanie większej liczby zmiennych do modelu jest ryzykowne, gdyż może spowodować, że nieefektywna jednostka zacznie dominować, a nawet okaże się efektywna (Smith, 1997, s. 243).

### **3. Wybór i charakterystyka zmiennych do macierzy analizy konkurencji i metody DEA**

W metodzie DEA bank traktujemy jako jednostkę decyzyjną/strategiczną (DMU) dysponującą określonymi nakładami, które w efekcie prowadzonej działalności są wykorzystywane do generowania konkretnych efektów.

Określenie efektów działalności bankowej stanowi, wbrew pozorom, jedno z najbardziej kontrowersyjnych zagadnień w literaturze bankowej dotyczącej analiz efektywności banków. Występują sytuacje, w której brak zgodności co do tego, co jest nakładem, a co efektem działalności banku, powoduje trudności w skonstruowaniu modelu banku w ujęciu nakłady–efekty.

W przypadku metody DEA zarówno autorzy, jak i studia literaturowe nie narzucają ściśle określonej ścieżki wyboru nakładów i efektów, dlatego można tu dowolnie zdefiniować nakłady i efekty procesu technologii bankowej (Stola, 2001, s. 234).

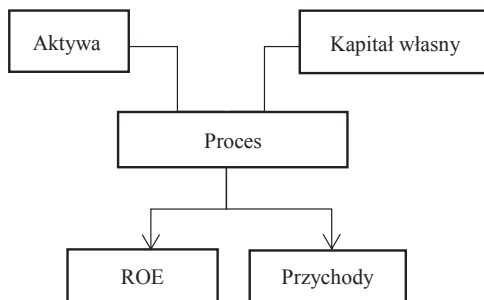
A. Gospodarowicz rozpatruje dwa podstawowe podejścia określenia roli i zachowania się banku. W pierwszym kwoty lokat i kredytów banku, wyrażone w jednostkach pieniężnych, traktuje jako efekty, nakładem zaś sumę kosztów odsetkowych oraz kosztów operacyjnych. W drugim natomiast wskazuje na produkty kredytowe i depozytowe, wykorzystując w tym celu posiadany kapitał i nakłady rzeczowe. W ujęciu tym za efekty przyjmuje liczbę sprzedanych produktów, a jako nakłady koszty operacyjne banku (Gospodarowicz, 2002, s. 89).

B. Guzik w metodzie DEA dla 10 banków, jako nakłady skategoryzował majątek trwały, wkłady, koszty działalności i zatrudnienie. Natomiast jako efekty wybrał jedynie dwa rezultaty: kredyty i należności międzybankowe (Guzik, 2009, s. 62).

W swoich badaniach A. Kopiński również dla 10 banków wyznaczył jako nakłady: aktywa i liczbę pracowników, a jako efekty: depozyty, kredyty, liczbę klientów i współczynnik wypłacalności.



W niniejszym artykule postanowiono skupić się na rentowności kapitału własnego i przychodach banków jako najważniejszych efektach decydujących o pozycji w sektorze. Zmienne wybrane do analizy na potrzeby przedstawianych badań zilustrowano na rysunku 2.



**Rysunek 2.** Zestawienie nakładów i efektów do metody DEA

Źródło: opracowanie własne.

W analizie wybrano w kontekście zasobów jako nakłady aktywa banku i liczbę pracowników. Natomiast jako efekty uznano przychody i rentowość kapitału własnego. Są to elementy, które decydują o pozycji w sektorze i jednocześnie mogą zostać wykorzystane w tworzeniu macierzy strategicznej przedstawiającej sytuację konkurencyjną w sektorze.

#### 4. Analiza wyników – porównanie efektywności z sytuacją na rynku

Na podstawie danych zebranych z ostatnich dwóch dostępnych lat, czyli 2014 i 2015 roku, a dotyczących działalności banków komercyjnych, wybrano 10 banków o największej wartości kapitału własnego w roku 2015, dla których zastosowano model CCR zorientowany na nakłady i BCC zorientowany na efekty. Wyniki wybranych do badania banków przedstawiono w tabeli 1.

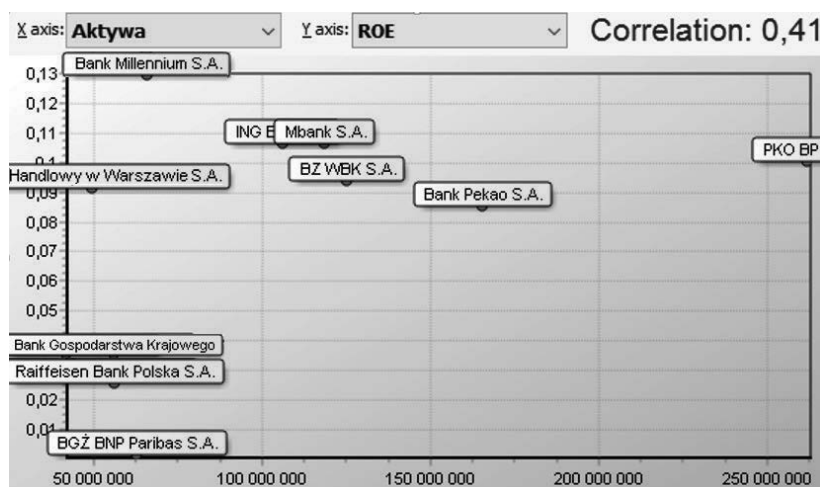
Wyniki metod CCR i BCC wykazują znaczną rozbieżność rezultatów. Wykazano, że najbardziej różnicującym elementem był w obu modelach wskaźnik ROE. W modelu BCC jego strukturalny wpływ na wyniki wynosił 99,4%, a w CCR 95,73%, natomiast pozostałe elementy modelu nie wykazywały tak wielkiej siły oddziaływania. Analiza efektywności za pomocą modelu CCR, ukierunkowanym na nakłady, pozwala stwierdzić, że efektywnym bankiem był Bank Millennium SA, ponieważ przy stosunkowo niskim poziomie aktywów i kapitału własnego osiągnął on w roku 2015 stosunkowo dużą rentowność ROE, wynoszącą aż 13%. Potwierdza to rysunek 3.

**Tabela 1**

Dane wejściowe oraz wynik analizy metoda DEA dla banków komercyjnych w latach 2015

DMU	Przychody (zł)	ROE (%)	Kapitał własny (zł)	Aktywa (zł)	CCR (%)	BCC (%)
PKO BP	13 390 222,00	10,05	30 213 184,49	262 380 030,00	96,30	100,00
Bank Pekao	8 308 359,00	8,51	22 790 029,85	165 760 670,00	91,50	93,64
BZ WBK	6 989 580,00	9,39	18 702 981,90	125 477 589,00	100,00	100,00
Mbank	5 135 207,00	10,64	11 949 708,65	118 795 306,00	83,40	89,17
BGK	1 339 643,00	3,41	11 168 123,17	43 092 721,00	58,10	100,00
ING BSK	4 888 400,00	10,64	10 487 580,50	106 105 900,00	89,20	94,97
BH w Warszawie	2 352 533,00	9,14	6 785 853,39	49 442 300,00	94,40	100,00
BGŻ BNP Paribas	2 756 516,00	0,13	6 356 153,85	63 009 129,00	84,40	88,54
Bank Millennium	3 394 067,00	12,94	6 291 785,16	66 065 250,00	100,00	100,00
Raiffeisen Bank Polska	1 634 379,00	2,56	6 247 761,00	56 168 703,00	55,30	100,00

Źródło: opracowanie własne.

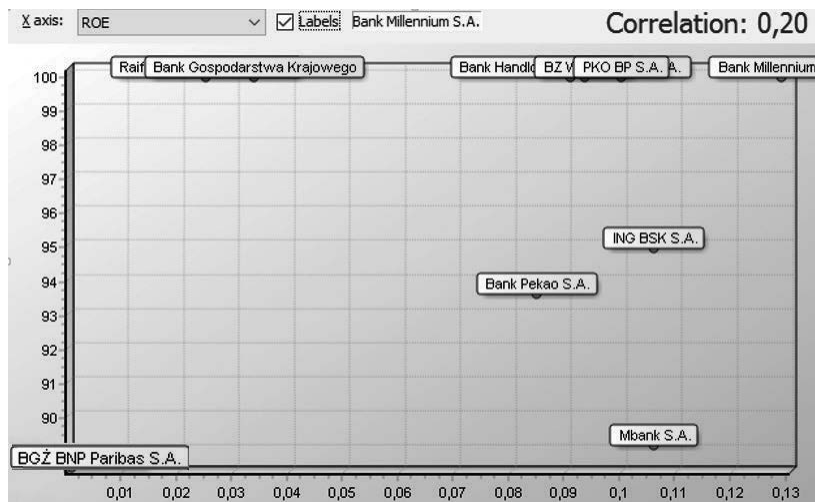
**Rysunek 3.** Wielkość aktywów i ROE dla banków komercyjnych w roku 2015

Źródło: opracowanie własne z wykorzystaniem programu Frontier Analyst Banxia Software.

Zestawienie na osi XY aktywów i ROE dla analizowanych banków pozwala zauważyć, że Bank Millennium SA w roku 2015 posiadał wysoką wartość wskaźnika ROE i relatywnie niskie aktywa. Lider rynku, PKO BP SA, nie mógł zostać uznany za równie efektywny ze względu na znaczny poziom aktywów zaangażowanych w jego działalność.

Wykres efektywności zestawiający na osi Y wynik DEA, a na osi X wskaźnik ROE ukazuje, że według metody BCC ukierunkowanej na efekty banki BGŻ BNP Paribas SA

i Mbank SA były nieefektywne. Najlepiej wypadł Bank Millennium, który posiadał wysoką efektywność według założeń BCC i relatywnie wysoki wskaźnik ROE.

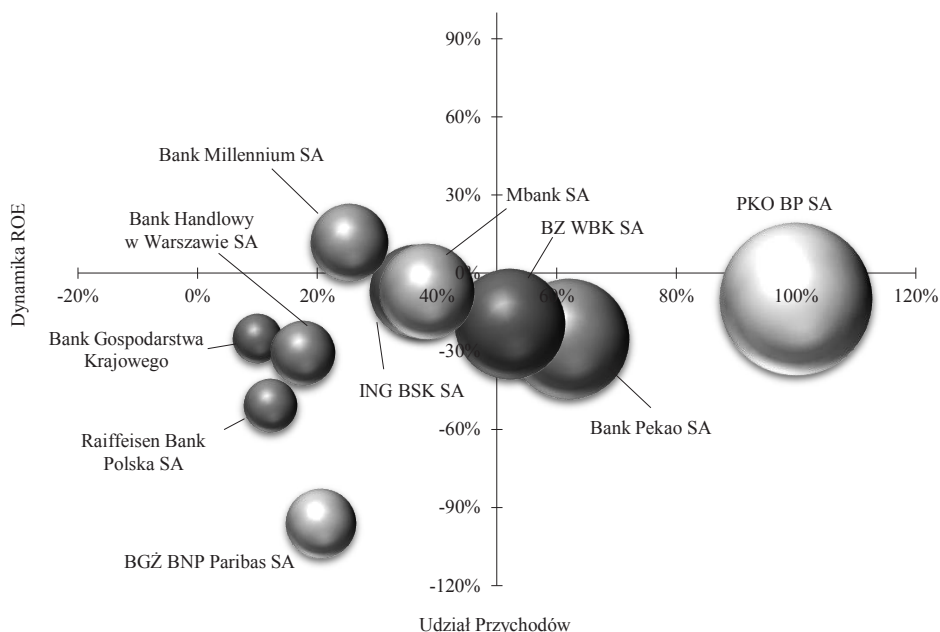


**Rysunek 4.** Efektywność DEA względem ROE dla banków komercyjnych w roku 2015

Źródło: opracowanie własne z wykorzystaniem programu Frontier Analyst Banxia Software.

Chociaż wyniki metod różnią się, w obu przypadkach Bank Millennium SA uznany jest za najbardziej efektywny względem wybranych czynników, podobnie jak BZ WBK SA, osiągający optymalne parametry względem konkurencji. Te parametry pozwalają BZ WBK SA utrzymać stałą pozycję na rynku, co można zaobserwować, analizując dane w dłuższym czasie. Ostatnie ciekawe zestawienie to porównanie przychodów ze wskaźnikiem ROE wykresem bąbelkowym, na którym przedstawiono udział przychodów i dynamikę ROE w latach 2014–2015.

Prezentowany wykres jest właściwie zmodyfikowaną macierzą zyskowności, która w przejrzysty sposób wizualizuje sytuację konkurencyjną w sektorze bankowości komercyjnej. Na osi X przedstawiono udział w przychodach w stosunku do największego konkurenta, jakim jest niewątpliwie lider, czyli PKO BP SA. Oś Y natomiast przedstawia dynamikę kapitału własnego. W badanym roku wszystkie banki, z wyjątkiem banku Millennium SA, zanotowały spadek wskaźnika ROE. Największe spadki zanotował Raiffeisen Bank Polska SA  $-50,77\%$  i BGŻ BNP Paribas SA  $-96,08\%$ . PKO BP SA, ze względu na bardzo wysokie parametry ekonomiczne, pozostaje liderem rynku, natomiast wysoką efektywnością, którą odzwierciedla wykres, odznaczają się Bank Millennium SA (wysoki wskaźnik ROE i nienajgorszy udział w rynku) relatywnie do zaangażowanych nakładów i BZ WBK SA, który zajął centralną pozycję na macierzy. Wpływ na wizualizację analizy ma również trzeci parametr, za który przyjęto przychody. Jego wielkość może zostać graficznie



**Rysunek 5.** Macierz konkurencji w sektorze dla banków w latach 2014–2015

Źródło: opracowanie własne.

zaprezentowana dzięki możliwości wykresu bąbelkowego w MS Excel w postaci rozmiaru bąbelka, co może być utożsamiane z rozmiarem osiągnięć badanej jednostki DMU. Można zaobserwować, że analiza przedstawiona na rysunku 5 jest identyczna z wynikami obliczeń przedstawionymi na rysunku 3.

## Uwagi końcowe

W niniejszym artykule zaproponowano zmienne do metody DEA i zmodyfikowanej macierzy zyskowności. W obu przypadkach dostarczają one cennych informacji o zmianach na rynku i dają pogląd na jego temat. Narzędzia tego typu nie tylko sprawdzają się jako sposoby określenia sytuacji na rynku, ale mogą być pomocne w procesie podejmowania decyzji dotyczących wyboru instytucji finansowej (banku). Analiza macierzy zyskowności jednostek bankowych prowadzona w dłuższym czasie może dostarczyć ciekawych wniosków i prowadzić do kolejnych analiz. Obserwacja zmian pozycji poszczególnych DMU w macierzy może być kolejnym krokiem w analizie sektora bankowości komercyjnej.

W metodzie DEA można nie tylko zawęzać i poszerzać zakres danych wejściowych, ale i go zmieniać. W przypadku niniejszego artykułu zmienne te zostały dostosowane do

macierzy strategicznej. Analizę DEA często rozbudowuje się o indeksy, które ułatwiają zbadanie tempa zmian danych jednostek, w tym poprawę czy pogorszenie się ich produktywności. Indeksom najczęściej stosowanym do kwantyfikacji zmian całkowitej produktywności jest np. indeks produktywności Malmquista, (Świtłyk, Wilczyński, 2015). Zastosowanie indeksów pozwala poszerzyć analizowany zakres czasowy w badaniu i uczynić wynik analizy bardziej wymiernym.

Reasumując należy stwierdzić, że rynek bankowości komercyjnej jest dynamiczny i zastosowane w artykule narzędzia mogą być w przyszłości rozszerzone i wykorzystane do analizy zmian w postaci przemieszczeń badanych banków nie tylko w dłuższym horyzoncie czasowym, ale i na podstawie pełnej macierzy opłacalności biznesu wykorzystującej model Gordona.

## Literatura

- Banker, R.D., Charnes, A., Cooper, W.W. (1984). Some Models for Estimating Technical and Scale Inefficiencies Data Development Analysis. *Management Science*, 30.
- Burnes, B., (2017). *Managing Change*. London: Pearson Education.
- Charnes, A., Cooper, W.W., Rhodes, E.L. (1978). Measuring the Efficiency of Decision Making Units. *European Journal of Operational Research*, 2.
- Daszyńska-Zygadło, K. (2015). *Wycena przedsiębiorstwa podejście scenariuszowe*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Davis, M.L., Edge, J.T. (2004). *Executive Compensation: The professional's Guide to Current Issues & Practices*. San Diego: Windsor.
- Gierszewska, G., Romanowska, M. (2017). *Analiza strategiczna przedsiębiorstwa*. Warszawa: PWE.
- Gospodarowicz, A. (2002). *Analiza i ocena banków oraz ich oddziałów*. Wrocław: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu.
- Guzik, B. (2009). Podstawowe możliwości analityczne modelu CCR-DEA. *Badania Operacyjne i Decyzje*, 1.
- Hawawini, G., Viallet, C. (2009). *Finanse menedżerskie. Kreowanie wartości dla akcjonariuszy*. Warszawa: PWE.
- Hax, A., Majluf, N. (1996). *The Strategy Concept and Process*. Prentice-Hall: Upper Saddle River.
- Kopiński, A. (2016). Analiza rentowności wybranych banków komercyjnych w Polsce. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia*, 4 (50).
- Kontes, P. (2015). *The CEO, Strategy, and Shareholder Value: Making the Choices that Maximize Company Performance*. Wiley.
- Kucharski, A. (2014). *Metoda DEA w ocenie efektywności gospodarczej*. Łódź: Wydawnictwo KBO.
- Oblój, K. (2014). *Strategia organizacji*. Warszawa: PWE.
- Porębski, D. (2017) Analiza sytuacji konkurencyjnej na rynku zakładów ubezpieczeń za pomocą zmodyfikowanej macierzy opłacalności biznesu. *Nauki o Finansach*, 4.
- Stoła, E., (2011). Efektywność techniczna a efektywność finansowa banków komercyjnych. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 639.
- Smith, P. (1997). Model Misspecification in Data Envelopment Analysis. *Annals of Operations Research*, 73, 233–252. DOI:10.1023/A:1018981212364.
- Szczepankowski, P. (2007). *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Świtłyk, M., Wilczyński, A. (2015). Zastosowanie indeksu Malmquista do badania zmian efektywności na uczelniach publicznych. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 401, 514–525.
- Walkenbach, J. (2013). *Biblia Excela 2013*. Gliwice: Helion.
- Ziębicki, B. (2014). *Efektywność organizacyjna podmiotów sektora publicznego*. Kraków: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie.

### AN ATTEMPT TO ASSESS THE EFFECTIVENESS OF COMMERCIAL BANKS AGAINST THE DYNAMICS OF THEIR PROFITABILITY

**Abstract:** *Purpose* – Application of the DEA method and strategic matrix in assessing the effectiveness of co-operative banks was taking into account the dynamics of profitability.

*Design/methodology/approach* – To accomplish the goal DEA method and strategy matrix was created with financial statements data.

*Findings* – The picture of the competitive situation in the banking sector was illustrated and analyzed, thanks to the DEA tool and the strategic matrix through the reported values from the banks' financial statements.

*Originality/value* – Paper presents application of strategic analysis tool and a quantitative method to make a consistent assessment of the banks' economic efficiency carried out in relation to profitability determined by the classic ROE and revenue.

**Keywords:** efficiency, bank, Portfolio methods, Data Envelopment Analysis

### Cytowanie

Kopiński, A., Porębski, D. (2018). Próba oceny efektywności banków komercyjnych z uwzględnieniem dynamiki ich rentowności. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 83–94. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-07.

## Unikanie opodatkowania w międzynarodowych grupach kapitałowych a społeczna odpowiedzialność biznesu

Danuta Kozłowska-Makós\*

**Streszczenie:** *Cel* – Przedstawienie istoty unikania opodatkowania w międzynarodowych grupach kapitałowych. Szczególną uwagę zwrócono na możliwości wykorzystania hybrydyzacji finansowej dla optymalizacji podatkowej i znaczenie społecznej odpowiedzialności biznesu w zakresie polityki podatkowej.

*Metodologia badania* – W opracowaniu wykorzystano metodę analizy literatury z zakresu prawa podatkowego, nauk ekonomicznych i nauk o zarządzaniu oraz metodę dedukcji i indukcji.

*Wynik* – W artykule wykazuje się, że proponowane zmiany w publikowaniu sprawozdań finansowych, wraz z danymi polityki podatkowej, stanowią o nowym obliczu optymalizacji podatkowej w kontekście społecznej odpowiedzialności biznesu.

*Oryginalność/wartość* – Znaczenie rozwiązań w zakresie ujawniania informacji o wewnętrznych powiązaniach finansowych w międzynarodowych grupach kapitałowych obejmujących CSR w kontekście unikania opodatkowania.

**Słowa kluczowe:** społeczna odpowiedzialność biznesu, unikanie opodatkowania, międzynarodowe grupy kapitałowe

### Wprowadzenie

Unikanie opodatkowania stanowi niesprzeczną z przepisami prawa podatkowego redukcję ciężaru podatkowego, która jednak nosi znamię sztuczności. Obniżenie opodatkowania wskutek działań pozornych (pozbawionych faktycznego celu gospodarczego) nie może być akceptowane, ponieważ stoi w sprzeczności z zasadą równości i powszechności opodatkowania. Element pozorności zawęża zakres definicji unikania opodatkowania, w której istotne są czynności zgodne z obowiązującym prawem. Ujemna ocena moralna czyni zasadnym zwalczanie zjawiska unikania opodatkowania przez państwo na poziomie polityki podatkowej. W przeciwnym razie należałoby uznać za niezgodne z Konstytucją wszelkie działania legislacyjne mające na celu ograniczenie możliwości unikania opodatkowania oraz usuwanie z systemu prawa podatkowego sztucznie wykreowanych obszarów wolnych od opodatkowania (tzw. luk), sprzyjających unikaniu opodatkowania (Kurzac, 2017, s. 15).

---

\* dr Danuta Kozłowska-Makós, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Wydział Finansów i Ubezpieczeń, Katedra Finansów Przedsiębiorstw i Ubezpieczeń Gospodarczych, ul. 1-Maja 50, 40-287 Katowice, e-mail: danuta.kozlowska-makos@ue.katowice.pl

Celem artykułu jest przedstawienie istoty międzynarodowego unikania opodatkowania. Szczególną uwagę zwrócono na hybrydyzację finansową i znaczenie społecznej odpowiedzialności biznesu w zakresie optymalizacji podatkowej.

## **1. Istota unikania opodatkowania w międzynarodowych grupach kapitałowych**

Struktury kapitałowe działalności gospodarczej tworzą odrębne pod względem prawnym podmioty gospodarcze w postaci spółek kapitałowych, połączone relacjami podporządkowania kapitałowego i oddziaływania właścicielskiego. Podporządkowanie kapitałowe wynika z posiadania przez podmiot nadrzędny akcji/udziałów podmiotów podporządkowanych. Wynikają z tego możliwości oddziaływania właścicielskiego, określone w kodeksie spółek handlowych (Kodeks spółek handlowych, 2013, art. 4, ust. 1, pkt 4 i 5), umowach lub statutach spółek. Struktury tego rodzaju określane są jako grupy kapitałowe, a w ich ramach można wyodrębnić centra kosztów, zysków, przychodów i inwestycji. Skala, zasięg oddziaływania, liczba podmiotów czy rodzaje więzi występujących w grupie kapitałowej świadczą o złożoności struktury kapitałowej (Kluzek, 2017, s. 14).

Przedsiębiorstwa skłaniają się w stronę tworzenia międzynarodowych grup kapitałowych, przyjmując cele, których realizacja byłaby niemożliwa lub nieefektywna w ramach jednej spółki kapitałowej. Wśród szczególnych celów tworzenia złożonych struktur kapitałowych wymienia się cele ekonomiczne, rynkowe, kierownicze, operacyjne i finansowe. Przyjmuje się, że powstanie grupy kapitałowej determinuje motyw usunięcia wewnętrznych słabości dotychczasowej działalności oraz przezwyciężenia zagrożeń zewnętrznych ze strony otoczenia społeczno-gospodarczego. Dąży się wówczas do osiągnięcia celów rozwojowych przez realizację przedsięwzięć wykorzystujących własne mocne strony i szanse wynikające z realiów otoczenia (Ciupek, Kaczmarzyk, Kania, 2016, s. 450).

Niezależnie od tego, czy grupa powiązanych podmiotów powstała z przyczyn biznesowych (np. w wyniku ekspansji na nowych rynkach) czy finansowych (np. w wyniku korzystnych warunków pozyskania kapitału, zwolnień i ulg podatkowych czy dotacji), jednym ze skutków jej funkcjonowania jest opodatkowanie dochodów bezpośrednich z prowadzonej przez poszczególne jej podmioty działalności w różnych jurysdykcjach podatkowych. W tym kontekście podatek dochodowy staje się jednym z czynników ryzyka działalności międzynarodowej grupy kapitałowej, gdyż w poszczególnych krajach są stosowane różne rozwiązania w zakresie elementów technicznych tych podatków, w tym definiowania obowiązków podatkowego, przychodów i kosztów podatkowych (Ciupek, Kaczmarzyk, Kania, 2016, s. 449).

Opodatkowanie międzynarodowych grup kapitałowych wiąże się z takimi zjawiskami, jak optymalizacja opodatkowania czy międzynarodowe unikanie opodatkowania. Zjawiska te występują w różnym natężeniu i w różnej postaci w poszczególnych państwach (Gajewski, 2016, s. 456–457). Wszelkie działania podmiotów gospodarczych zmierzające do



minimalizacji obciążeń podatkowych w granicach obowiązującego prawa określa się mianem „optymalizacji podatkowej” (*tax planning*). Grupy kapitałowe, dążąc do minimalizacji obciążenia podatkowego, mają do wyboru dwa rozwiązania: oszczędności podatkowe oraz unikanie opodatkowania.

Oszczędności podatkowe polegają na korzystaniu z oferowanych przez ustawodawcę ulg podatkowych, obniżek i zwolnień podatkowych oraz na wyborze najkorzystniejszej formy opodatkowania.

Unikanie opodatkowania (*tax evasion*) polega na działaniu podatnika w sposób legalny, korzystając z dozwolonych form prawnych. Będzie on poszukiwał najkorzystniejszego sposobu minimalizacji obciążeń podatkowych, wykorzystując luki w prawie. Należy przy tym rozróżnić unikanie opodatkowania od uchylania się od opodatkowania. Uchylanie się od opodatkowania (*tax avoidance*) oznacza, że podatnik narusza obowiązujące prawo. Takie postępowanie jest karalne.

Na uwagę zasługuje pojęcie „międzynarodowego unikania opodatkowania”, definiowane jako etyczne planowanie podatkowe, które wykorzystuje legalne metody prowadzące do uniknięcia nadmiernego opodatkowania. Zwykle w ramach optymalizacji podatkowej w obrocie międzynarodowym dochodzi do przepływu kapitału przez państwa oferujące przywileje podatkowe (Kozłowska-Makós, 2017b, s. 144). Działalność międzynarodowych grup kapitałowych opiera się na co najmniej kilku ustawodawstwach podatkowych poszczególnych państw, przepisach unijnego prawa podatkowego, jak również na międzynarodowym prawie podatkowym. Ta różnorodność i wielość regulacji pozwalają podmiotom powiązanim stworzyć taką strategię, która będzie wykorzystywała różnorodne instrumenty do optymalizacji, a co za tym idzie, do unikania opodatkowania. Ponadto w swoich strategiach podatkowych grupy kapitałowe wykorzystują liczne instrumenty finansowe, które nierzadko komplikują realną weryfikację przejrzystości i wiarygodności przez administrację podatkową poszczególnych państw członkowskich.

Warto zwrócić uwagę, że w dzisiejszej dobie złożone struktury kapitałowe wykorzystują wysoko zaawansowane technologie podatkowe (*high tax technology*), które w głównej mierze opierają się na wielokaskadowych rozwiązaniach hybrydowych wykorzystujących skomplikowane instrumenty pochodne. Wielość i skomplikowanie instrumentów, które jednocześnie podlegają dynamicznemu „mutowaniu”, przyczynia się do bezskutecznej i bezradnej kontroli podatkowej w poszczególnych państwach. Innym ważnym elementem braku skuteczności walki z międzynarodowym unikaniem opodatkowania jest brak nowoczesnego holdingowego prawa podatkowego. Idea nowoczesnego holdingowego prawa podatkowego powinna opierać się na konstrukcjach podatkowych satysfakcjonujących nie tylko grupy międzynarodowe kierujące się uczciwymi zamiarami, ale również chroniących interes budżetowy państwa. Brak koncepcji nowoczesnego holdingowego prawa podatkowego jest jednym z kluczowych powodów nieskutecznej walki państwa z międzynarodowym unikaniem opodatkowania.

Niewątpliwie sytuację komplikuje również zjawisko międzynarodowej szkodliwej konkurencji podatkowej, zachodzące między państwami. W stosunkach wewnątrzspółnotowych konkurencję podatkową należy uznać za zjawisko polegające na wykorzystywaniu różnych instrumentów techniki podatkowej dla rozwijania krajowej gospodarki i dobrobytu przez zwiększanie konkurencyjności rodzimej działalności gospodarczej lub przyciąganie inwestycji zagranicznych. Konkurencja podatkowa jest naturalną konsekwencją procesów globalizacji, gdyż w świecie rosnących ekonomicznych współzależności opodatkowanie wywiera coraz większy wpływ na decyzje inwestycyjne grup kapitałowych. Stanowi ona wyraz rozdzwiku między interesami pojedynczego państwa (państwa członkowskiego Unii Europejskiej) a interesem ogółu państw (Unii Europejskiej). Coraz częściej granica między szkodliwą a korzystną konkurencją podatkową jest trudna do wyznaczenia. Szczególnie jest to zauważalne w sytuacji, kiedy państwa członkowskie (najczęściej sąsiadujące) tworzą swoją politykę podatkową, opierając ją na konstrukcjach, które w bezpośredni bądź pośredni sposób wpływają na decyzje międzynarodowych grup kapitałowych dotyczące zmiany ich rezydencji podatkowej (Gajewski, 2016, s. 457–458). Mając na uwadze powyższe tendencje, warto przyrzeć się instrumentom wykorzystywanym w celu uniknięcia opodatkowania przez międzynarodowe grupy kapitałowe.

## 2. Wybrane metody międzynarodowego unikania podatkowego

Agresywne planowanie podatkowe stanowi od kilku lat przedmiot zainteresowania zarówno Unii Europejskiej, jak i OECD. W opublikowanym przez OECD raporcie, poświęconym przerzucaniu dochodów do rajów podatkowych, zostały wskazane potencjalne instrumenty agresywnego planowania podatkowego, do których należą (OECD, 2013, s. 40–41):

- zakład przedsiębiorstwa zlokalizowany w jurysdykcji stosującej szkodliwą konkurencję podatkową (*low tax-branch of a foreign company*),
- podmiot hybrydowy (*hybrid entity*),
- finansowy instrument hybrydowy (*hybrid financial instrument*),
- spółka pośrednicząca (*conduit company*),
- instrument pochodny (*derivative*).

Zakład przedsiębiorstwa zlokalizowany w jurysdykcji stosującej szkodliwą konkurencję podatkową może być wykorzystany w celu udzielania pożyczek, sprzedaży licencji, patentów lub świadczenia usług na rzecz siedziby przedsiębiorstwa w państwie nakładającym relatywnie wysokie stawki podatkowe. Utworzenie zakładu w rajach podatkowych może być skutecznym instrumentem unikania opodatkowania, gdy w państwie lokalizacji siedziby dochód zakładu jest zwolniony z opodatkowania na gruncie krajowego prawa podatkowego albo na podstawie zawartej umowy o unikaniu podwójnego opodatkowania między państwem lokalizacji siedziby i zakładu.

Podmiot hybrydowy jest uznawany na gruncie prawa podatkowego jednego państwa za podatnika podatku dochodowego od osób prawnych, a na gruncie innego za podatnika – podatku dochodowego od osób fizycznych.

Finansowy instrument hybrydowy łączy cechy zarówno instrumentu udziałowego, jak i dłużnego. Z tego względu klasyfikowany jest przez niektóre państwa dla celów podatkowych jako instrument udziałowy, a przez inne – jako dłużny.

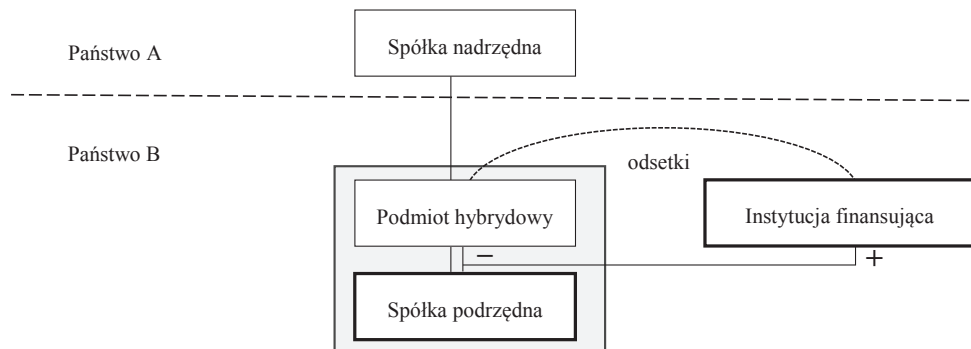
Spółka pośrednicząca pozwala na obniżenie zobowiązania podatkowego dzięki korzyściom wynikającym z umów o unikaniu opodatkowania. Zlokalizowana jest w państwie, które zawarło na stosunkowo korzystnych zasadach umowę o unikaniu podwójnego opodatkowania z państwem nakładającym relatywnie wysokie stawki podatkowe, a będącym państwem pochodzenia dochodów podatnika, mającego rezydencję dla celów podatkowych w jurysdykcji stosującej szkodliwą konkurencję podatkową.

Instrument pochodny może zostać wykorzystany np. w zastępstwie za wypłatę odsetek (np. kontrakty wymiany płatności odsetkowych) i umożliwić uniknięcie opodatkowania dochodów odsetkowych u źródła. Uniknięcie opodatkowania jest możliwe, jeżeli dochody z tytułu tego instrumentu nie są kwalifikowane jako dochody z tytułu odsetek lub są zwolnione z opodatkowania na gruncie prawa krajowego czy umowy o unikaniu podwójnego opodatkowania (Hybka, 2015, s. 116–117).

Zaznaczyć należy, że polskie prawo podatkowe nie posługuje się terminem „hybrydowy” w odniesieniu do instrumentu finansowania podmiotu powiązanego. Zakwalifikowanie instrumentu finansowania do kategorii „kapitału zakładowego” lub „wierzytelności” wywiera znaczące skutki na gruncie prawa podatkowego, zwłaszcza jeśli chodzi o opodatkowanie dochodów uzyskiwanych przez podmiot finansujący spółkę. Uprawnia to władze podatkowe do ustalenia faktycznej, a nie formalnoprawnej natury danego instrumentu finansowania, przez co może dojść do zmiany kwalifikacji prawnej instrumentu finansowania z kategorii „kapitał zakładowy” w kategorię „wierzytelność”. Pociąga to za sobą automatyczną zmianę kwalifikacji prawnej dla celów podatkowych dochodu z odsetek w dochód z udziału w zyskach spółki, czyli tzw. reklasyfikację. Zabieg ten ma wyłącznie na celu ograniczenie erozji bazy podatkowej podmiotu powiązanego (Kozłowska-Makós, 2017b, s. 97–98). Jedną z form finansowania w postaci instrumentu hybrydowego jest pożyczka pośrednia, której mechanizm przedstawiono na rysunku 1.

Na rysunku 1 spółka nadrzędna posiada 100% udziałów w podmiocie hybrydowym zlokalizowanym w innym państwie. Podmiot hybrydowy zaciąga pożyczkę w instytucji finansowej. Odsetki od tej pożyczki mogą zostać odliczone jako koszt uzyskania przychodu w państwie lokalizacji podmiotu hybrydowego. Jednocześnie uprawnienie do ich odliczenia przysługuje spółce nadrzędnej, bowiem podmiot hybrydowy w państwie jej lokalizacji jest uznawany za jej zakład niemający osobowości prawnej. Tego typu mechanizmy

agresywnego unikania podatkowego mogą przybierać bardziej skomplikowaną postać i wykorzystywać większą liczbę instrumentów hybrydowych<sup>1</sup>.



**Rysunek 1.** Unikanie opodatkowania z wykorzystaniem podmiotu hybrydowego

Źródło: Hybka (2015), s. 116–117.

Do celów optymalizacji podatkowej może służyć także odpowiednie kształtowanie cen transferowych. Spółka dominująca stara się wówczas tak kształtować za pomocą cen transferowych koszty i przychody podmiotów podporządkowanych, aby obciążenie podatkowe było jak najmniejsze. Zjawiska polegające na przesuwaniu zysków między działającymi w różnych państwach spółkami wchodzącymi w skład tej samej grupy kapitałowej w celu zmniejszenia zobowiązań podatkowych są problemem w skali światowej, ze względu m.in. na zróżnicowanie stawek podatkowych w poszczególnych państwach. Ponieważ ujednoczenie stawek podatkowych na całym świecie jest niemożliwe, chcąc zminimalizować to zjawisko, wymagany jest międzynarodowy konsensus prawa podatkowego dotyczący podmiotów powiązanych, który na dzień dzisiejszy jest niedoskonały i rodzi istotne problemy między podatnikiem a administracją podatkową (Kozłowska-Makós, 2017b, s. 147).

### 3. Unikanie opodatkowania w kontekście społecznej odpowiedzialności biznesu

Istniejące zasady opodatkowania przedsiębiorstw w Unii Europejskiej nie nadążają za zmianami gospodarczymi. Regulacje prawne w zakresie opodatkowania dochodów przedsiębiorstw międzynarodowych nie przystają do wymagań rynku. Rosnąca złożoność modeli biznesowych i struktur kapitałowych spowodowała, że łatwiejsze stało się przesunięcie dochodów z jednego państwa do drugiego. Coraz trudniej jest również określić, w którym

<sup>1</sup> Tego typu metody w celu unikania opodatkowania były wykorzystywane m.in. przez takie przedsiębiorstwa, jak Google, Microsoft, Facebook czy Apple.

państwie przedsiębiorstwo międzynarodowe powinno zapłacić podatek (Wasilewski, Bischoff, 2017, s. 187).

Zmiany przepisów i regulacji są konieczne, jednak nie rozwiążą wszystkich problemów związanych z unikaniem opodatkowania. Zwiększające się naciski społeczne oraz zainteresowanie opinii publicznej spowodowało, że niektóre międzynarodowe przedsiębiorstwa zaczęły postrzegać odprowadzanie podatków do budżetu jako część polityki związanej z prowadzeniem zrównoważonego rozwoju i społecznej odpowiedzialności biznesu (Wasilewski, Bischoff, 2017, s. 188).

Odpowiedzialność społeczna przedsiębiorstwa (*Corporate Social Responsibility* – CSR) jest pojęciem, które nie ma uniwersalnej i powszechnej zaakceptowanej definicji. Z tego powodu również określenie jej zakresu nie jest łatwym zadaniem. Z uwagi na brak jednoznacznych standardów, trudno jest precyzyjnie określić, jakie zachowania przedsiębiorstw są przejawem odpowiedzialności społecznej (Kozłowska-Makós, 2017a, s. 182). Według McWilliams i Siegela (McWilliams, Siegel, 2001, s. 117–127) CSR oznacza prowadzenie działań związanych ze zwiększaniem dóbr społecznych, będących poza wszelkimi wymogami prawnymi, a nawet poza interesami danego przedsiębiorstwa. Carroll (Carroll, 1979, s. 497–505) stwierdził, że CSR oznacza angażowanie się w działania, które odpowiadają oczekiwaniom ekonomicznym, prawnym i etycznym szeroko rozumianego społeczeństwa oraz innych zainteresowanych stron (w tym konsumentów, dostawców, rządów, jak również pracowników i akcjonariuszy). Jednakże Komisja Europejska w swoim dokumencie „Zielona Księga” określa społeczną odpowiedzialność jako działanie zgodne z prawem i normami etycznymi, mające na celu rozwój pracowników, dbałość o środowisko i dobre relacje z interesariuszami oraz działanie na rzecz środowiska lokalnego (Zielona Księga, 2001, par. 8).

Jeśli spojrzymy na ewolucję idei zrównoważonego rozwoju i społecznej odpowiedzialności biznesu, dostrzeżemy, że spektrum rozumienia tych dwóch pojęć stale się poszerza. Dobrym przykładem tego może być zapewnienie bezpieczeństwa i higieny pracy. Dziś zdrowie i bezpieczeństwo pracowników jest podstawowym pojęciem związanym ze społeczną odpowiedzialnością biznesu. Niestety, nie zawsze tak było. Kilkadziesiąt lat temu aspekt zdrowia i bezpieczeństwa pracy dopiero zaczynał być postrzegany jako rdzeń odpowiedzialności biznesu, co zostało okupione wieloma wypadkami przy pracy oraz głośnymi protestami grup społecznych, opowiadających się za zaostrzeniem przepisów w tej dziedzinie (Wasilewski, Bischoff, 2017, s. 189).

Powstało wiele opracowań badających związek działań z zakresu CSR w powiązaniu z wynikami finansowymi, kosztami kapitału czy stopą zwrotu akcji danego przedsiębiorstwa. Jednak tylko nieliczne opracowania badały związek działań z zakresu CSR z polityką podatkową prowadzoną przez przedsiębiorstwa. Kolejnym etapem ewolucji rozumienia pojęcia społecznej odpowiedzialności biznesu może zatem być dodanie do niej szeroko rozumianej transparentności w zakresie prowadzonej polityki podatkowej (Wasilewski, Bischoff, 2017, s. 189). Zatem definicja działań zgodnych z zasadami CSR powinna zostać poszerzona o przejrzystość podatkową, wyrażającą się np. publikowaniem sprawozdania

finansowego wraz z danymi dotyczącymi podatków zapłaconych w poszczególnych państwach przez funkcjonujące w nich spółki zależne, kontrolowane w ramach międzynarodowych grup kapitałowych. Idea łączenia transparentności podatkowej ze społeczną odpowiedzialnością biznesu jest nadal słabo rozpowszechniona w Polsce i wymaga popularyzacji oraz podniesienia poziomu społecznej świadomości (Wasilewski, Bischoff, 2017, s. 194).

## **Uwagi końcowe**

Zjawisko wykorzystywania struktur hybrydowych dla optymalizacji opodatkowania dochodów przez międzynarodowe grupy kapitałowe znajduje się w centrum zainteresowania organów podatkowych państw OECD i Unii Europejskiej zaledwie od kilku lat. Z tego względu jego skala i konsekwencje fiskalne są dotąd nie w pełni rozpoznane (Hybka, 2014, s. 91). Należy jednak zaznaczyć, że międzynarodowe unikanie podatkowe stosowane jest od dziesięcioleci. Dotyczy to w szczególności rozwiązań hybrydowych, wdrażanych powszechnie w celach optymalizacji opodatkowania już w latach 70. XX w. Dotychczas bowiem przedmiotem badań były przede wszystkim negatywne następstwa przerzucania dochodów przedsiębiorstw zlokalizowanych w państwach nakładających wysokie efektywne stawki podatku do podmiotów mających rezydencję podatkową w państwach oferujących preferencje podatkowe. Rzadko ich przedmiotem były konkretne instrumenty służące międzynarodowej optymalizacji opodatkowania.

Jak dotąd, w odniesieniu do struktur hybrydowych nie zostały zaproponowane ani przez poszczególne państwa, ani przez instytucje międzynarodowe w pełni skuteczne środki przeciwdziałania ich zastosowaniu dla uniknięcia opodatkowania. Wykorzystywaniu tych struktur w celu uniknięcia opodatkowania sprzyja skomplikowane prawo podatkowe i znaczące zróżnicowanie jego przepisów w poszczególnych państwach. Ponadto uzależniają one podatkową klasyfikację przeprowadzanej przez dany podmiot transakcji od tego, jak jest ona traktowana na gruncie prawa podatkowego (Hybka, 2015, s. 126).

Władze krajów rozwijających się nieodmiennie twierdzą, że kluczem do polepszenia sytuacji w kwestii zjawiska unikania opodatkowania jest dostęp do informacji o zyskach międzynarodowych przedsiębiorstw. To, że w systemie rachunkowości obecnie brakuje obiektywnych, szeroko akceptowalnych narzędzi pomiaru dokonań CSR i ich wpływu na dokonania finansowe (krótkookresowe i długookresowe), nie powinno przesądzać o wykluczeniu tego obszaru działania przedsiębiorstwa z systemu rachunkowości, tylko wskazywać kierunki jego rozwoju (Sobczyk, 2016, s. 397). Podobnie powinien stymulować brak powszechnej zgody co do formy, zakresu i cech jakościowych sprawozdań/raportów obejmujących CSR w zakresie unikania opodatkowania.

## Literatura

- Addressing Base Erosion and Profit Shifting (2013). Paris: OECD Publishing.
- Carroll, A.B. (1979). A Three-dimensional Conceptual Model of Corporate Performance. *Academy of Management Review*, 4 (4), 497–505.
- Ciupek, B., Kaczmarzyk, J., Kania, P. (2016). Podatki dochodowe jako czynnik ryzyka w międzynarodowych grupach kapitałowych. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H Oeconomia*, 1 (50), 449–458. DOI:10.17951/h.2016.50.1.449.
- Gajewski, D.J. (2016). Nowoczesne holdingowe prawo podatkowe jako forma przeciwdziałania międzynarodowemu unikaniu opodatkowania. W: *Dylematy reformy systemu podatkowego w Polsce*, red. H. Dzwonkowski, J. Kulicki (s. 456–477). Warszawa: Wydawnictwo Sejmowe.
- Hybka, M.M. (2015). Możliwości zapobiegania agresywnemu planowaniu finansowemu. *Studia i Prace Kolegium Ekonomiczno-Społecznego SGH*, 3 (4), 115–128.
- Hybka, M.M. (2014). Optymalizacja podatkowa z wykorzystaniem hybrydyzacji. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 65, 83–92.
- Kluzek, M., Kozłowska-Makós, D., Wawryszuk-Miształ, A. (2017). *Zarządzanie finansami grupy kapitałowej*. Warszawa: Texter.
- Kozłowska-Makós, D. (2017a). Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa w warunkach koncentracji kapitału. *Zarządzanie i Finanse, Journal of Management and Finance*, 2 (15), 177–187.
- Kozłowska-Makós, D. (2017b). *System powiązań finansowych w złożonych strukturach kapitałowych*. Warszawa: CeDeWu.
- Kurzac, M. (2017). Unikanie opodatkowania a uchylanie się od opodatkowania – o kryteriach rozróżniających. *Studia Prawno-Ekonomiczne*, 104, 11–22. DOI: 10.26485/SPe/2017/105/1.
- McWilliams, A., Siegel, D. (2001). Corporate Social Responsibility: A Theory of the Firm Perspective. *Academy of Management Review*, 1 (26), 117–127.
- Sobczyk, M. (2016). Problem ujęcia społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa w rachunkowości – głos w dyskusji. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (80, cz. 2), 393–399. DOI: 10.18276/frfu.2016.2.80/2-41.
- Wasilewski, M., Bischoff, A. (2017). Unikanie opodatkowania przez przedsiębiorstwa międzynarodowe w kontekście społecznej odpowiedzialności biznesu. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 1 (85), 187–198. DOI: 10.18276/frfu.2017.1.85-16.
- Ustawa z 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych. Tekst jednolity Dz.U. nr 201, poz. 1030.
- Zielona Księga Komisji Europejskiej na temat społecznej odpowiedzialności biznesu, COM/2001/0366 final. Green Paper Promoting European framework for Corporate Social Responsibility. Commission of the European Communities. Bruksela, 18 lipca 2001 r.

### MULTINATIONAL CAPITAL GROUPS TAX AVOIDANCE AND CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY

**Abstract:** *Purpose* – Presentation of the essence of tax avoidance in international capital groups. Particular attention was paid to the possibilities of using financial hybridisation for tax optimization and the importance of corporate social responsibility in the field of tax policy.

*Design/methodology/approach* – The study uses the method of literature analysing in the field of tax law, economic and management sciences as well as the deduction and induction method.

*Findings* – The article shows that the proposed changes in the publication of financial statements along with tax policy data constitute a new face of tax optimization in the context of corporate social responsibility.

*Originality/value* – The importance of solutions for the disclosure of information about internal financial relationships in international capital groups including CSR in the context of tax avoidance.

**Keywords:** corporate social responsibility, tax avoidance, multinational capital groups

## Cytowanie

- Kozłowska-Makós, D. (2018). Unikanie opodatkowania w międzynarodowych grupach kapitałowych a społeczna odpowiedzialność biznesu. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 95–103. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-08.





## Wiarygodność ujawnianych informacji jako podstawa właściwej komunikacji z interesariuszami

Iwona Matuszyk\*

**Streszczenie:** *Cel* – Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie problematyki weryfikacji informacji niefinansowych ujawnianych w sprawozdawczości organizacji (sprawozdaniu z działalności, raporcie rocznym, raporcie zintegrowanym itp.), z uwzględnieniem obecnych praktyk w zakresie weryfikacji informacji oraz propozycji własnych.

*Metodologia badania* – W artykule wykorzystano metody badawcze, tj. analizę literatury przedmiotu, analizę publikacji korporacyjnych oraz analizę porównawczą.

*Wynik* – W opinii autorki pełna weryfikacja danych niefinansowych publikowanych w sprawozdawczości organizacji nie jest możliwa ze względu na jej obszerność tematyczną. Wypracowane obecnie rozwiązania opierają się jedynie na stwierdzaniu spójności ujawnianych informacji ze sprawozdaniem finansowym oraz przepisami prawa (w przypadku sprawozdania z zarządu), lub stwierdzenia, czy zakres publikowanych danych jest zbieżny z wytycznymi lub standardami, tj. GRI G4 czy IIRC. Zdaniem autorki należałoby określić katalog możliwych do weryfikacji wskaźników niefinansowych, które byłyby obligatoryjnie ujawniane przez przedsiębiorstwa.

*Oryginalność/wartość* – Problematyka wiarygodności informacji niefinansowych ujawnianych w sprawozdawczości organizacji nabiera w ostatnich latach istotnego znaczenia ze względu na zmiany oczekiwań informacyjnych interesariuszy. Obecnie nie wypracowano w pełni uniwersalnej metody weryfikacji danych niefinansowych zawieranych w sprawozdawczości organizacji.

**Słowa kluczowe:** sprawozdawczość organizacji, informacje niefinansowe, wiarygodność informacji niefinansowych

### Wprowadzenie

Współcześnie kluczem do budowania trwałych i silnych relacji z interesariuszami jest właściwa komunikacja z interesariuszami. Postępujący rozwój technologiczny umożliwił szybki i powszechny dostęp do olbrzymiej ilości informacji. Jednak nadmiar obszernych, a niekoniecznie posiadających istotne znaczenie dla interesariuszy informacji zaburza tę komunikację. Dodatkowo wiele publikowanych informacji nie pokrywa się z rzeczywistością, często są celowo zniekształcane, prezentując lepszy obraz jednostki, lub publikowane wyłącznie w sposób wybiórczy. W świecie biznesu, coraz mocniej nakierowanym na transparentność działań, nieustannie poszukuje się nowocześniejszych narzędzi komunikacji z interesariuszami. Tradycyjna sprawozdawczość nakierowana wyłącznie na publikację

---

\* mgr inż. Iwona Matuszyk, doktorantka, doktorantka Akademii Górniczo-Hutniczej im. S. Staszica w Krakowie, Wydział Zarządzania, al. Mickiewicza 30, 30-059 Kraków, e-mail: matuszykiwona@gmail.com.

informacji o charakterze finansowym odchodzi w przeszłość. Następuje ustawiczny wzrost zainteresowania informacjami o charakterze pozafinansowym, pozwalającym w większym stopniu przewidzieć cele i motywy prowadzonych przez przedsiębiorstwo działań. Przemiany społeczne oraz towarzyszące im zmiany gospodarcze zaowocowały ewolucją sprawozdawczości organizacji z prostych raportów finansowych w rozbudowane kompleksy raportów odnoszących się do różnych obszarów działania organizacji. Multiplikacja raportów potrafi dostarczyć obszernej ilości informacji, jednakże niejednokrotnie są one powielane i wzajemnie niepowiązane, zaś olbrzymie ich objętości utrudniają sprawną analizę. W związku z powyższym ponownie dąży się do selekcji i kompilacji najważniejszych informacji w pojedynczym raporcie. Owoce tych dążeń jest wykreowanie się sprawozdawczości zintegrowanej łączącej i wzajemnie wiążącej informacje o charakterze finansowym i pozafinansowym w jednym kompleksowym raporcie. Rozwiązuje ona wiele problemów związanych z tradycyjną sprawozdawczością. W szczególności przyczynia się do poprawy komunikacji między przedsiębiorstwem a szerokim gronem interesariuszy<sup>1</sup>.

Należy jednakże zauważyć, że sprawozdawczość zintegrowana w dużej mierze opiera się na ujawnieniach o charakterze pozafinansowym, które, w odróżnieniu od ujawnień o charakterze finansowym, zawartych w sprawozdaniu finansowym, nie podlegają obowiązkowej weryfikacji przez niezależnego audytora. Brak odpowiednich standardów weryfikacji tego typu ujawnień w znacznym stopniu obniża ich zaufanie i wiarygodność, a co za tym idzie, zmniejsza użyteczność raportów zintegrowanych jako nowoczesnego narzędzia komunikacji z interesariuszami.

W niniejszym artykule skupiono się na problematyce weryfikacji informacji pozafinansowych ujawnianych w raportach zintegrowanych. Przeanalizowano obecne propozycje w zakresie weryfikacji informacji pozafinansowych, a także zbadano, jakie sposoby weryfikacji wypracowała praktyka raportowania. W artykule wykorzystano metody badawcze, tj. analizę literatury przedmiotu, analizę publikacji korporacyjnych oraz analizę porównawczą.

## **1. Ewolucja sprawozdawczości organizacji**

Sprawozdawczość organizacji stanowi podstawowe źródło informacji na temat działalności prowadzonej przez organizację. Jednakże szybko zmieniająca się rzeczywistość społeczna i gospodarcza wymaga od niej ciągłej ewolucji i przystosowywania się do oczekiwań jej użytkowników. Znana od dziesiątek lat tradycyjna sprawozdawczość finansowa nie spełnia bardzo wygórowanych oczekiwań szerokiego grona interesariuszy. W literaturze przedmiotu oraz w opinii praktyków wymienia się wiele jej wad. Do najważniejszych z nich należy zaliczyć: trudności interpretacyjne wynikające z dużego stopnia skomplikowania, brak spójności pomiędzy sprawozdaniami finansowymi, bardzo ograniczone ujęcie

---

<sup>1</sup> Więcej na temat znaczenia raportowania zintegrowanego w komunikacji z interesariuszami w: Matuszyk (2015); Matuszyk, Rymkiewicz (2018); Rymkiewicz, Matuszyk (2017).

zasobów niematerialnych, w szczególności kapitału intelektualnego, nieodzwierciedlanie modelu biznesu organizacji, nieujawnianie kluczowych czynników sukcesu oraz planów strategicznych, niemożność ustalenia rynkowej wartości przedsiębiorstwa (Bek-Gaik, 2015, s. 480), zbyt duża kreatywność w zakresie prezentowania poszczególnych elementów, niewystarczająca dezagregacja danych, niewystarczająca świadomość konsekwencji przyjętych decyzji przez osoby określające politykę rachunkowości, brak danych o charakterze prospektywnym (Zuchewicz, 2013, s. 250), prezentowanie głównie danych historycznych, krótkoterminowa perspektywa prezentowanych ujawnień (Walińska, Bek-Gaik, Gad, Rymkiewicz, 2015, s. 26).

Sprawozdawczość organizacji w swej wielowiekowej tradycji podlegała nieustannemu rozwojowi. Walińska (2015) wyodrębnia pięć etapów jej ewolucji – od prostego sprawozdania finansowego zawierającego wyłącznie dane finansowe, poprzez jego uzupełnienie o informacje niefinansowe w postaci informacji dodatkowej, wykreowanie się raportu rocznego poszerzającego sprawozdanie finansowe o inne informacje niefinansowe, rozbudowę raportu rocznego o komentarz zarządu, aż po multiplikację raportów (publikowanie oprócz raportu rocznego i komentarza zarządu również innych raportów dotyczących poszczególnych aspektów prowadzenia działalności, tj. raportu środowiskowego, społecznego, z przestrzegania zasad ładu korporacyjnego itp.) (Walińska, 2015, s. 153–154). Jednakże rozwój sprawozdawczości organizacyjnej nie przestał na ostatniej ze wskazanych faz. Już w grudniu 2013 roku International Integrated Reporting Council (IIRC) opublikował wytyczne (IIRC, 2013) dotyczące nowej formy raportowania – raportowania zintegrowanego. Jest to nowoczesna forma sprawozdawczości organizacji, eliminująca liczne wady tradycyjnej sprawozdawczości finansowej oraz wady wynikające z tworzenia wielu rozbudowanych raportów dotyczących poszczególnych aspektów działalności przedsiębiorstwa. Sprawozdanie zintegrowane integruje i wzajemnie wiąże informacje o charakterze finansowym i pozafinansowym w jednym kompleksowym raporcie (Matuszyk, Rymkiewicz, 2018, s. 3). Centralnym zaś elementem swego zainteresowania wyznacza model biznesu określający, w jaki sposób organizacja tworzy wartość. W związku z tym w literaturze przedmiotu sprawozdanie zintegrowane określane jest czasem jako tzw. sprawozdanie z wartości (Walińska, 2015, s. 160).

Przedstawiony rozwój sprawozdawczości organizacji wyraźnie wskazuje na coraz większe znaczenie ujawnień o charakterze niefinansowym. Jako informacje niefinansowe należy rozumieć, zgodnie z definicją wskazaną przez Jenkins Committee, „wysokiej jakości informacje operacyjne oraz mierniki dokonań wykorzystane przez kierownictwo do zarządzania działalnością” (AICPA, 1994, s. 22). Ujawnienia tego typu są kluczowe dla właściwego wyjaśnienia podejmowanych przez przedsiębiorstwo działań, a także stanowią ważne ogniwo w interpretacji danych o charakterze finansowym. Informacje finansowe bez właściwego opisu i przedstawienia warunków, w jakich są one osiągnane, nie pozwalają na pełny i jasny ogląd sytuacji przedsiębiorstwa, czego oczekuje użytkownik raportu. Wysoki

poziom transparentności stanowi zaś podstawę budowania trwałych relacji z szerokim gronem interesariuszy.

## **2. Problem wiarygodności informacji niefinansowych**

Sprawozdawczość organizacji dostarcza olbrzymiego zasobu informacji na temat działalności organizacji. Obecnie tradycyjne informacje finansowe uzupełniane są przez przedsiębiorstwa szeregiem ujawnień o charakterze pozafinansowym dotyczących takich kwestii, jak model biznesu, społeczna odpowiedzialność biznesu, strategia itp. W szczególności widoczne jest to w raportowaniu zintegrowanym, którego struktura powinna obejmować takie kwestie, jak: prezentacja przedsiębiorstwa i jego otoczenia, ład korporacyjny, model biznesu, ryzyka i szanse, strategię i alokację zasobów, dokonania oraz rezultaty. Tak szeroki zakres ujawnianych danych pozwala w wysokim stopniu na przedstawienie całokształtu działalności przedsiębiorstwa. Jednakże powstaje pytanie, czy przedstawiony wizerunek przedsiębiorstwa jest prawdziwy i w pełni wiarygodny? Czy ujawniane dane są prezentowane w sposób rzetelny, czy też wybiórczy? Czy nie dochodzi do zatajania kwestii stawiających przedsiębiorstwo w niekorzystnym świetle, a ujawnianie wyłącznie informacji korzystnych z marketingowego punktu widzenia? Niewątpliwie jest, że obecnie najważniejszy jest nie sam dostęp do informacji, ale ich wiarygodność i rzetelność. W szczególności widoczne jest to w opiniach inwestorów, którzy od czasu kryzysu finansowego w sposób sceptyczny podchodzą do publikowanych w sprawozdaniach informacji (AICPA, 1994, s. 6). Liczne nadużycia i brak odpowiedniej weryfikacji publikowanych danych doprowadziły do drastycznego spadku zaufania do sprawozdawczości organizacji.

Analizując kwestie wiarygodności informacji niefinansowych, należy w pierwszym kroku wskazać, w jakiej formie są one publikowane. W Polsce możemy rozróżnić dwie grupy raportów zawierających informacje niefinansowe – sprawozdanie z działalności o charakterze obligatoryjnym<sup>2</sup> oraz pozostałe raporty sporządzane przez przedsiębiorstwa w sposób dobrowolny, tj. raporty zintegrowane, raporty społeczne, raporty zrównoważonego rozwoju, raporty środowiskowe, raporty roczne o charakterze marketingowym<sup>3</sup> i inne.

Kwestie wiarygodności ujawnianych informacji niefinansowych są szczególnie istotne w przypadku sprawozdań o charakterze obligatoryjnym. Informacje o charakterze niefinansowym ujawniane są zwłaszcza w sprawozdaniu z działalności uregulowanym w art. 49 ustawy o rachunkowości (Ustawa, 1994, dalej: UoR), do sporządzania którego zobligowane są podmioty wskazane w ust. 1 wskazanego artykułu. Zgodnie zaś z ust. 2, sprawozdanie z działalności powinno obejmować istotne informacje o stanie majątkowym i sytuacji finansowej, także ocenę uzyskiwanych efektów oraz wskazanie czynników ryzyka i opis

---

<sup>2</sup> Dla podmiotów wskazanych w art. 49 ust. 1 UoR.

<sup>3</sup> Raporty roczne niebędące połączeniem sprawozdania finansowego ze sprawozdaniem zarządu z działalności, ale stanowiącym osobny, samodzielny dokument.

zagrożeń, w tym m.in.: informacje o zdarzeniach istotnie wpływających na działalność jednostki, przewidywanym rozwoju jednostki, ważniejszych osiągnięciach w dziedzinie badań i rozwoju, aktualnej i przewidywanej sytuacji finansowej, udziałach własnych, posiadanych oddziałach lub zakładach, instrumentach finansowych (w szczególności w zakresie identyfikacji ryzyka i zarządzania ryzykiem). Opis ten powinien być również uzupełniony o kluczowe niefinansowe wskaźniki efektywności związane z działalnością jednostki oraz informacje dotyczące zagadnień pracowniczych i środowiska naturalnego, jeżeli jest to istotne dla oceny rozwoju, wyników i sytuacji jednostki (art. 49 ust. 3 pkt 2 UoR). Ustawodawca wskazał dość szeroki zakres informacji niefinansowych, które powinno przedstawić zobligowane do tego przedsiębiorstwo. Dodatkowo kwestie sporządzania sprawozdania z działalności zostały uregulowane w Krajowym Standardzie Rachunkowości nr 9 (Krajowy Standard Rachunkowości nr 9, dalej: KSR 9)

Problem wiarygodności informacji niefinansowych nabiera obecnie dużego znaczenia również ze względu na nowe wymagania dotyczące raportowania zawarte w Dyrektywie Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/95/UE (Dyrektywa, 2014), wprowadzające obowiązek ujawniania w ramach sprawozdania z działalności przez duże jednostki oraz grupy<sup>4</sup> określonych informacji niefinansowych dotyczących prowadzonej działalności. Objęte dyrektywą podmioty powinny ujawniać, w stopniu niezbędnym do zrozumienia rozwoju, wyników i sytuacji jednostki oraz wpływu jej działalności, informacje dotyczące kwestii środowiskowych, społecznych i pracowniczych, poszanowania praw człowieka, przeciwdziałania korupcji i łapownictwu (czyli kwestie charakterystyczne dla koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu). W szczególności podmioty te powinny ujawniać: krótki opis modelu biznesowego jednostki, opis polityk stosowanych przez jednostkę w odniesieniu do tych kwestii, w tym do wdrożonych procesów należytej staranności, wynik tych polityk, główne ryzyka związane z tymi kwestiami, powiązane z operacjami jednostki, niefinansowe kluczowe wskaźniki wyników związane z daną działalnością. Dyrektywa ta została implementowana przez polskiego ustawodawcę, czego wynikiem jest wprowadzenie do ustawy o rachunkowości art. 49b. Narzuca on na określone podmioty zatrudniające średniorocznie więcej niż 500 osób (w przeliczeniu na etaty) i spełniające co najmniej jeden z dwóch warunków: przekroczenie 85 mln zł w przypadku sumy aktywów bilansu na koniec roku obrotowego lub 170 mln zł w przypadku przychodów netto ze sprzedaży towarów i produktów za rok obrotowy, obowiązek zawierania w ramach sprawozdania z działalności dodatkowego oświadczenia na temat informacji niefinansowych. Należy jednak zaznaczyć, że kwestie te dotyczą relatywnie niewielkiej liczby przedsiębiorstw w Polsce.

Wiarygodność sprawozdania z działalności jest jego kluczową cechą jakościową. Już w pkt 4.5. KRS 9 wskazuje się, że wiarygodność sprawozdania z działalności jest immanentną cechą jego użyteczności. Zgodnie zaś z pkt 4.6. KRS 9 sprawozdanie z działalności

---

<sup>4</sup> Dotyczy dużych jednostek, które są jednocześnie jednostkami interesu publicznego oraz tych jednostek interesu publicznego, które są jednostkami dominującymi dużej grupy, w których średnia liczba pracowników w ciągu roku obrotowego jest wyższa niż 500.

jest wiarygodne, gdy „prezentowane w nim informacje są prawdziwe, obiektywne, poprawne i zgodne ze sprawozdaniem finansowym”. Przymioty prawdziwości, obiektywizmu, poprawności i zgodności ze sprawozdaniem finansowym zostały zaś omówione w pkt 4.7–4.10 KRS 9. Należy jednakże zaznaczyć, że informacje zawarte w sprawozdaniu z działalności nie są badane przez biegłych rewidentów w zakresie ich prawdziwości, obiektywności czy poprawności. Biegły rewident, badając sprawozdanie finansowe, jedynie zapoznaje się ze sprawozdaniem z działalności i weryfikuje, czy nie jest ono istotnie niespójne ze sprawozdaniem finansowym lub wiedzą uzyskaną podczas badania (art. 83 ust. 3 pkt 11 ustawy z dnia 11 maja 2017 r. o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym (Ustawa, 2017, dalej: UoBR). Zgodnie z art. 83 ust. 3 pkt 10 UoBR biegły rewident jedynie stwierdza w opinii, czy informacje zawarte w sprawozdaniu z działalności jednostki uwzględniają postanowienia art. 49 ust. 2 UoR oraz czy są zgodne z informacjami zawartymi w sprawozdaniu finansowym. Działanie tego typu jest bardzo powierzchowne i nie zapewnia w żadnym stopniu wiarygodności danych niefinansowych zawartych w sprawozdaniu z działalności. Biegły rewident podczas badania uzyskuje głównie informacje o charakterze finansowym, które nie mają bezpośredniego związku z kwestiami pozafinansowymi wyrażonymi w sprawozdaniu z działalności dotyczącymi m.in. działań w sferze warunków pracy czy ochrony środowiska (np. wielkości emisji gazów cieplarnianych).

Drugą grupę raportów obejmujących ujawnienia niefinansowe, publikowanych przez przedsiębiorstwa, stanowią raporty o charakterze dobrowolnym. Jest to bardzo rozległy katalog dokumentów korporacyjnych, obejmujących swym zakresem raporty zintegrowane, raporty społeczne, raporty środowiskowe, raporty zrównoważonego rozwoju i inne raporty odnoszące się do poszczególnych aspektów prowadzenia działalności przedsiębiorstwa. Obejmują one niezliczoną liczbę informacji niefinansowych dotyczących działalności jednostki, często niepowiązanych w żadnym stopniu z informacjami finansowymi zawartymi w sprawozdaniu finansowym. Cechą charakterystyczną tych raportów jest brak powszechnych wytycznych dotyczących ich struktury, formy czy zawartości informacyjnej. Wprawdzie coraz więcej organizacji międzynarodowych stara się wypracować uniwersalne standardy tj. Global Reporting Initiative, które opracowały najbardziej rozpowszechniony na świecie standard raportowania kwestii zrównoważonego rozwoju (obecnie GRI G4), czy też wytyczne IIRC dotyczące raportowania zintegrowanego, to jednak ich dobrowolny charakter sprawia, że przedsiębiorstwa podchodzą do nich w sposób dość liberalny, wprowadzając wyłącznie te elementy, które szczególnie je interesują. Brak ujednoczenia ujawnianych informacji sprawia, że ich weryfikacja jest niezmiernie trudna. Obecna praktyka wskazuje, że część przedsiębiorstw poddaje swoje raporty weryfikacji, jednakże jest to wyłącznie weryfikacja pod względem ujawniania bądź nieujawniania pewnych elementów zawartych w wytycznych, np. GRI G4 czy też IIRC. Jest to najniższy możliwy poziom uwierzytelniania prezentowanych danych (Zyznarska-Dworczak, 2016, s. 223). Część przedsiębiorstw dokonuje weryfikacji raportów przez zewnętrznych audytorów (tak np. Zintegrowany Raport Roczny Lotos 2013), należy jednak zaznaczyć, że większość podmiotów nie przeprowadza

weryfikacji ujawnianych danych niefinansowych (np. Raport Zintegrowany KGHM 2016, Zintegrowany Raport Roczny Lotos 2016).

Problematyka wiarygodności informacji niefinansowych wydaje się zagadnieniem kluczowym, gdyż wiąże się z zaufaniem interesariuszy do sprawozdawczości organizacji, a w szczególności do samego przedsiębiorstwa. Wiarygodność publikowanych informacji ma także kluczowe znaczenie w komunikacji z interesariuszami. Świadczy również o dojrzałości biznesowej przedsiębiorstwa (Zyznarska-Dworczak, 2015, s. 192). Zapewnienie poprawności, prawidłowości, obiektywizmu i rzetelności prezentowanych ujawnień niefinansowych jest niezmiernie istotne. Jednakże należy się zastanowić, czy możliwa jest weryfikacja danych niefinansowych ujawnianych przez przedsiębiorstwa. Niewątpliwie pełna weryfikacja ujawnianych danych nie jest możliwa. Zakres działalności, zwłaszcza przedsiębiorstw dużych, często w postaci rozbudowanych grup kapitałowych, jest olbrzymi i bardzo różnorodny. Przeprowadzanie cyklicznych badań informacji niefinansowych w analogiczny sposób, jak w przypadku danych finansowych, wydaje się niemożliwe. Badania tego typu wymagałyby olbrzymiego nakładu czasu i środków finansowych. Dodatkowo dane, na podstawie których sporządzane są raporty o charakterze niefinansowym, pochodzą od samego przedsiębiorstwa. W związku z powyższym, w celu sprawdzenia ich wiarygodności, należałoby poddać każdy obszar działalności przedsiębiorstwa odpowiednim kontrolom przez ekspertów w danej dziedzinie. Weryfikacji danych niefinansowych nie sprzyja również brak jednolitości co do zakresu ujawnianych danych. Wprawdzie UoR wskazuje podstawowy zakres informacji, jakie powinno przedstawić przedsiębiorstwo, to jednak każda działalność gospodarcza charakteryzuje się pewną indywidualnością. Obecnie możliwe wydaje się jedynie badanie informacji niefinansowych bezpośrednio związanych z danymi finansowymi zawartymi w sprawozdaniu finansowym. Wszelkie inne publikowane informacje niefinansowe wynikają z danych wewnętrznych, które z łatwością mogą być selekcjonowane, przekształcane lub w skrajnych wypadkach fałszowane. Biegły analizujący dane źródłowe, na podstawie których zostały opracowane raporty, nie będzie w stanie tego wychwytać.

W związku z powyższym należałoby się skupić nie na problemie wiarygodności wszystkich danych niefinansowych ujawnianych przez przedsiębiorstwa, ale określić pewien zamknięty katalog kwestii możliwych do szybkiej i sprawnej weryfikacji. Mogą to być kwestie dotyczące przestrzegania pewnych standardów, poświadczane certyfikatami podmiotów zewnętrznych, informacje dotyczące zatrudnienia itp. Właściwym rozwiązaniem mogłoby być opracowanie kilku zasadniczych wskaźników pozafinansowych obligatoryjnych dla przedsiębiorstw.

## **Uwagi końcowe**

Ustawicznym zmianom społecznym i gospodarczym towarzyszą zmiany w zakresie potrzeb informacyjnych interesariuszy. Następuje ciągle wzrost oczekiwań interesariuszy

w zakresie transparentności działań przedsiębiorstwa. Rozszerza się również krąg podmiotów zainteresowanych uzyskaniem tego typu informacji. Danych dotyczących działalności organizacji nie oczekują już wyłącznie inwestorzy i organy państwowe, ale również pracownicy, organizacje społeczne, przedstawiciele społeczności lokalnych i inni. Przedsiębiorstwa, chcąc budować dobre relacje z otoczeniem, starają się odpowiadać na wskazane potrzeby i publikują różnorodne formy raportów zawierających informacje niefinansowe dotyczące ich działalności. Należy jednakże zaznaczyć, że budowanie trwałych i silnych relacji z interesariuszami powinno opierać się na właściwej komunikacji, a taką może zapewnić tylko wiarygodność dostarczanych przez przedsiębiorstwo informacji. Obecna praktyka wskazuje, że informacje niefinansowe nie są w sposób odpowiedni weryfikowane przez niezależne podmioty zewnętrzne. Ujawnienia niefinansowe zawarte w obligatoryjnych dla niektórych podmiotów sprawozdaniach z działalności są weryfikowane przez biegłych rewidentów zaledwie w zakresie ich zgodności z przepisami prawa oraz danymi finansowymi zawartymi w sprawozdaniu finansowym. Nie są zaś weryfikowane pod względem prawidłowości, rzetelności czy obiektywizmu. Jeszcze trudniejsza sytuacja zachodzi w przypadku raportów o charakterze dobrowolnym. Brak jednolitości tego typu raportów oraz ich dobrowolność i obszerny zakres właściwie eliminują możliwość ich weryfikacji przez zewnętrznych audytorów. Wprawdzie w praktyce część raportów jest weryfikowana przez niezależne podmioty, ale jest to wyłącznie weryfikacja mająca na celu sprawdzenie, czy informacje wskazane we wzorcu (standardzie, wytycznych) zostały zawarte w raporcie, a nie czy jest ona prawdziwa, rzetelna czy obiektywna.

Zdaniem autorki nie jest możliwa pełna weryfikacja danych niefinansowych publikowanych przez przedsiębiorstwo. Olbrzymi zakres ujawnianych informacji sprawia, że koszty tego typu działań byłyby niewspółmiernie wysokie. Sama zaś weryfikacja danych z dokumentami źródłowymi pochodzącymi z wnętrza organizacji nie gwarantuje wiarygodności ujawnianych informacji. Jedynym słusznym rozwiązaniem wydaje się opracowanie grupy wskaźników niefinansowych, możliwych do szybkiej i rzetelnej weryfikacji przez niezależnego audytora i zobligowanie przedsiębiorstw do ich ujawniania.

## Literatura

- AICPA (1994). *Improving Business Reporting – A Customer Focus*. Pobrano z: <https://www.aicpa.org/content/dam/aicpa/interestareas/frc/accountingfinancialreporting/downloadabledocuments/jenkins-committee-report.pdf> (7.04.2018).
- Bek-Gaik, B. (2015). Sprawozdawczość zintegrowana – wybrane problemy. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 873. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 77, 479–491.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/95/UE z dnia 22 października 2014 r. zmieniająca dyrektywę 2013/34/UE w odniesieniu do ujawniania informacji niefinansowych i informacji dotyczących różnorodności przez niektóre duże jednostki oraz grupy.
- IIRC (2013). *The International <IR> Framework*. Pobrano z: <https://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/12/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-2-1.pdf> (6.04.2018).
- Krajowy Standard Rachunkowości nr 9 „Sprawozdanie z działalności”. Załącznik do załącznika do uchwały nr 22/2017 Komitetu Standardów Rachunkowości z dnia 19 grudnia 2017 r.



- Matuszyk, I. (2015). Raportowanie zintegrowane w komunikacji przedsiębiorstwa z otoczeniem. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 855. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 74 (t. 2), 153–161.
- Matuszyk, I., Rymkiewicz, B. (2018). *Integrated Reporting as a Tool for Communicating with Stakeholders – Advantages and Disadvantages*. E3S Web of Conferences 35, POL-VIET 2017. Pobrano z: [https://www.e3s-conferences.org/articles/e3sconf/pdf/2018/10/e3sconf\\_polviet2018\\_06004.pdf](https://www.e3s-conferences.org/articles/e3sconf/pdf/2018/10/e3sconf_polviet2018_06004.pdf) (6.04.2018).
- Rymkiewicz, B., Matuszyk, I. (2017). Integrated Reporting as Modern Tool of Communication with Stakeholders. W: *Problemy nedropol'zovaniã: meždunarodnyj forum-konkurs molodyh učenyh. 19–21 aprilã 2017 g.: sbornik naučnyh trubov*, red. V.L. Truško (s. 63–64). Sankt-Peterburg: Sankt-Peterburgskij Gornyj Universitet.
- Ustawa z dnia 11 maja 2017 r. o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym. Dz.U. 2017, poz. 1089 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 20 września 1994 r. o rachunkowości. T.j. Dz.U. 2018, poz. 395 z późn. zm.
- Walińska, E. (2015). Zintegrowany raport – początek końca sprawozdania finansowego? *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 82 (138), 151–165.
- Walińska, E., Bek-Gaik, B., Gad, J., Rymkiewicz, B. (2015). *Sprawozdawczość przedsiębiorstwa jako narzędzie komunikacji z otoczeniem. Wymiar finansowy i niefinansowy*. Łódź: Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.
- Zuchewicz, J. (2013). Zintegrowane sprawozdanie finansowe jako instrument prezentacji gospodarczych i społecznych dokonań jednostki. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 314, 247–256.
- Zyznarska-Dworczak, B. (2015). Wiarygodność raportowania zintegrowanego w świetle strategiczno-informacyjnego paradygmatu rachunkowości. *Studia Oeconomica Posnaniensia*, 1 (3), 191–204.
- Zyznarska-Dworczak, B. (2016). Rozwój sprawozdawczości niefinansowej a możliwości jej zewnętrznej weryfikacji. *Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, 285, 218–227.

#### RELIABILITY OF THE DISCLOSED INFORMATION AS A BASIS FOR PROPER COMMUNICATION WITH STAKEHOLDERS

**Abstract:** *Purpose* – The aim of this article is to present the problems of verification of non-financial information disclosed in the organization's reporting (management commentary, annual report, integrated report, etc.), taking into account current practices in the field of verification of them and own proposals.

*Design/methodology/approach* – The article uses research methods, i.e. analysis of the literature, analysis of corporate publications and comparative analysis.

*Findings* – In the author's opinion, full verification of non-financial data published in the organisation's reporting is not possible due to its thematic scope. The solutions currently developed are based only on stating the consistency of the disclosed information with the financial statements and legal regulations (in the case of the management commentary), or determining whether the scope of the published data is consistent with the guidelines or standards, i.e. GRI G4 or IIRC. According to the author, a catalogue of verifiable non-financial indicators should be defined, which would be obligatorily disclosed by enterprises.

*Originality/value* – The issues of reliability of non-financial information disclosed in the organisation's financial statements have become increasingly important in recent years, due to changes in stakeholders' information expectations. Currently, a fully universal method for verifying non-financial data included in an organisation's reporting has not been developed.

**Keywords:** organisation reporting, non-financial information, reliability of non-financial information

#### Cytowanie

- Matuszyk, I. (2018). Wiarygodność ujawnianych informacji jako podstawa właściwej komunikacji z interesariuszami. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 105–113. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-09.



## Determinanty struktury kapitału według wybranych działów klasyfikacji NAICS – ujęcie modelowe dla spółek kapitałowych

Magdalena Mądra-Sawicka\*

**Streszczenie:** *Cel artykułu* – Celem badań była ocena kierunku i siły oddziaływania określonych czynników mikroekonomicznych na strukturę kapitału spółek kapitałowych w ramach przynależności do wybranych czterech działów klasyfikacji NAICS.

*Metodologia badania* – Badania przeprowadzono na podstawie danych ze sprawozdań finansowych bazy EMIS Intelligence. Do badanej próby zakwalifikowano łącznie panel 330 przedsiębiorstw giełdowych, w okresie 2012–2016. W badaniach przeprowadzono estymację parametrów modelu panelowego dla każdego z wyróżnionych działów NAICS.

*Wynik* – W badanym okresie największe znaczenie w zakresie kształtowania struktury kapitału przedsiębiorstw miała rentowność aktywów. Zależność ta wskazywała na spadek poziomu rentowności majątku wraz ze wzrostem udziału zadłużenia w pasywach ogółem. Zarówno udział majątku trwałego w aktywach ogółem, jak i wielkość badanych podmiotów cechowały się zróżnicowanym wpływem na poziom zadłużenia ze względu na ocenę udziału zadłużenia krótko- i długoterminowego.

*Oryginalność/wartość* – Przeprowadzone badania pozwoliły na identyfikację znaczenia wybranych determinant w zakresie kształtowania struktury kapitału przy uwzględnieniu specyfiki prowadzonej działalności. Badania swym zakresem objęły spółki giełdowe o zbliżonych warunkach dostępu do finansowania obcego.

**Słowa kluczowe:** determinanty struktury kapitału, ROE, ROA, relacje majątkowe, wielkość przedsiębiorstw, model panelowy

### Wprowadzenie

W badaniach nad strukturą kapitału wyróżnia się wiele determinant w ujęciu mikroekonomicznym. Dotychczasowe badania empirycznie nie dają jednak jednoznacznych odpowiedzi co do kierunku i siły oddziaływania określonych czynników na strukturę kapitału. Ponadto czynniki te cechują się niejednoznaczny kierunkiem i istotnością oddziaływania. Sam wpływ efektów sektorowych na wyniki finansowe przedsiębiorstw jest szeroko podejmowany w badaniach naukowych na całym świecie. Natomiast na wyniki finansowe podmiotów wpływają zarówno zmienne oddziałujące na poziomie firmy, jak i sektora (Matyjas, 2016, s. 315). W literaturze wykazano podobieństwa w zakresie kształtowania struktury kapitału przedsiębiorstw zaliczanych do tej samej branży (Bradley, 1984; Williams, 1995;

---

\* dr Magdalena Mądra-Sawicka, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie, Wydział Nauk Ekonomicznych, ul. Nowoursynowska 166, 02-787 Warszawa, e-mail: magdalena\_madra@sghgw.pl.

Fires, Miller, Perraudin, 1997; Mackay, Gonenc, 2005). Stąd też uwzględnienie specyfiki działalności przedsiębiorstw w ramach danych sektorów może przyczynić się do lepszego odzwierciedlenia istotności determinant mikroekonomicznych w kształtowaniu struktury kapitału.

Celem głównym zdefiniowanego zadania jest ocena siły i kierunku wpływu determinant różnicujących strukturę kapitału przedsiębiorstw ze względu na dział klasyfikacji NA-ICS różnicującą działalność operacyjną.

## **1. Mikroekonomiczne determinanty struktury kapitału**

W przeprowadzonych badaniach uwzględniono jedynie determinanty reprezentowane przez dane finansowe w najszerszym zakresie, pozwalając na uwzględnienie największej liczby obserwacji. W przeprowadzonych badaniach uwzględniono cztery determinanty struktury kapitału: rentowność kapitału własnego (*Return on Equity* – ROE), rentowność aktywów (*Return on Assets* – ROA), logarytm aktywów reprezentujący wielkość przedsiębiorstw oraz udział aktywów trwałych w sumie bilansowej. Ocena wskaźników ROE i ROA wiąże się z możliwością uwzględnienia pośrednio efektu dźwigni finansowej występującej w danej branży. Ponadto ocena rentowności majątku oraz zaangażowania aktywów trwałych wynika ze stwierdzenia, że prowadzenie firmy wymaga posiadania majątku, który determinuje wybór źródeł finansowania (Rochoń, Franc-Dąbrowska, Suwała, 2017, s. 24), który może być zróżnicowany również okresową ich dostępnością. Uwzględnienie rentowności, jako determinanty struktury kapitału, pozwala na ocenę zróżnicowania tego parametru wśród przedsiębiorstw reprezentujących różne branże.

Wraz z wyższym poziomem rentowności przedsiębiorstwa zwiększa się możliwość finansowania wewnętrznego, najbardziej dostępnego (Gajdka, 2002, s. 298; Mądra-Sawicka, 2016, s. 427–429; Yat Hung, Ping Chuen, Chi Man, 2002, s. 411). Wskazują na to wyniki Hamrola i Sieczki (2006), według których rentowność majątku ma ujemną korelację wobec poziomu zadłużenia. Podejście takie odpowiada teorii hierarchii źródeł finansowania, która wskazuje na silne preferencje samofinansowania. Zatem wyższa rentowność determinuje spadek poziomu zadłużenia, z uwagi na wypychanie finansowania zewnętrznego dostępnym finansowaniem wewnętrznym. Zależność ta ma jednak bardziej wielowymiarowy charakter, który powinien uwzględniać fazę/cykl życia przedsiębiorstwa, a tym samym zróżnicowane zapotrzebowanie na kapitał obcy. Wśród badań nad strukturą kapitału wyróżnia się ponadto poziom rentowności sprzedaży, która w większości badań ma ujemny wpływ na poziom zadłużenia (Mazur, 2007; Czaja, 2005; Wilamowska, Wilamowski, 2010; Jędrzejczak-Gas, 2014). Natomiast badania przeprowadzone na spółkach giełdowych przez Jerzemowską i Hajduk (2015) wskazują na dodatnią zależność rentowności sprzedaży i struktury kapitału, co potwierdza teorię sygnalizacji.

Specyfika branży w sposób pośredni wpływa na zaangażowanie długu w przedsiębiorstwie poprzez strukturę aktywów (Grzywacz, 2008, s. 179). Struktura aktywów decyduje

o ryzyku operacyjnym danego przedsiębiorstwa, a ta z kolei ma wpływ na możliwość optymalizowania ryzyka finansowego, związanego z wykorzystaniem kapitałów obcych (Kościelniak, 2008, s. 138). Istnienie międzygałęziowych różnic w kształtowaniu struktury kapitału oznacza, że występują branże, które posiadają duży udział majątku rzeczowego i cechują się wysoką kapitałochłonnością, np. przemysł maszynowy czy budowlany (Hajduk, 2005, s. 64; Grzywacz, 2008, s. 180). Przyczynia się to do możliwości korzystania w większej skali z finansowania obcego. W tym ujęciu aspekt przynależności sektorowej przedsiębiorstw wskazuje również na możliwości generowania przyszłych przepływów pieniężnych z posiadanego majątku, co jest również wytyczną warunkującą dostępność do finansowania obcego, głównie długoterminowego.

Potencjalnym wyznacznikiem dostępu do kapitału obcego jest również wielkość przedsiębiorstwa. Duże podmioty mają łatwiejszy dostęp do rynku finansowego i mogą zwiększać poziom zadłużenia po niższym koszcie. Wy tłumaczeniem znaczenia tej relacji jest sama asymetria informacji, która jest niższa w przypadku dużych przedsiębiorstw (Myers, Majluf, 1984). Większość badań empirycznych wskazuje na istotną dodatnią korelację między wielkością podmiotu a poziomem zadłużenia (Rajan, Zingales, 1995). Według badań Bevana i Danbolta (2002) na zależność tę wpływa również charakter długu: korelacja powinna być dodatnia w przypadku długu długoterminowego, natomiast ujemna przy długu krótkoterminowym. Wyniki badań nie są jednak jednorodne przy porównaniu podmiotów niegieldowych z giełdowymi. Z uwagi na to, że na giełdzie notowane są zwykle podmioty duże, o dobrej reputacji, a sama ich wielkość nie zawsze jest parametrem istotnym (Jaworski, Czerwonka, 2017, s. 135). W podjętym badaniu wielkość przedsiębiorstwa, jako determinanta struktury kapitału, została odniesiona do wartości aktywów ogółem.

W badaniach podejmowanych w zakresie oceny wpływu wybranych determinant na strukturę zadłużenia w ujęciu sektorowym, wyniki Zabolotnego wskazują, że w przedsiębiorstwach rolniczych występuje brak istotnych zależności między strukturą kapitału a wynikami ekonomicznymi (Zabolotny, 2017, s. 307). Sytuacja ta wiąże się z różnym potencjałem możliwego do osiągnięcia pozytywnego efektu dźwigni finansowej. Odmienne wyniki badań uzyskała Chmielewska (2007, s. 121), według której spółdzielnie mleczarskie, cechujące się „specyficzną strukturą kapitału”, wynikającą z roli funduszu udziałowego, przy wysokim poziomie zadłużenia (wyższym niż średnia w branży) osiągają wyższą efektywność wykorzystania majątku i funduszu własnego. Świadczy to o różnych determinantach mogących wpływać na strukturę kapitału w ramach tej samej branży. Zróżnicowanie podmiotów w ramach tej samej branży nie podlegało badaniu w tym artykule.

## **2. Metody badań**

Do próby badawczej zakwalifikowano przedsiębiorstwa z czterech wybranych działów NAICS. Dane pobrano z bazy EMIS Intelligence. Okres badań obejmuje lata 2012–2016. Dobór spółek był celowy i pełny. Wyłączono z próby jedynie te podmioty, dla których

występowały braki danych w badanym okresie. W opracowaniu badań zastosowano podział przedsiębiorstw ze względu na działalność podstawową, na podstawie grupowanie NAICS (Europejska Klasyfikacja Działalności Gospodarczej). Do badania przyjęto przedsiębiorstwa z działu: Produkcja (31.0), Budownictwo (23.0), Handel hurtowy (42.0) oraz Handel detaliczny (44.0). Za zmienne przedstawiające strukturę kapitału przyjęto relację zobowiązań ogółem do pasywów ogółem ( $y_1$ ), relację zobowiązań długoterminowych do pasywów ogółem ( $y_2$ ) oraz relację zobowiązań krótkoterminowych do pasywów ogółem ( $y_3$ ). Za zmienne determinujące strukturę kapitału przyjęto ROE ( $x_1$ ), ROA ( $x_2$ ), wielkość przedsiębiorstw ( $\ln$  z aktywów ogółem) ( $x_3$ ) oraz udział aktywów trwałych w aktywach ogółem ( $x_4$ ).

Najbardziej liczną grupę w panelu stanowiły przedsiębiorstwa reprezentujące podmioty produkcyjne (149 podmiotów), następnie związane z budownictwem (70 firm) oraz z handlem hurtowym (67 firm). Najmniej liczna była grupa podmiotów z działu handel detaliczny (44 podmioty). Estymację modelu panelowego przeprowadzono dla szeregu czasowego pięciu lat. W literaturze wyniki badań z zakresu finansów przedsiębiorstw potwierdzają przewagę modeli panelowych o stałych efektach nad modelami panelowymi budowanymi za pomocą estymacji klasyczną metodą najmniejszych kwadratów oraz modeli panelowych o zmiennych efektach (Franc-Dąbrowska, 2009, s. 39). W badaniu, po przeprowadzonych testach statycznych, wykorzystano model o stałych efektach, estymowany według następującego wzoru:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 x_{it} + \beta_2 x_{it} + \beta_3 x_{it} + u_{it},$$

gdzie:  $i = 1, \dots, N$ ;  $t = 2012, \dots, 2016$ .

W ramach przeprowadzonych badań weryfikacji poddano następujące hipotezy badawcze:

- H<sub>1</sub>: Wzrost poziomu zadłużenia, zarówno krótko-, jak i długoterminowego, przyczynia się do spadku rentowności przedsiębiorstw.
- H<sub>2</sub>: Wyższy udział zaangażowania długu w przedsiębiorstwie, zarówno krótko-, jak i długoterminowego, pozwala na zwiększenie majątku trwałego w strukturze aktywów.
- H<sub>3</sub>: Im większe przedsiębiorstwo, tym wyższe możliwości finansowania działalności długiem.
- H<sub>4</sub>: Przynależność przedsiębiorstw do danego działu NAICS warunkuje zróżnicowaną siłę oddziaływania rentowności, zaangażowania majątku trwałego i wielkości podmiotów wobec struktury kapitału.

### 3. Wyniki badań

Z czterech wyróżnionych mikroekonomicznych determinant wybrano trzy: ROA ( $x_2$ ), wielkość przedsiębiorstw (logarytm z aktywów ogółem) ( $x_3$ ) oraz udział aktywów trwałych

w aktywach ogółem ( $x_4$ ). Dobór wskaźników do modelu wynikał z eliminacji zmiennych zbyt silnie skorelowanych między sobą. W zakresie wyboru determinanty związanej z rentownością wskaźnik ROA cechował się silniejszym powiązaniem zarówno ze zmienną  $y_1$ ,  $y_2$ , jak i  $y_3$ . Ponadto do pomiaru rentowności wykorzystywana jest częściej rentowność aktywów ogółem niż kapitału własnego (Jaworski, Czerwonka, 2017, s. 135), gdyż przedstawia zyskowność całego majątku.

W tabeli 1 zaprezentowano wyniki oszacowania ocen parametrów modeli panelowych dla zmiennych objaśnianych strukturę kapitału<sup>1</sup>. W oszacowanych modelach zmienne odnoszące się do jednostki czasu  $dt\_2013$  oraz  $dt\_2014$ ,  $dt\_2015$  oraz  $dt\_2016$  były nieistotne, dlatego zostały wyłączone z estymacji parametrów modeli<sup>2</sup>.

W odniesieniu do zmiennej zależnej  $y_1$ , przedstawiającej zaangażowanie zadłużenia ogółem, parametr  $x_2$  był istotny dla wszystkich wyróżnionych działów NAICS (model 1, 4, 7 i 10). Charakteryzował się on natomiast wielkością ujemną, co świadczy o spadku rentowności majątku w sytuacji zwiększania poziomu zadłużenia ogółem. W przypadku przedsiębiorstw produkcyjnych odnotowano również istotny wpływ zmiennej  $x_3$ , która przedstawia ujemny wpływ wielkości przedsiębiorstwa na poziom zadłużenia (model 1). Świadczy to o możliwości zwiększania poziomu zadłużenia wraz z rozwojem działalności poprzez wyższe zaangażowanie majątku. Zależność ta nie potwierdziła się w przypadku przedsiębiorstw budowlanych (model 4) oraz handlowych, zarówno w zakresie handlu detalicznego, jak i hurtowego (model 7 i 10). W przedsiębiorstwach zajmujących się handlem detalicznym odnotowano wysoką istotność zmiennej  $x_4$ , wskazującej na możliwość zwiększania poziomu zadłużenia wraz z większym zaangażowaniem aktywów trwałych (model 7). Zmienna ta była nieistotna w przypadku pozostałych działów NAICS (model 1, 4 i 10).

W zakresie oceny czynników determinujących zaangażowanie długu długoterminowego ( $y_2$ ) w badanych przedsiębiorstwach jedynie determinanta  $x_4$  była istotna we wszystkich wyróżnionych grupach. Poziom istotności oddziaływania tej determinanty na  $y_2$  był jednak zróżnicowany. Największy wpływ tego parametru wystąpił w przedsiębiorstwach produkcyjnych (0,3829) (model 2), następnie w przedsiębiorstwach zajmujących się handlem hurtowym (0,2102) (model 11), najniższy natomiast cechował podmioty handlu detalicznego (0,1266) (model 8). Zmienna objaśniająca  $x_2$ , podobnie jak w przypadku modelu 1, 4, 7 i 10 dla zmiennej zależnej  $y_1$ , cechowała się ujemną zależnością wobec  $y_2$ . Natomiast była ona istotna dla przedsiębiorstw produkcyjnych (-0,9918) (model 2) oraz podmiotów zajmujących się handlem hurtowym (-0,2025) (model 11). Natomiast wpływ wielkości przedsiębiorstw ( $x_3$ ) na zaangażowanie długu długoterminowego ( $y_2$ ) był istotny w przypadku podmiotów budowlanych, dla których współczynnik w modelu wyniósł 3,2851 (model 5).

---

<sup>1</sup> Weryfikacja modeli odbyła się m.in. na podstawie oceny zróżnicowania wyrazu wolnego w grupach, na podstawie statystyki testu F. Dla każdego z modelu odrzucono hipotezę zerową, według której grupy posiadają wspólny wyraz wolny.

<sup>2</sup> Świadczy to o tak zwanym homogenicznym panelu, w którym analizowana relacja jest taka sama w każdym okresie i dla każdej badanej jednostki.

Parametr ten również był istotny dla spółek zajmujących się handlem detalicznym (3,0511) (model 8). Zmienna ta była nieistotna w zakresie przedsiębiorstw zajmujących się handlem hurtowym (model 11), co świadczy o mniejszym zróżnicowaniu wielkości tych podmiotów wraz ze zmianą struktury kapitału.

W zakresie oceny czynników determinujących zaangażowanie długu krótkoterminowego w badanych przedsiębiorstwach ( $y_3$ ), jedynie poza determinantą  $x_3$  (w przypadku przedsiębiorstw handlu hurtowego), wszystkie wyszczególnione zmienne objaśniające cechowały się wysokim poziomem istotności. Podobnie jak w modelach, w których  $y_1$  i  $y_2$  są zmiennymi zależnymi, determinanta  $x_2$  również w przypadku zmiennej  $y_3$  miała współczynnik ujemny, co potwierdza, że zarówno wyższe zaangażowanie długu krótko-, jak i długoterminowego w badanym okresie dla spółek giełdowych przyczyniało się do spadku rentowności aktywów (model 3, 6, 9 i 12). Nie można natomiast wnioskować o negatywnych efektach dźwigni finansowej tych podmiotów jedynie na podstawie oszacowanego parametru rentowności aktywów.

**Tabela 1**

Modele panelowe o ustalonych efektach dla zmiennych zależnych  $y_1, y_2, y_3$

	Przedsiębiorstwa produkcyjne	Przedsiębiorstwa budowlane	Przedsiębiorstwa zajmujące się handlem detalicznym	Przedsiębiorstwa zajmujące się handlem hurtowym
	model 1 współczynnik	model 4 współczynnik	model 7 współczynnik	model 10 współczynnik
	Const. 69,8674***	Const. 56,6645***	Const. 53,9639***	Const. 47,4046***
$y_1$	$x_2$ -0,3814***	$x_2$ -0,200489***	$x_2$ -0,496294***	$x_2$ -0,297103***
	$x_3$ -2,7930**	$x_3$ -0,0812436	$x_3$ -2,38053	$x_3$ 2,25503
	$x_4$ -0,0516	$x_4$ 0,0237727	$x_4$ 0,435347***	$x_4$ -0,0784853
	model 2 współczynnik	model 5 współczynnik	model 8 współczynnik	model 11 współczynnik
	Const. 2,68308	Const. -8,58524*	Const. -11,3573	Const. 3,24012
$y_2$	$x_2$ -0,0991818**	$x_2$ -0,0185793	$x_2$ 0,0904555	$x_2$ -0,202547**
	$x_3$ 0,383293	$x_3$ 3,28515***	$x_3$ 3,05107**	$x_3$ 0,468730
	$x_4$ 0,383293***	$x_4$ 0,134738***	$x_4$ 0,126606*	$x_4$ 0,210195***
	model 3 współczynnik	model 6 współczynnik	model 9 współczynnik	model 12 współczynnik
	Const. 70,8672	Const. 62,7923***	Const. 58,2244***	Const. 57,7559***
$y_3$	$x_2$ -0,278669***	$x_2$ -0,170609***	$x_2$ -0,565731***	$x_2$ -0,145229***
	$x_3$ -3,66958***	$x_3$ -3,08903***	$x_3$ -4,63612**	$x_3$ -0,288194
	$x_4$ -0,273846***	$x_4$ -0,0889148**	$x_4$ 0,372897***	$x_4$ -0,312972***

\*\*\*  $p < 0,01$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*  $p < 0,1$ .

Źródło: opracowanie własne.

Podobna sytuacja, jak dla  $x_2$ , wystąpiła w przypadku determinanty  $x_3$ , dla której odnotowano ujemny wpływ wobec  $y_3$ . Natomiast parametr ten cechował się wyższym poziomem oszacowanego współczynnika w modelach 3, 6, 9 i 12 (dla  $y_3$ ) w porównaniu do modeli 2, 5, 8 i 11 (dla  $y_2$ ). Wskazuje to na większe znaczenie wielkości danego podmiotu w pozyskiwaniu finansowania krótkoterminowego niż w przypadku długoterminowego.



Wynikać to może z występowania bardziej zróżnicowanego poziomu finansowania obcego długoterminowego, uzależnionego od cyklu inwestycyjnego i koniunktury w danej branży, jak również ze stałego poziomu obcego finansowania krótkoterminowego, opartego na kredytach bankowych i kupieckich. W przypadku przedsiębiorstw zajmujących się handlem hurtowym, determinanta  $x_3$  (model 12), podobnie jak dla zmiennej  $y_2$  (model 11), była nieistotna. Istotność statystyczna tego parametru różnicuje podmioty handlu hurtowego i handlu detalicznego. Udział majątku trwałego w aktywach ogółem istotnie wpływał na poziom zobowiązań krótkoterminowych w pasywach ogółem we wszystkich wyszczególnionych działach NAICS. Natomiast w przypadku przedsiębiorstw zajmujących się handlem detalicznym, parametr ten miał wartość dodatnią (model 9).

Parametr  $x_4$  w modelach dla zmiennych zależnych  $y_2$  i  $y_3$  cechował inny kierunek wpływu. Dla wyższego udziału zadłużenia długoterminowego odnotowano wzrost zaangażowania majątku trwałego, co świadczy o zaciąganiu tych zobowiązań celem finansowania inwestycji rzeczowych. Natomiast większe zaangażowanie w strukturze pasywów krótkoterminowych zobowiązań (poza podmiotami handlu detalicznego) miało ujemny wpływ na wielkość aktywów trwałych w majątku ogółem. Potwierdza to brak realizacji istotnych strategicznie inwestycji przy wykorzystaniu finansowania krótkoterminowego. Tego typu relacja cechuje raczej przedsiębiorstw pozagiełdowe, które mają ograniczony dostęp do pozyskania długu długoterminowego.

## **Uwagi końcowe**

Na podstawie przeprowadzonych badań z zakresu mikroekonomicznych determinant struktury kapitału spółek kapitałowych w Polsce, wyróżnionych ze względu na główne działy klasyfikacji NAICS, stwierdzono zróżnicowany wpływ wybranych determinant w zależności od przynależności do danego działu i okresu, na jaki dług był zaangażowany w działalności podmiotów. W przypadku determinanty rentowności aktywów ogółem odnotowano istotny jej wpływ wobec udziału zadłużenia ogółem i zadłużenia krótkoterminowego w pasywach ogółem. Dla tych zmiennych zależnych potwierdzono  $H_1$  częściowo, z uwagi na fakt, że w modelu dla zmiennej zależnej udział długu długoterminowego w pasywach ogółem – zmienna ROA – była nieistotny w przypadku przedsiębiorstw budowlanych i podmiotów zajmujących się handlem detalicznym. Ujemne oddziaływanie wzrostu długu na rentowność majątku potwierdzają wyniki badań odnoszących się do teorii hierarchii źródeł finansowania (Gajdka, 2002; Mądra-Sawicka, 2016; Yat Hung, Ping Chuen, Chi Man, 2002).

Wyższy udział majątku trwałego w strukturze aktywów pozwolił na zwiększenie zaangażowania długoterminowego długu w przedsiębiorstwie. Wzrost finansowania krótkoterminowego obcego nie wpływał na zwiększenie udziału aktywów trwałych w majątku ogółem. Zatem  $H_2$  została potwierdzona również jedynie częściowo. Dodatni charakter tej zależności we wszystkich modelach dla zmiennych zależnych  $y_1$ ,  $y_2$  i  $y_3$  wystąpił jedynie

w przypadku spółek zajmujących się handlem detalicznym, co wskazuje na określoną specyfikę tych podmiotów na tle pozostałych działów NAICS.

Wielkość przedsiębiorstw, jako determinanta struktury kapitału, była istotna przy ocenie zaangażowania długu krótkoterminowego. Zależność ta wskazywała na mniejsze wykorzystanie tego źródła finansowania wraz ze wzrostem tych podmiotów. Uzyskane wyniki potwierdzają również badania przeprowadzone przez Czerwonkę (2017). Zależność ta nie została jednak potwierdzona w przypadku wszystkich grup podmiotów dla oszacowanych modeli panelowych ze względu ogólną strukturę długu i udział zadłużenia długoterminowego. Otrzymane wyniki potwierdzają badania prowadzone przez Bevana i Danbolta (2002) w zakresie znaczenia zaangażowania zadłużenia krótko- i długoterminowego i istniejącego zróżnicowania w tym zakresie. Zatem  $H_3$  również została potwierdzona jedynie częściowo.

Na podstawie przeprowadzonych badań potwierdzono hipotezę  $H_4$ , że przynależność przedsiębiorstw do danego działu warunkuje zróżnicowaną siłę oddziaływania rentowności aktywów, zaangażowania majątku trwałego i wielkości podmiotów na strukturę ich kapitału.

Przeprowadzone badania stanowią istotny wkład do badań empirycznych nad strukturą kapitału. Potwierdziły, wykazywany w literaturze, wpływ mikroekonomicznych determinant na kształtowanie struktury kapitału spółek w wybranych sektorach, a ponadto pozwoliły na identyfikację znaczenia wybranych determinant w tym zakresie.

Ograniczeniem przeprowadzonych badań jest krótki okres badawczy. Ponadto dalsze kierunki badań nad determinantami struktury kapitału mogą odnosić się do specyfiki działalności danych podmiotów dzięki uwzględnieniu dodatkowych zmiennych reprezentujących specyfikę działalności danej grupy podmiotów.

## Literatura

- Bevan, A.A., Danbolt, J. (2002). Capital Structure and Its Determinants in the United Kingdom – A Decompositional Analysis. *Applied Financial Economics*, 12 (3), 159–170.
- Bradley, M., Jarrel, G.A., Kim, E.H. (1984). On the Existence of an Optimal Capital Structure Theory and Evidence. *The Journal of Finance*, 39, 857–80.
- Chmielewska, M. (2007). Poziom zadłużenia a efektywność działalności w spółdzielniach mleczarskich. *Roczniki Nauk Rolniczych, Seria G – Ekonomika Rolnictwa*, 94, 117–122.
- Czaja, B. (2005). Zastosowanie teorii struktury kapitału na polskim rynku kapitałowym. *Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego*, 2, 25–38.
- Czerwonka, L. (2017). Struktura kapitału polskich spółek w świetle wybranych teorii. *Współczesna Gospodarka*, 1 (8), 51–63.
- Franc-Dąbrowska, J. (2009). Praktyczne zastosowanie wybranych modeli panelowych do oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstw rolniczych. *Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej*, 76, 31–40.
- Gajdka, J. (2002). *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*. Łódź: Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.
- Gonenc, H. (2005). Comparison of Debt Financing Between International and Domestic Firms. *International Journal of Managerial Finance*, 1 (1), 49–68.
- Grzywacz, J. (2008). *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*. Warszawa: Oficyna Wydawnictwa SGH.

- Hajduk, A. (2005). Uwarunkowania struktury kapitałowej a polska praktyka gospodarcza. W: *Finanse przedsiębiorstwa*, red. J. Ostaszewski. Warszawa: Oficyna Wydawnictwa SGH.
- Hamrol, M., Sieczko, J. (2006). Czynniki kształtujące strukturę kapitału polskich spółek giełdowych. *Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego*, 1, 127–141.
- Jaworski, J., Czerwonka, L. (2017). Determinanty struktury kapitału przedsiębiorstw notowanych na GPW w Warszawie. Sektor usług. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H – Oeconomia*, 4 (51), 133–142.
- Jerzemowska, M., Hajduk, A. (2015). Wpływ rentowności przedsiębiorstwa na strukturę kapitału na przykładzie spółek akcyjnych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie*, 2 (938), 45–57.
- Jędrzejczak-Gas, J. (2014). Influence of the Selected Factors on the Capital Structure of Enterprises in the Construction Industry. *Management*, 1 (18), 241–254.
- Kościelniak, H. (2008). *Zarządzanie kapitałem przedsiębiorstwa*. Częstochowa: Wydawnictwo Politechniki Częstochowskiej.
- Mackay, P., Phillips, G.M. (2005). How Does Industry Affect Firm Financial Structures. *Review of Financial Studies*, 4 (18), 1433–1466.
- Matyjas, Z. (2016). Wpływ poziomu sektora oraz firmy na wyniki przedsiębiorstw. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 444, 307–316.
- Mazur, K. (2007). Determinanty struktury kapitału polskich spółek. *Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*, 8, 21–27.
- Mądra-Sawicka, M. (2016). Samofinansowanie działalności w przedsiębiorstwach rolniczych. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4 (82/1), 425–435.
- Mądra-Sawicka, M., Kalisiak, A. (2017). Mikroekonomiczne determinanty struktury kapitału przedsiębiorstw budowlanych na przykładzie spółek giełdowych – wyniki empiryczne na podstawie danych panelowych. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 5 (89, cz.1), 89–101. DOI: 10.18276/frfu.2017.89/1-07.
- Myers, S.C., Majluf, N.S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221.
- Rajan, R.G., Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 5 (50), 1421–1460.
- Rochoń, M.P., Dąbrowska, J.F., Suwała, R. (2017). Eliminating the Effects of the Companies Insolvency Risk: A Model Approach. *World Journal of Applied Economics*, 1 (3), 21–37.
- Yat Hung, C., Ping Chuen, A.C., Chi Man, E.H. (2002). Capital Structure and Profitability of the Property and Construction Sectors in Hong Kong. *Journal of Property Investment & Finance*, 6 (20), 434–453.
- Wilimowska, Z., Wilimowski, M. (2010). Wpływ czynników mikroekonomicznych na zarządzanie strukturą kapitałową polskich przedsiębiorstw. W: *Komputerowo zintegrowane zarządzanie*, t. 2, red. R. Knosala, (s. 627–641). Opole: Oficyna Wydawnicza Polskiego Towarzystwa Zarządzania Produkcją.
- Zabolotnyy, S. (2017). Ekonomiczna wartość dodana a ryzyko w przedsiębiorstwach rolniczych – związki i przyczyny ich występowania. *Roczniki Naukowe Stowarzyszenia Ekonomistów Rolnictwa i Agrobiznesu*, 3 (19), 301–307.

#### DETERMINANTS OF THE CAPITAL STRUCTURE ACCORDING TO NAICS CLASSIFICATION – A MODEL APPROACH FOR LISTED COMPANIES

**Abstract:** *Purpose* – The purpose of the study was to assess the direction and the strength of an impact of specific microeconomic factors on the capital structure of listed companies within the selected four divisions of the NACE classification.

*Design/methodology/approach* – The research was carried by using the data from the financial statements of the EMIS Intelligence database. A total of 330 companies were qualified to the study sample in the period 2012–2016. Both the significance of the diversification of a capital structure and its determinants due to their affiliation to a particular NACE classification was assessed. In the research, the parameters of the panel model were estimated for each of the distinguished NAICS classification group.

*Findings* – During the period considered, the return on assets was the most important factor in terms of capital structure changes. This dependence indicated the decrease in the level of property profitability along with an increase in the share of debt in total liabilities. Both the share of fixed assets in total assets and the size were characterized by a varied impact due to the assessment of the share of short- and long-term debt.

*Originality/value* – The conducted research allows identifying the significance of selected determinants in shaping the capital structure, taking into account characteristics of businesses. The research covered companies listed on the stock exchange with similar financing conditions.

**Keywords:** determinants of capital structure, ROE, ROA, assets tangibility, firm's size, panel model

## **Cytowanie**

Mądra-Sawicka, M. (2018). Determinanty struktury kapitału według wybranych działów klasyfikacji NAICS – ujęcie modelowe dla spółek kapitałowych. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 115–124. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-10.

## Zróznicowanie struktury kapitału oraz jej determinant w spółkach kapitałowych według wybranych działów klasyfikacji NAICS

Magdalena Mądra-Sawicka, Aneta Kalisiak\*

**Streszczenie:** *Cel artykułu* – Celem badań była ocena istotności różnic określonych czynników mikroekonomicznych struktury kapitału spółek kapitałowych oraz struktury źródeł finansowania w ramach przynależności do wybranych czterech działów klasyfikacji NAICS.

*Metodologia badania* – Badania przeprowadzono na podstawie danych ze sprawozdań finansowych bazy EMIS Intelligence. Do badanej próby zakwalifikowano łącznie panel 330 przedsiębiorstw giełdowych, w okresie 2012–2016. Ocenie poddano zarówno istotność zróznicowania struktury kapitału, jak i jej determinant ze względu na przynależność do danego działu klasyfikacji NAICS.

*Wynik* – Najsilniej badane działy klasyfikacji przedsiębiorstw różniły się między sobą ze względu na poziom zadłużenia ogółem. W ramach badanych działów przedsiębiorstwa produkcyjne różniły się znacząco wobec pozostałych przedsiębiorstw. Wśród wyróżnionych determinant struktury kapitału największe znaczenie w zakresie różnic między podmiotami miała rentowność aktywów, a następnie rentowność kapitału własnego. Badane podmioty nie różniły się ze względu na ich wielkość. Wynikało to z faktu, że badania swym zakresem objęły spółki giełdowe, wśród których znajdują się głównie spółki średnie i duże.

*Oryginalność/wartość* – Przeprowadzone badania pozwoliły na identyfikację istotności zróznicowanego wpływu determinant struktury kapitału spółek giełdowych wyróżnionych na podstawie klasyfikacji NAICS.

**Słowa kluczowe:** determinanty struktury kapitału, ROE, ROA, relacje majątkowe, wielkość przedsiębiorstw, test Kruskala-Wallis, porównania wielokrotne

### Wprowadzenie

Posiadanie odpowiednich zasobów finansowych jest niezbędne do rozpoczęcia działalności gospodarczej oraz jej kontynuowania i funkcjonowania na rynku. Określona ich wielkość oraz odpowiednia struktura stanowią podstawę do dalszego rozwoju (Barburski, 2016, s. 27). Przedsiębiorstwo nie posiada stałej optymalnej struktury kapitału. Przemiany w sytuacji finansowej podmiotu oraz w jego otoczeniu sprawiają, że zmienia się bilans korzyści i kosztów związanych z zadłużaniem przedsiębiorstwa (Duliniec, 2015, s. 75). Stąd też struktura kapitału jest uwarunkowana wieloma różnorodnymi czynnikami, mającymi swoje źródło zarówno wewnątrz, jak i na zewnątrz przedsiębiorstwa. Jako jedną z bardziej popularnych

---

\* dr Magdalena Mądra-Sawicka, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie, Wydział Nauk Ekonomicznych, ul. Nowoursynowska 166, 02-787 Warszawa, e-mail: magdalena\_madra@sggw.pl; mgr Aneta Kalisiak, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie, Wydział Nauk Ekonomicznych, ul. Nowoursynowska 166, 02-787 Warszawa, e-mail: aneta\_kalisiak@sggw.pl.

determinant o charakterze makroekonomicznym, a po części mikroekonomicznym, wyróżnić można przynależność do danej branży. Jako jedną z makroekonomicznych determinant struktury kapitału wskazuje się branżę, w jakiej działa przedsiębiorstwo (Bętkowska, 2016, s. 388). Uwarunkowania działalności specyficzne dla branży odgrywają często istotniejszą rolę w decyzjach finansowych firm niż cechy specyficzne dla samych podmiotów. Zakłóca to zatem stopień jednolitości istniejącej między strukturą kapitału a schematami finansowania występującymi w danej gałęzi gospodarki, a co za tym idzie, odmiennymi problemami niedoboru kapitału i niedostatecznej wydajności operacyjnej (Ebeh Ezeoha, 2011, s. 44). Wynika to z faktu, że decyzje finansowe przedsiębiorstw i kształt ich struktury kapitału w znacznej mierze uzależnione są od rodzaju informacji płynących z otoczenia przedsiębiorstwa (Błach, 2009, s. 105).

Celem głównym zdefiniowanego zadania badawczego jest identyfikacja determinant różnicujących strukturę kapitału przedsiębiorstw oraz struktury źródeł finansowania i poziom zadłużenia ze względu na dział klasyfikacji NAICS.

## **1. Determinanty struktury kapitału w ujęciu branżowym**

Czynniki kształtujące relację kapitału własnego do obcego odnoszone są do istniejących teorii struktury kapitału, w tym do teorii: Millera-Modiglianiego, kosztów bankructwa, kosztów agencji, sygnalizacji czy teorii hierarchii źródeł finansowania (Hamrol, Sieczko, 2006, s. 128–129; Jaworski, Czarnecki, 2017, s. 134–135). Badania te prowadzone są w ujęciu branżowym poprzez ocenę czynników kształtujących strukturę kapitału dużych spółek giełdowych. Wynika to ze zróżnicowanej wrażliwości danej branży na zmianę koniunktury gospodarczej, gdyż branże szczególnie wrażliwe starają się unikać nadmiernego zadłużenia, ograniczając ryzyko i skalę wysokich roszczeń, których mogą stać się przedmiotem (Zygmunt, 2004, s. 422). W obszarze zróżnicowania branżowego struktury kapitału spółek wyróżnia się dwa aspekty: liczbę bankructw w branży i liczbę konkurentów w branży. Ponadto firmy z tej samej branży mają zbliżone podejście w zakresie zachowania struktury rynku produktu, struktury aktywów, wymogów technologicznych, kosztów upadłości i kosztów operacyjnych, a także determinant zyskowności, co może stanowić podstawę indywidualnej oceny determinant struktury kapitału.

Firmy dążą do optymalnej struktury kapitału, odnosząc się do przeciętego poziomu zadłużenia występującego w danej branży (Prędkiewicz, Prędkiewicz, 2014, s. 832). Menedżerowie firm bardzo często uwzględniają analogiczne decyzje konkurentów i modulują politykę swojego przedsiębiorstwa, w obrębie struktury kapitału, do określonego rynkowego standardu (Szudejko, 2013, s. 708). Zatem średnia stopa zadłużenia kapitałów własnych dla określonej branży wyznacza pewien wzorzec, do którego dążą przedsiębiorstwa z tego samego sektora (Koralun-Bereźnicka, 2016, s. 73).

W ramach różnic branżowych związanych z kształtowaniem struktury kapitału, można wskazać na różną dostępność do preferencyjnych źródeł finansowania, co może podkreślać

różnice w zaangażowaniu zarówno krótko-, jak i długoterminowego kapitału w danej branży (Felczak, 2015, s. 90). W przypadku gospodarstw rolniczych dostępność do stabilnego i nisko oprocentowanego kapitału, w postaci kredytów preferencyjnych, pokrywa większość zapotrzebowania na kapitał obcy (Felczak, Domańska, 2014, s. 16). Ponadto specyfika branżowa może znaleźć również odzwierciedlenie w ramach występującej sezonowości, która warunkuje zmienne zapotrzebowanie na finansowanie długiem.

Determinanty struktury kapitału wpływają na podjęcie decyzji o pozyskaniu kapitału z określonego źródła, kiedy zachodzi potrzeba podwyższenia kapitału przedsiębiorstwa (Łach, 2012, s. 186). W badaniach nad strukturą kapitału wyróżnia się szereg determinant w ujęciu mikroekonomicznym kształtujących strukturę kapitału. Wśród najczęściej uwzględnianych w badaniach determinant wyróżnić można: wiek przedsiębiorstwa oraz jego wielkość, wartość zabezpieczeń w postaci majątku rzeczowego, poziom zyskowności oraz zagadnienia dotyczące własności danego podmiotu (*ownership*) (Bereźnicka, Pawlonka, 2014; Cwynar, Cwynar, Dankiewicz, 2015; Cwynar, Cwynar, Oratowski, Stachowicz, 2016; Czerwonka, 2017; Franc-Dąbrowska, 2006, 2009; Hajduk, 2015; Jerzemowska, Łukasik, Naczyński, 2016; Jędrzejczak-Gas, 2014; Mazur, 2007; Pawlonka, Lenarcik, 2014; Zabolotnyy, 2012; Zygmunt, 2010). Dotychczasowe badania empirycznie nie dają jednak jednoznacznych odpowiedzi co do znaczenia oddziaływania określonych czynników na strukturę kapitału. Wśród najczęściej analizowanych determinant w ujęciu sektorowym, uwzględnionych również w badaniu, zaliczyć można rentowność aktywów i kapitału własnego, wielkość podmiotu oraz strukturę majątku.

## 2. Metody badań

Do próby badawczej zakwalifikowano przedsiębiorstwa z czterech wybranych działów NAICS. Dane pobrano z bazy EMIS Intelligence. Okres badań obejmuje lata 2012–2016. Dobór spółek był celowy i pełny. Wyłączono z próby jedynie te podmioty, dla których występowały braki danych w badanym okresie. W opracowaniu badań zastosowano podział przedsiębiorstw ze względu na działalność podstawową, na podstawie grupowania NAICS (Europejska Klasyfikacja Działalności Gospodarczej). Do badania przyjęto przedsiębiorstwa z działu: Produkcja (31.0), Budownictwo (23.0), Handel hurtowy (42.0) oraz Handel detaliczny (44.0). Za zmienne przedstawiające strukturę kapitału przyjęto relację zobowiązań ogółem do pasywów ogółem ( $y_1$ ), relację zobowiązań długoterminowych do pasywów ogółem ( $y_2$ ) oraz relację zobowiązań krótkoterminowych do pasywów ogółem ( $y_3$ ). Za zmienne determinujące strukturę kapitału przyjęto ROE ( $x_1$ ), ROA ( $x_2$ ), wielkość przedsiębiorstw (ln z aktywów ogółem) ( $x_3$ ) oraz udział aktywów trwałych w aktywach ogółem ( $x_4$ ).

Do przetworzenia i opracowania danych empirycznych zastosowano statystyki podstawowe. Następnie badanie podzielono na dwa etapy. Pierwszy etap dotyczył oceny zróźnicowania samej struktury kapitału pomiędzy wyróżnionymi grupami. W grupach przedsiębiorstw podzielonych według działów NAICS przeprowadzono test Kruskala-Wallisa

ANOVA z rangami według skali porządkowej. Celem identyfikacji zróżnicowania między danymi grupami była weryfikacja następujących hipotez:

$H_0$ : Wszystkie przedsiębiorstwa w ramach wyróżnionych działów NAICS miały takie same rozkłady wskaźnika zadłużenia ogółem, struktury zadłużenia długoterminowego oraz krótkoterminowego.

$H_1$ : Nie wszystkie przedsiębiorstwa w ramach wyróżnionych działów NAICS miały takie same rozkłady wskaźnika zadłużenia ogółem, struktury zadłużenia długoterminowego oraz krótkoterminowego.

Drugi etap badań dotyczył oceny zróżnicowania determinant struktury kapitału między przedsiębiorstwami w wyszczególnionych działach NAICS. Celem identyfikacji zróżnicowania pomiędzy danymi grupami była weryfikacja następujących hipotez:

$H_0$ : Wszystkie przedsiębiorstwa w ramach wyróżnionych działów NAICS miały takie same rozkłady ROE, ROA, wielkości przedsiębiorstw oraz udziału aktywów trwałych w majątku ogółem.

$H_1$ : Nie wszystkie przedsiębiorstwa w ramach wyróżnionych działów NAICS miały takie same rozkłady ROE, ROA, wielkości przedsiębiorstw oraz udziału aktywów trwałych w majątku ogółem.

### 3. Wyniki badań

W tabeli 1 przedstawiono statystyki opisowe dla wskaźników struktury kapitału spółek kapitałowych oraz determinant według wyróżnionych grup podmiotów. Najwyższy poziom zadłużenia ogółem ( $y_1$ ) wystąpił w przypadku przedsiębiorstwa handlu detalicznego (57,3%), przy jednoczesnym zachowaniu najniższego poziomu zmienności w badanej próbie (38,0%). Najniższy średni poziom zadłużenia cechował przedsiębiorstwa produkcyjne i wyniósł 49,1%, przy czym poziom samej mediany był nieznacznie niższy i wyniósł 47,8%. Najwyższy poziom relacji zobowiązań długoterminowych do pasywów ogółem wystąpił w przedsiębiorstwach budowlanych, który wyniósł średnio 20,2% wobec wielkości mediany na poziomie 14,3%. Współczynnik zmienności dla  $y_2$  wśród tych podmiotów był na poziomie 88%. Natomiast najniższy udział długoterminowego finansowania obcego wystąpił w przypadku przedsiębiorstw związanych z handlem detalicznym i wyniósł 11,7%, przy niższej wielkości mediany – 8,7%. W największym udziale z krótkoterminowego finansowania obcego w strukturze pasywów korzystały podmioty handlu detalicznego (45,9%), przy relatywnie niewielkiej zmienności tego parametru w tej grupie. Wskazuje to na znaczące zaangażowanie długu krótkoterminowego w działalności tych podmiotów. Najniższy poziom finansowania krótkoterminowego wystąpił w przedsiębiorstwach produkcyjnych i wyniósł 34,6% wobec mediany 32,0%. Zbliżony poziom  $y_3$  cechował przedsiębiorstwa budowlane i wyniósł średnio 36,8%, natomiast wielkość mediany kształtowała się na poziomie nieznacznie niższym – 32,2%. Poziom zmienności tego parametru był przy tym wyższy w przypadku przedsiębiorstw budowlanych wobec produkcyjnych, co może wynikać



z samej długości cyklu operacyjnego w tych branżach, a tym samym z rozliczeń finansowych (Mądra-Sawicka, Kalisiak, 2017).

Wśród mikroekonomicznych determinant struktury kapitału najwyższe zróżnicowanie wystąpiło zarówno w przypadku rentowności kapitału własnego, jak i aktywów. Najwyższa zmienność  $x_1$  (ROE) wystąpiła w przedsiębiorstwach produkcyjnych, co odzwierciedla również wysoka różnica między wielkością średnią a medianą (na poziomie 8,8 p.p.). Najwyższy poziom rentowności kapitału własnego wystąpił w przedsiębiorstwach budowlanych (średnio 20,2%), natomiast najniższy cechował podmioty handlu hurtowego (średnio 5,3%). Niższym poziomem zmienności cechował się wskaźnik ROA, którego najwyższy poziom wystąpił w przedsiębiorstwach produkcyjnych (4,5%), a najniższy w podmiotach handlowych (detaliczny 2,6% i hurtowy 2,7%).

Parametr przedstawiający wielkość przedsiębiorstw obrazuje wielkość aktywów ogółem przed zlogarytmowaniem. Najwyższy średni poziom majątku odnotowano dla spółek zajmujących się handlem detalicznym, który wyniósł w badanym okresie 2278,5 tys. zł, natomiast wielkość mediany była 13-krotnie niższa i wynosiła 175,2 tys. zł. Najniższy średni poziom wartości aktywów ogółem wystąpił w przedsiębiorstwach budowlanych, kształtując się na poziomie 795,6 tys. zł, odnotowując poziom mediany o dwukrotnie niższej wartości (358,1 tys. zł). Zmienna ta w przypadku przedsiębiorstw budowlanych cechowała się najniższą zmiennością w badanej próbie spółek giełdowych (165,1%).

Udział aktywów trwałych w aktywach ogółem przedsiębiorstw ( $x_4$ ) cechował się najniższym zróżnicowaniem wśród badanych działów NAICS. Wynika to z długoterminowego zaangażowania tego majątku w działalność przedsiębiorstw. Udział ten, zarówno w przypadku wielkości średnich, jak i samej mediany, nie przekroczył 50% dla żadnego z działów NAICS. Najniższy udział aktywów trwałych w majątku ogółem wystąpił w przypadku podmiotów budowlanych (średnio 41,9%, przy medianie 37,1%). Najwyższy poziom tej determinanty charakteryzował spółki produkcyjne (średnio 48,4%, wobec mediany 49,9%).

**Tabela 1**

Statystyki opisowe zmiennych objaśnianych i objaśniających według działów NAICS w latach 2012–2016

Grupy NAICS	Zmienne	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Współczynnik zmienności (%)
1	2	3	4	5	6
Produkcja	$y_1$ (%)	49,1	47,8	20,0	40,7
	$y_2$ (%)	14,7	12,0	14,4	98,2
	$y_3$ (%)	34,6	32,0	17,2	49,8
	$x_1$ (%)	18,1	9,3	696,7	3837,3
	$x_2$ (%)	4,5	4,5	9,1	198,3
	$x_3$ (tys. zł)	1497,4	314,3	5471,7	365,4
	$x_4$ (%)	48,4	49,9	17,9	36,9

1	2	3	4	5	6
Budownictwo	y <sub>1</sub> (%)	56,8	53,5	29,6	52,1
	y <sub>2</sub> (%)	20,2	14,3	17,8	88,0
	y <sub>3</sub> (%)	36,8	32,2	29,5	80,2
	x <sub>1</sub> (%)	5,6	6,3	50,2	891,1
	x <sub>2</sub> (%)	1,2	2,6	11,4	975,4
	x <sub>3</sub> (tys. zł)	795,6	358,1	1313,5	165,1
	x <sub>4</sub> (%)	41,9	37,1	26,7	63,7
Handel detaliczny	y <sub>1</sub> (%)	57,3	55,4	21,8	38,0
	y <sub>2</sub> (%)	11,7	8,7	10,8	92,4
	y <sub>3</sub> (%)	45,9	43,3	22,5	48,9
	x <sub>1</sub> (%)	17,5	10,8	164,0	936,2
	x <sub>2</sub> (%)	2,6	4,0	12,6	489,9
	x <sub>3</sub> (tys. zł)	2278,5	175,2	8031,1	352,5
	x <sub>4</sub> (%)	41,7	40,2	17,9	42,9
Handel hurtowy	y <sub>1</sub> (%)	56,6	53,7	22,4	39,6
	y <sub>2</sub> (%)	14,3	10,3	18,1	126,1
	y <sub>3</sub> (%)	42,4	38,8	19,4	45,8
	x <sub>1</sub> (%)	5,3	8,9	42,5	804,8
	x <sub>2</sub> (%)	2,7	4,1	10,9	408,3
	x <sub>3</sub> (tys. zł)	2030,9	321,0	6733,0	331,5
	x <sub>4</sub> (%)	42,3	42,1	19,2	45,3

Źródło: opracowanie własne.

W pierwszym etapie oceny wpływu przynależności przedsiębiorstw do danego działu NAICS ze względu na wskaźnik struktury kapitału przeprowadzono przy wykorzystaniu testu ANOVA rang Kruskala-Wallisa. Na podstawie jego wyników hipoteza zerowa została odrzucona dla zmiennych: wskaźnik zadłużenia ogółem, wskaźnik struktury dla zadłużenia długoterminowego oraz wskaźnik struktury dla zadłużenia krótkoterminowego, gdyż wartość testu H znajduje się w obszarze krytycznym, przy spełnionym założeniu wartości testu  $H > \text{chi-kwadrat}$  dla poziomu istotności  $p = 0,05$ . Wynikiem testu jest stwierdzenie, że struktura kapitału była warunkowana przynależnością do danego działu NAICS. Wyjątek stanowi brak istotnych różnic między przedsiębiorstwami zakwalifikowanymi do grupy działalności reprezentującej „handel detaliczny” a „handel hurtowy” ze względu na wskaźniki struktury kapitału. Nie niweluje to jednak sytuacji, w której różne determinanty warunkują relacje występujące w zakresie struktury kapitału. Najwyższym zróżnicowaniem wskaźników struktury kapitału w badanych spółkach giełdowych cechowały się przedsiębiorstwa produkcyjne wobec pozostałych wyróżnionych głównych w klasyfikacji NAICS. Dla zmiennej  $y_1$  wartość testu „z” dla przedsiębiorstw produkcyjnych wobec handlowych detalicznych i hurtowych wynosiła odpowiednio 5,28 i 5,29. Wobec przedsiębiorstw budowlanych różnica ta kształtowała się na poziomie 4,45. Dla zmiennej  $y_2$ , przedstawiającej strukturę zadłużenia długoterminowego, podmioty handlu hurtowego nie różniły się istotnie od przedsiębiorstw produkcyjnych. Największe zróżnicowanie badanych grup

podmiotów w odniesieniu do zadłużenia długoterminowego wystąpiło między podmiotami reprezentującymi przedsiębiorstwa produkcyjne i budowlane (3,90). W odniesieniu do zadłużenia krótkoterminowego ( $y_3$ ) różnice między podmiotami produkcyjnymi a budowlanymi były nieistotnie, natomiast same przedsiębiorstwa produkcyjne i budowlane różniły się istotnie wobec podmiotów handlowych.

**Tabela 2**

Test Kruskala-Wallisa i wartość  $z$  i  $p$  dla porównań wielokrotnych dla zmiennych zależnych w latach 2012–2016

Zmienne	Wyszczególnione branże				
	grupy NAICS	produkcja	budownictwo	handel detaliczny	handel hurtowy
$y_1$	Produkcja		4,452073*	5,282141*	5,296611*
	Budownictwo	4,452073*		1,353545	0,789725
	Handel detaliczny	5,282141*	1,353545		0,644833
	Handel hurtowy	5,296611*	0,789725	0,644833	
	Test Kruskala-Wallisa: $H(3, N = 1634) = 48,69254$ ; $p = 0,0000$ Test mediany, ogólna mediana = 51,0858 Chi kwadrat = 41,09085, $df = 3$ , $p = 0,0000$				
$y_2$	Produkcja		3,905358	3,511114*	2,040227
	Budownictwo	3,905358*		6,080437*	5,082469*
	Handel detaliczny	3,511114*	6,080437*		1,569347
	Handel hurtowy	2,040227	5,082469*	1,569347	
	Test Kruskala-Wallisa: $H(3, N = 1609) = 44,48191$ ; $p = 0,0000$ Test mediany, ogólna mediana = 11,5958 Chi kwadrat = 16,23849, $df = 3$ , $p = 0,0010$				
$y_3$	Produkcja		0,348009	6,930456*	5,928886*
	Budownictwo	0,348009		6,452835*	5,411306*
	Handel detaliczny	6,930456*	6,452835*		1,622489
	Handel hurtowy	5,928886*	5,411306*	1,622489	
	Test Kruskala-Wallisa: $H(3, N = 1634) = 78,58760$ ; $p = 0,0000$ Test mediany, ogólna mediana = 34,3815 Chi kwadrat = 50,59548, $df = 3$ , $p = 0,0000$				

\* Dla istotnych wartości testu „z” podano wielkości  $p$ -value, w pozostałych przypadkach dana zależność była nieistotna.

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 3 przedstawiono wyniki testu ANOVA rang Kruskala-Wallisa, według którego hipoteza zerowa została odrzucona dla zmiennych: rentowność majątku i kapitału własnego oraz zaangażowania aktywów trwałych w majątku, gdyż wartość testu  $H$  znajduje się w obszarze krytycznym, przy spełnionym założeniu, że wartości testu  $H >$  chi-kwadrat dla poziomu istotności  $p = 0,05$ . Wynikiem testu jest stwierdzenie, że podmioty pogrupowane w ramach przynależności do danej branży różniły się istotnie za wyjątkiem wielkości przedsiębiorstw. Brak zróźnicowania w zakresie wielkości przedsiębiorstw wynika z doboru podmiotów wśród spółek giełdowych, które reprezentują głównie największe podmioty w danych branżach.

Największe różnice w analizowanych grupach przedsiębiorstw wystąpiły między podmiotami produkcyjnymi a budowlanymi, dla których wartość testu rang Kruskala-Wallisa dla  $x_1$  wynosiła 4,99; dla  $x_2$  7,25, a dla  $x_4$  6,24. Udział aktywów trwałych w majątku przedsiębiorstw istotnie różnił się między grupami podmiotów produkcyjnych i budowlanych wobec przedsiębiorstw handlowych. Natomiast podmioty handlu detalicznego cechowały się większym zróżnicowaniem zarówno wskaźników struktury kapitału wobec grup przedsiębiorstw produkcyjnych, jak i budowlanych.

**Tabela 3**

Test Kruskala-Wallisa i wartość  $z$  i  $p$  dla porównań wielokrotnych dla zmiennych objaśniających w latach 2012–2016

Zmienne	Wyszczególnione branże				
	grupy NAICS	produkcja	budownictwo	handel detaliczny	handel hurtowy
$x_1$	Produkcja		4,996039*	0,430909	0,968967
	Budownictwo	4,996039*		4,160048*	3,406332*
	Handel detaliczny	0,430909	4,160048*		1,118523
	Handel hurtowy	0,968967	3,406332*	1,118523	
	Test Kruskala-Wallisa: $H(3, N = 1634) = 28,52583, p = 0,0000$				
	Test mediany, ogólna mediana = 8,34103 Chi kwadrat = 24,55484, $df = 3, p = 0,0000$				
$x_2$	Produkcja		7,253994*	2,273381	2,893439*
	Budownictwo	7,253994*		3,450931*	3,663140*
	Handel detaliczny	2,273381	3,450931*		0,189470
	Handel hurtowy	2,893439*	3,663140*	0,189470	
	Test Kruskala-Wallisa: $H(3, N = 1634) = 53,03953, p = 0,0000$				
	Test mediany, ogólna mediana = 3,78536 Chi kwadrat = 38,47891, $df = 3, p = 0,0000$				
$x_3$	Produkcja		0,910925	2,520096	0,409844
	Budownictwo	0,910925		1,562471	0,419880
	Handel detaliczny	2,520096	1,562471		1,918370
	Handel hurtowy	0,409844	0,419880	1,918370	
	Test Kruskala-Wallisa: $H(3, N = 1634) = 6,527783, p = 0,0886$				
	Test mediany, ogólna mediana = 5,74376 Chi kwadrat = 10,47361, $df = 3, p = 0,0149$				
$x_4$	Produkcja		6,243713*	4,772401*	5,112377*
	Budownictwo	6,243713*		0,464597	0,899919
	Handel detaliczny	4,772401*	0,464597		0,333734
	Handel hurtowy	5,112377*	0,899919	0,333734	
	Test Kruskala-Wallisa: $H(3, N = 1631) = 56,54713, p = 0,0000$				
	Test mediany, ogólna mediana = 45,2778 Chi kwadrat = 67,13369, $df = 3, p = 0,0000$				

\* Dla istotnych wartości testu „ $z$ ” podano wielkości  $p$ -value, w pozostałych przypadkach dana zależność była nieistotna.

Źródło: opracowanie własne.

## Uwagi końcowe

Na podstawie przeprowadzonych badań stwierdzono zróżnicowany wpływ wybranych determinant struktury kapitału oraz samej struktury zadłużenia w zależności od przynależności do danego działu NAICS. Badane grupy podmiotów były zróżnicowane ze względu na poziom zadłużenie ogółem za wyjątkiem podmiotów handlu hurtowego i detalicznego. Poziom zadłużenia długoterminowego i krótkoterminowego nie różnicował przedsiębiorstw z działu budownictwa i produkcji oraz handlu detalicznego i hurtowego, co wynikać może ze zbliżonej struktury finansowania związanej z okresem zaangażowania kapitału. Największe różnice między pozostałymi analizowanymi podmiotami występowały w ujęciu zaangażowania długu krótkoterminowego, co może wskazywać na zróżnicowane zapotrzebowanie na kapitał obrotowy. Sytuacja ta kształtowała odmienny wpływ wybranych determinant struktury kapitału. W przypadku wyróżnionych determinant struktury kapitału nie stwierdzono istotnego zróżnicowania wśród badanych działów klasyfikacji ze względu na wielkość badanych podmiotów, co wynika ze zbliżonego rozkładu badanych grup przedsiębiorstw ze względu na ich wielkość w grupie spółek giełdowych. Badane grupy podmiotów różniły się istotnie ze względu na poziom rentowności, zarówno ROE jak i ROA, przy czym największe różnice wystąpiły w przypadku rentowności aktywów ogółem między podmiotami produkcyjnymi i budowlanymi. Świadczyć to może o zróżnicowanym wpływie ryzyka na prowadzoną działalność tych podmiotów. Struktura aktywów najsilniej różnicowała podmioty produkcyjne wobec pozostałych. Pomimo braku istotnych różnic w zakresie finansowania krótkoterminowego między podmiotami produkcyjnymi i budowlanymi odnotowały one istotne różnice w zakresie różnic wobec rentowności i struktury aktywów. Podkreśla to specyfikę prowadzonej działalności tych podmiotów i konieczność indywidualnej oceny determinant ich struktury kapitału.

Przeprowadzone badania stanowią jedynie wstęp do kolejnych badań dotyczących oceny wpływu determinant struktury kapitału w oparciu o modele panelowe. Ograniczeniem przeprowadzonych badań jest krótki okres badawczy.

## Literatura

- Barburski, J. (2016). Rozmiary działalności a struktura kapitałowo-majątkowa i rentowność przedsiębiorstw budowlanych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 79 (1), 27–40.
- Bereźnicka, J., Pawlonka, T. (2014). Optimum kapitałowe w ocenie rentowności wybranych przedsiębiorstw branży mięsnej. *Zagadnienia Ekonomiki Rolnej*, 340, 136–153.
- Bętkowska, S. (2016). Determinanty struktury kapitału w przedsiębiorstwie. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4 (82), 385–396.
- Błach, J. (2009). Ewolucja teorii struktury kapitału. *Finanse: czasopismo Komitetu Nauk o Finansach PAN*, 1 (1), 67–106.
- Cwynar, A., Cwynar, W., Dankiewicz, R. (2015). Studies of Firm Capital Structure Determinants in Poland: An Integrative Review. *e-Finanse*, 11 (4), 1–22.
- Cwynar, A., Cwynar, W., Oratowski, P., Stachowicz, M. (2016). Corporate Capital Structure Determinants over the Latest Global Crisis: the Case of Poland. *Modern Management Review*, 3 (23), 23–50.

- Czerwonka, L. (2017). Struktura kapitału polskich spółek w świetle wybranych teorii. *Współczesna Gospodarka*, 1 (8), 51–63.
- Duliniec, A. (2015). Wybór źródeł finansowania a optymalna struktura kapitału w przedsiębiorstwie. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (74), 73–82.
- Ebeh Ezeoha, A. (2011). Firm Versus Industry Financing Structures in Nigeria. *African Journal of Economic and Management Studies*, 1 (2), 42–55.
- Felczak, T. (2015). Źródła finansowania działalności indywidualnych gospodarstw rolniczych w opinii zarządzających. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (74), 83–91.
- Felczak, T., Domańska, T. (2014). Struktura i poziom zadłużenia a efektywność indywidualnych gospodarstw rolniczych w zależności od wielkości ekonomicznej. *Zarządzanie Finansami i Rachunkowość*, 3, 5–18.
- Franc-Dąbrowska, J. (2006). Bezpieczeństwo finansowe a efektywność zaangażowania kapitałów własnych. *Roczniki Nauk Rolniczych, Seria G*, 1 (93), 121–128.
- Franc-Dąbrowska, J. (2009). Struktura kapitału a podział zysku w spółkach giełdowych przemysłu rolno-spożywczego. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 48, 239–249.
- Hamrol, M., Sieczko, J. (2006). Czynniki kształtujące strukturę kapitału polskich spółek giełdowych. *Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego*, 1, 127–141.
- Jaworski, J., Czerwonka, L. (2017). Determinanty struktury kapitału przedsiębiorstw notowanych na GPW w Warszawie. Sektor usług. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H – Oeconomia*, 4 (51), 133–142.
- Jerzemska, M., Hajduk, A. (2015). Wpływ rentowności przedsiębiorstwa na strukturę kapitału na przykładzie spółek akcyjnych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie*, 2 (938), 45–57.
- Jędrzejczak-Gas, J. (2014). Influence of the Selected Factors on the Capital Structure of Enterprises in the Construction Industry. *Management*, 1 (18), 241–254.
- Koralun-Bereźnicka, J. (2016). *Wpływ kraju i sektora oraz wielkości przedsiębiorstwa na strukturę kapitału przedsiębiorstw w krajach Unii Europejskiej*. Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.
- Łach, K. (2012). Kierunki badań nad determinantami struktury kapitału przedsiębiorstw w Polsce. *Zeszyty Naukowe Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego*, 12, 185–197.
- Lukasik, G., Naczyński, D. (2016). Relacje kapitałowe przedsiębiorstw w Polsce i wybranych krajach europejskich. *Studia Ekonomiczne*, 282, 80–93.
- Mazur, K. (2007). Determinanty struktury kapitału polskich spółek. *Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*, 8, 21–27.
- Mądra-Sawicka, M. (2016). Samofinansowanie działalności w przedsiębiorstwach rolniczych. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4 (82, cz. 1), 425–435.
- Mądra-Sawicka, M., Kalisiak, A. (2017). Mikroekonomiczne determinanty struktury kapitału przedsiębiorstw budowlanych na przykładzie spółek giełdowych – wyniki empiryczne na podstawie danych panelowych. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 5 (89, cz.1), 89–101. DOI: 10.18276/frfu.2017.89/1-07.
- Pawlonka, T., Lenarcik, M. (2014). Struktura kapitału a koszt kapitału obcego w przedsiębiorstwach branży mięsnej w Polsce. *Ekonomia i Zarządzanie*, 3 (6), 186–202.
- Prędkiewicz, K., Prędkiewicz, P. (2014). Wybrane determinanty struktury kapitału mikro, małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 65, 829–842.
- Szudejko, M. (2013). Analiza zależności pomiędzy branżą a strukturą kapitału przedsiębiorstwa na podstawie wyników finansowych polskich spółek giełdowych. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 62, 701–711.
- Zygmunt, A. (2004). Wpływ branży na strukturę kapitału w przedsiębiorstwie. *Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu*, 2 (1042), 420–425.
- Zygmunt, A. (2010). Determinanty struktury kapitału przedsiębiorstw należących do przemysłu elektromaszynowego (w świetle badań empirycznych). *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 98, 442–449.
- Zabolotnyy, S. (2012). Strategie finansowania działalności spółek giełdowych z sektora agrobiznesu – wyniki badania opinii zarządzających. *Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej*, 97, 157–170.

## **DIVERSIFICATION OF THE CAPITAL STRUCTURE AND ITS DETERMINANTS AMONG LISTED COMPANIES DIVIDED ACCORDING TO NAICS CLASSIFICATION**

**Abstract:** *Purpose* – The purpose of the study was to assess the significance of differences in microeconomic factors of the capital structure across and the structure of financing sources of listed companies within four selected divisions of the NAICS classification.

*Design/methodology/approach* – The research was carried by using the data from the financial statements of the EMIS Intelligence database. A total of 330 companies were qualified to the study sample in the period 2012–2016. Both the significance of the diversification of a capital structure and its determinants due to their affiliation to a particular NAICS classification was assessed.

*Findings* – The enterprises were the most strongly differed due to the level of total indebtedness. Within the examined divisions, manufacturing enterprises differed the most significantly compared to other enterprises. Among the distinguished determinants of the capital structure, the most important thing in terms of differences between entities was the return on assets, and then the return on equity. The companies were not differed due to their size. This was due to the fact that the research covered companies listed on the stock exchange, mainly medium and large companies.

*Originality/value* – The conducted research allowed to identify the significance of the varied impact of capital structure determinants of listed companies according to NAICS classification.

**Keywords:** determinants of capital structure, ROE, ROA, assets tangibility, firm's size, Kruskal-Wallis test, multiple comparisons

## **Cytowanie**

Mądra-Sawicka, M. Kalisiak, A. (2018). Zróżnicowanie struktury kapitału oraz jej determinant w spółkach kapitałowych według wybranych działów klasyfikacji NAICS. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 125–135. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-11.





## Quo Vadis? – innowacyjne i alternatywne źródła finansowania

Anna Motylska-Kuźma\*

**Streszczenie:** *Cel* – Celem niniejszego artykułu była próba identyfikacji kierunków rozwoju źródeł finansowania, biorąc pod uwagę zarówno ich innowacyjność, jak i alternatywne podejście do finansowania.

*Metodologia badania* – Artykuł został oparty na analizie literatury i wyników dostępnych badań w zakresie źródeł finansowania działalności, podejmowanych przez różnego rodzaju jednostki organizacyjne, w tym głównie przez przedsiębiorstwa. Na podstawie przeprowadzonej analizy porównawczej dokonano oceny kierunków innowacyjności źródeł finansowania działalności.

*Wynik* – Przegląd literatury ukazuje wiele nadużyć w wymiennym stosowaniu innowacyjności źródła finansowania z finansowaniem alternatywnym oraz chaos w stosowaniu powyższej terminologii. Na podstawie przeprowadzonych analiz można zauważyć, że w wielu przypadkach (choć nie wszystkich) źródła finansowania, które można nazwać innowacyjnymi, stanowią również alternatywę dla tradycyjnego systemu finansowego i główny nurt rozwoju źródeł finansowania. Najbardziej wyrazistymi cechami nowoczesnych, innowacyjnych sposobów finansowania działalności jest powszechne wykorzystanie technologii internetowych, oparcie o społeczność i ucieczka od nadmiernych regulacji prawnych.

*Oryginalność/wartość* – Wyniki rozważań należy traktować jako podstawę do głębszej dyskusji na temat klasyfikacji źródeł finansowania oraz wyznaczenia dalszych kierunków badań nad ich innowacyjnością, możliwymi ograniczeniami oraz warunkami sprzyjającymi ich powstawaniu, a także nad związanym z nimi ryzykiem.

**Słowa kluczowe:** źródła finansowania, innowacyjność, decyzje finansowe

### Wprowadzenie

Po wybuchu kryzysu gospodarczego w roku 2007, dla wielu teoretyków i praktyków gospodarczych stało się jasne, że dotychczasowy system finansowy ma wady wynikające z nadmiernej liberalizacji przepisów, a co za tym idzie, zbyt małej ochrony indywidualnych, mniejszościowych inwestorów i deponentów. Rozpoczęto zatem wprowadzanie na szeroką skalę działań mających ograniczyć ryzyko i chronić inwestorów przed nadużyciami ze stron instytucji finansowych. Przełożyło się to na zwiększenie ostrożności przy udzielaniu kredytów, a tym samym na dostępność i ilość możliwych do pozyskania środków przez podmioty gospodarcze. W efekcie tych działań, w każdej grupie przedsiębiorców pojawiły się mniejsze lub większe problemy z dostępnością do kapitałów, a wraz z nimi – nowe

---

\* dr inż. Anna Motylska-Kuźma, Wyższa Szkoła Bankowa we Wrocławiu, e-mail: anna.motylska-kuzma@wsb.wroclaw.pl.

rozwiązania, próbujące „łatać” istniejące luki. Czy można je jednak nazwać innowacjami? Czy raczej pojawiające się możliwości wynikają z potrzeby finansowania samej innowacji, a więc są jej elementem i stanowią bardziej alternatywę dla istniejących instrumentów i usług finansowych? Dokąd zmiierają poszukiwania nowych źródeł finansowania?

Celem niniejszego artykułu jest próba identyfikacji kierunków rozwoju innowacji w obszarze źródeł finansowania wraz z uwzględnieniem ich alternatywnego podejścia do pozyskiwania środków przez przedsiębiorstwa. Artykuł składa się z trzech rozdziałów, wstępu i podsumowania. W pierwszej części przybliżono definicję innowacji oraz literaturowe próby jej klasyfikacji, a także pojęcie alternatywy w kontekście finansów i rynków finansowych. W rozdziale drugim zawarto opis najnowszych rozwiązań w obszarze źródeł finansowania działalności oraz ich analizę z punktu widzenia innowacyjności oraz alternatywnego podejścia do pozyskiwania środków finansowych. Wyniki przeprowadzonych analiz, wraz z wnioskami, zawarto i omówiono w rozdziale trzecim, dotyczącym kierunków rozwoju źródeł finansowania. Całość zamyka podsumowanie zawierające najważniejsze konkluzje i ewentualne przyszłe kierunki badań.

## 1. Innowacja a alternatywa. Istota i podstawowe pojęcia

Innowacje postrzegane są jako uniwersalne remedium na wiele problemów, w tym również na problemy z dostępem do kapitału. Jednak samo pojęcie innowacji nierozzerwalnie związane jest z osobą J. Schumpetera, który wprowadził je do teorii ekonomii w 1911 roku (Schumpeter, 1960). W swojej definicji innowacji koncentruje się on na nowych kombinacjach czynników wytwórczych: wprowadzanie nowego lub udoskonalonego produktu, zastosowanie nowej metody wytwarzania, otwarcie nowego rynku sprzedaży, zdobycie nowych źródeł zaopatrzenia w surowce i półfabrykaty, jak również wprowadzenie nowej formy organizacji produkcji. Jednak rozważania literaturowe na temat innowacji nie są spójne w przyjmowanych definicjach i stosowanych podejściach. Innowacja może więc być rozumiana w bardzo wąskim ujęciu, jako pierwsze zastosowanie danego rozwiązania w skali światowej. Takie podejście właściwe było m.in. dla Freemana, Munsfielda czy Cartera i Williamsa (Freeman, 1994; Munsfield, 1968; Carter, Williams, 1958). Z drugiej strony, innowacja może być również rozumiana bardzo szeroko – jako coś, co uważane jest za *novum*, niezależnie od obiektywnego poziomu oryginalności danej idei lub rzeczy. Takie podejście jest charakterystyczne m.in. dla P. Druckera czy Ph. Kotlera (Drucker, 1992; Kotler, 2013).

W dobie rozwiniętej technologii dużego znaczenia nabierają innowacje spoza kręgu innowacji technicznych, a dokładnie innowacje społeczne. Rozumiane są one jako skłonność jednostek danej zbiorowości społecznej do odchodzenia od ogólnie obowiązujących zwyczajów, stylów percepcji i kategorii celów (Griffin, 2004). Takie ujęcie innowacji zdaje się mieć największe znaczenie z punktu widzenia poszukiwania nowych źródeł finansowania działalności przedsiębiorstwa, które wyraża się m.in. w modelach crowdfundingu czy wykorzystaniu technologii *blockchain*.

Innowacja finansowa, podobnie jak ogólne pojęcie innowacji, nie znajduje w literaturze jednoznacznej definicji. Najczęściej rozumiana jest ona w wąskim ujęciu (Stachera-Włodarczyk, 2015), czyli jako pojawienie się nowych instrumentów lub usług finansowych. W ujęciu szerokim innowacja finansowa dotyczy nowych rozwiązań związanych z którymkolwiek elementem systemu finansowego. Zgodnie z tymi podejściami, innowacja finansowa pozwala zarówno sfinansować innowacyjne projekty i przedsięwzięcia, jak i sama w sobie stanowić może rozwiązanie innowacyjne, dostosowujące się do potrzeb rynku i jego uczestników.

Alternatywa to, zgodnie ze *Słownikiem Języka Polskiego* ([www.sjp.pl](http://www.sjp.pl)), inna możliwość czy rozwiązanie. Tak więc, z punktu widzenia finansów, alternatywą jest wszystko to, co stoi w opozycji do tradycyjnego systemu bankowego i finansowego. Według literatury (np. Ziegler i in., 2017a) rynek alternatywny w finansach obejmuje zarówno instrumenty finansowe tożsame z tymi oferowanym tradycyjnymi kanałami dystrybucji i przez tradycyjne instytucje, np. banki czy ubezpieczycieli, jak i usługi, których świadczenie ograniczone jest różnego rodzaju normami prawnymi i regulacjami. Przy takim ujęciu alternatywy w finansach niekoniecznie można mówić o innowacji, szczególnie w wąskim ujęciu, a co więcej, nie każda innowacja finansowa będzie automatycznie również należeć do rynku alternatywnego. Stąd wymienne stosowanie tych pojęć jest zdecydowanie nadużyciem.

## 2. Źródła finansowania działalności podmiotów gospodarczych

Źródła pozyskiwania kapitału na prowadzone lub planowane działania są przedmiotem wielu badań i dyskusji zarówno wśród teoretyków, jak i praktyków. Nie ma bowiem możliwości realizacji celów lub zamierzeń bez zaangażowania odpowiednich środków finansowych, a te z kolei muszą skądś pochodzić.

Jednym z najbardziej naturalnych źródeł finansowania działalności są środki własne (np. właściciele czyli udziałowców) lub zatrzymane zyski. Ich ilość jest jednak ograniczona i w większości przypadków niewystarczająca. Stąd konieczność sięgania po źródła zewnętrzne, takie jak kredyty, pożyczki itp. Instytucje finansowe, zobowiązane odpowiednimi przepisami do przestrzegania pewnych norm, nie zawsze są w stanie sprostać wymaganiom przedsiębiorców. Dlatego rynek, balansując między narzuconymi limitami a rzeczywistą oceną perspektyw kryjących się za danym przedmiotem lub podmiotem potrzebującym finansowania, poszukuje alternatyw (Moenninghoff, Wieandt, 2013).

Najwięcej alternatyw dedykowanych jest sektorowi nowopowstających przedsiębiorstw (tzw. start-upów), choć na etapie załączkowym (*seed*) ciężko mówić o finansowaniu przedsiębiorstwa *explicite*. Jest to raczej inwestycja w pomysł obudowany elementami przedsiębiorczości. Niemniej, w literaturze coraz częściej można spotkać pojęcie alternatywnych finansów (*Alternative Financial Market* – AFM) czy alternatywnych źródeł finansowania. Terminem tym określane są mechanizmy i metody dystrybucji instrumentów lub produktów finansowych poza tzw. tradycyjnymi kanałami, jak banki, agencje ubezpieczeniowe, regulowani pośrednicy finansowi czy domy/biura maklerskie. Wszystkie te nowe podejścia

do finansowania, jak zauważa Bruton (Bruton, Khavul, Siegel, Wright, 2015), mają kilka charakterystycznych, wspólnych cech. Po pierwsze, pojawiają się w jednej części świata i bardzo szybko są adoptowane i rozprzestrzeniane na cały glob, jak np. mikropożyczki (*microfinance*). Po drugie, nowe rozwiązania w finansach powszechnie wykorzystują technologie IT oraz platformy on-line w celu agregowania dużej liczby małych transakcji, jak np. w crowdfundingu. I, wreszcie, nowe rozwiązania w finansach korzystają z sieci społecznych, zarówno przedsiębiorców, jak i inwestorów, w celu poprawy efektywności i skuteczności gromadzenia, transferu i wykorzystywania środków finansowych. Najbardziej istotny jest jednak fakt, że operacje te odbywają się z pominięciem systemu finansowego i tradycyjnych instytucji finansowych.

W tabeli 1 zebrano najczęściej wymieniane w literaturze alternatywne rozwiązania w dziedzinie finansowania.

**Tabela 1**

Taksonomia modeli alternatywnego finansowania

Model	Definicja	
pożyczki konsumenckie P2P	biorcą kapitału jest osoba fizyczna (konsument), dawcą kapitału może być indywidualny inwestor lub instytucja finansowa ( <i>marketplace P2P consumer lending</i> ), ale również sama platforma, tzn. zarządca lub właściciel ( <i>balance sweet P2P consumer lending</i> )	
pożyczki biznesowe P2P	biorcą kapitału jest podmiot gospodarczy (przedsiębiorstwo), dawcą kapitału może być indywidualny inwestor lub instytucja finansowa ( <i>marketplace P2P business lending</i> ), ale również sama platforma, tzn. zarządca lub właściciel ( <i>balance sweet P2P business lending</i> )	
Modele inwestycyjne	kredytowanie nieruchomości P2P	biorcą kapitału jest osoba fizyczna (konsument), dawcą kapitału może być indywidualny inwestor lub instytucja finansowa; występuje zabezpieczenie na nieruchomości (ang. <i>marketplace P2P property lending</i> )
	real estate crowdfunding	inwestorzy indywidualni lub instytucje finansowe dostarczają środków finansowych w postaci kapitału własnego lub długu podporządkowanego w celu sfinansowania nieruchomości
	equity based crowdfunding	inwestorzy indywidualni lub instytucje finansowe otrzymują w zamian za finansowanie udziały w kapitale własnym przedsiębiorstwa
	udział w przychodach/ udział w zyskach	inwestorzy indywidualni lub instytucje nabywają papiery wartościowe od spółki, takie jak akcje lub obligacje, dające im prawo do udziału w zyskach lub należnościach/przychodach przedsiębiorstwa
	papiery dłużne	inwestorzy indywidualni lub instytucje nabywają papiery dłużne, zwykle obligacje o stałej lub zmiennej stopie procentowej; brane są tu pod uwagę niezabezpieczone obligacje detaliczne, w formie miniobligacji
handel fakturami	inwestorzy indywidualni lub instytucje nabywają faktury handlowe z dyskontem; jest to odpowiednik tradycyjnego faktoringu, ale realizowany przy pomocy technologii internetowych	
Modele nie-inwestycyjne	reward based crowdfunding	wplacający wspierają osoby fizyczne, projekty lub przedsięwzięcia czy przedsiębiorstwa w zamian za niefinansowe nagrody lub produkty
	donation based crowdfunding	wplacający wspierają osoby fizyczne, projekty lub przedsięwzięcia czy przedsiębiorstwa w oparciu o filantropię lub wewnętrzną, osobistą motywację, nie oczekując w zamian żadnych finansowych czy materialnych nagród

Źródło: opracowanie własne na podstawie Ziegler i in. (2017a).

Z umieszczonych w tabeli 1 alternatywnych źródeł finansowania warto zwrócić szczególną uwagę na platformy pożyczkowe P2P oraz crowdfunding. Te dwa źródła stanowią bowiem największy udział w całym rynku alternatywnych finansów. Zgodnie z raportem dotyczącym wykorzystania AFM w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie i Ameryce Łacińskiej (Zieger i in., 2017), udział P2P i crowdfundingu wynosi łącznie 99,8%. Podobnie sytuacja wygląda w krajach europejskich (Ziegler i in., 2017b), gdzie te dwie formy alternatywnego finansowania osiągnęły łącznie 85,85% całego rynku AF.

**Biznesowe i konsumenckie platformy pożyczkowe P2P** umożliwiają dostęp do niewielkich kwot, oprocentowanych według stopy ustalonej w drodze licytacji. Efektem takiego działania jest przeważnie niższy, od tych oferowanych na kartach kredytowych lub w kredytach obrotowych, koszt takich pożyczek. Jednocześnie stopa procentowa jest wyższa od depozytów bankowych oferowanych na okres analogiczny do pożyczki. Stosowane są przez przedsiębiorstwa głównie w celu uzupełnienia luki w kapitale obrotowym.

Pierwsza platforma tego typu powstała w 2005 roku w Wielkiej Brytanii, ale szybko przeniosła się za ocean, do Stanów Zjednoczonych, a później do Azji i Europy oraz Afryki (Baeck, Collins, Zhang, 2014). Tak więc, z dzisiejszego punktu widzenia, choć pożyczki P2P stanowią znaczący udział transakcji na rynku alternatywnym, to w większości krajów nie są traktowane jako innowacja finansowa, a co więcej, nie są również stosowane do finansowania działań innowacyjnych.

**Crowdfunding**, wykorzystując odpowiednią platformę on-line, umożliwia zaangażowanie drobnych inwestorów oraz osób prywatnych we wspieraniu inicjatywy poprzez inwestowanie niewielkich ilości kapitału w ustalonym czasie – przeważnie kilka tygodni. Korzystając z efektu skali, nawet niewielkie donacje pochodzące od tysięcy osób przekładają się na wystarczający kapitał, by zrealizować zaplanowane działania. Ponadto, korzystając z platformy rozpoznawalnej na całym świecie (np. Kickstarter), kapitał ten jest niezależny od kraju czy regionu, w którym prowadzona jest podstawowa działalność (De Buysere, Gajda, Kleverlaan, Marom, 2012) oraz zapewnia odpowiednią dywersyfikację i ułatwia „otwieranie się” na rynki zagraniczne.

Ten sposób finansowania projektów różni się od innego rodzaju zbiorów publicznych pewnymi charakterystycznymi cechami. Po pierwsze, następuje tu przekazanie gotówki, przeważnie w zdematerializowanej formie. Po drugie, cały proces odbywa się przy użyciu technologii teleinformatycznych. Po trzecie, nie wymaga on zgody żadnego publicznego organu i może odbywać się zarówno między osobami fizycznymi, jak i podmiotami gospodarczymi, a cel projektu może być zarówno osobisty, jak i publiczny czy biznesowy (Motylska-Kuźma, 2015).

Analizując główne cechy crowdfundingu można zauważyć, że o ile bezsprzecznie zaliczany jest on do rynku alternatywnego, to również stanowi innowację, szczególnie w przypadku modeli bardziej zaawansowanych, jak np. model *equity* czy *real estate*. Poza tym, zdecydowana większość kampanii crowdfundingowych nastawiona jest na innowacje

zarówno w obszarach produktowych, usługowych, funkcyjnych czy technologicznych. Oferowane do sfinansowania projekty cechują się bardzo wysokim stopniem kreatywności.

Obok modeli finansowania alternatywnego, wymienionych powyżej, w literaturze można znaleźć również takie źródła finansowania, które próbują łączyć podejście alternatywne z tradycyjnym. Mowa tu m.in. o *venture capital* i wyrastająca na bazie tych samych instytucji *venture debt*, *private equity*, *business angels*, w tym również HNWI – *high net worth individuals*, *franchising*, *mezzazine*, czyli finansowanie hybrydowe.

Fundusze *venture capital* kojarzone są, co prawda, głównie z finansowaniem innowacyjnych pomysłów w ich początkowej fazie realizacji, stąd często mowa o start-upach. Jednak w rzeczywistości rozpatrywany jest przede wszystkim pomysł i jego innowacyjność.

Wraz z rozwojem rynku *venture capital* zaczął rozwijać się rynek pożyczek typu *venture debt*. Choć ten rodzaj finansowania towarzyszył *venture capital*, to w literaturze naukowej pojawiał się bardzo rzadko, a przyczółkiem wszelkich badań nad jego wykorzystaniem były Stany Zjednoczone (Rassenfosse, Fischer, 2016). *Venture debt* skierowane są głównie do nowo powstających podmiotów (start-upów), będących w fazie ujemnych przepływów pieniężnych i nieposiadających odpowiednich aktywów, mogących stanowić zabezpieczenie kredytu. Jest to połączenie *venture capital* z tradycyjnym kapitałem obcym. Finansowanie to ma swoje korzenie w tzw. *venture leasing* oraz pożyczkach zabezpieczanych na konkretnym elemencie aktywów (wyposażenia). Obecnie jednak jest to głównie kapitał wzrostu, niepowiązany z żadnym konkretnym aktywem. W zamian za kapitał, pożyczkodawcy otrzymują specyficzną kombinację długu i kapitału własnego start-upu. Przy czym dług traktowany jest tu jak rzeczywisty dług, a nie instrument zamienny. Jako zabezpieczenie długu stosowane są warranty na kapitale własnym. Stanowią one zwykle 5–15% wartości całej pożyczki. Pożyczki udzielane są najczęściej na okres 24–36 miesięcy i spłacane w regularnych miesięcznych ratach, obejmujących zarówno część kapitałową, jak i odsetkową. Ten rodzaj finansowania jest dość podobny do stosowanych często przez fundusze *venture capital* pożyczek podporządkowanych czy zamiennych (*convertible debt*), jednak rozwiązania te nie są tożsame. Dług zamienny, w kolejnej rundzie finansowania, przekształcany jest w kapitał własny start-upu, a jego właścicielem jest fundusz VC. Pożyczki typu *venture debt* muszą zostać spłacone, podobnie jak tradycyjne kredyty. Stąd VLs – *venture lenders* – są rzeczywistymi pożyczkodawcami, a nie inwestorami, jak VCs – *venture capitalists*. To powoduje, że wśród VLs można spotkać, oprócz specjalnych funduszy i instytucji finansowych, również tradycyjnych dostawców kapitału, czyli banki. Najbardziej znanym z takich działań jest Silicon Valey Bank, ale również Comerica i Bridge Bank. Szacuje się, że w Stanach Zjednoczonych w 2010 roku rynek *venture debt* osiągnął 1/7 wartości rynku *venture capital* (Rassenfosse, Fischer, 2016). Z takiego finansowania korzystały m.in. Facebook i YouTube. Pomimo ponad dziesięcioletniej historii funkcjonowania tego źródła finansowania, w Europie, w dalszym ciągu, jest on bardzo mało znany i w zasadzie niestosowany. Dlatego *venture debt* jest w dalszym ciągu traktowany jako innowacja.

**ICO – Initial Coin Offering** – to kolejna szybko rozwijająca się innowacja w źródłach finansowania, wykorzystująca technologię *block-chain* oraz kryptowaluty. ICO pozwala na pozyskiwanie środków poprzez emisję tzw. tokenów, które mogą być odsprzedane na rynku wtórnym lub wykorzystane w przyszłości do otrzymania produktów lub usług danego przedsiębiorstwa (Adhami, Guidici, Martinazzi, 2017). Przy czym tokeny mogą być rozumiane i wykorzystywane w różny sposób.

ICO wymaga od emitenta opracowania takich dokumentów, jak „white paper” lub „warunków sprzedaży tokenów” (*token sale term*), w których zawarte są najważniejsze informacje dotyczące stosowanych protokołów IT i publicznych łańcuchów (*blockchains*), sposobu dostawy i mechanizmów wyceny tokenów oraz dane dotyczące finansowanego projektu (najczęściej zawierające biznesplan).

Pierwsza emisja ICO miała miejsce w 2014 roku w Stanach Zjednoczonych i dotyczyła funduszu DAO i kryptowaluty Ethereum. W 2017 roku, w okresie od stycznia do sierpnia, odnotowano ponad 216 ofert w takich krajach, jak Stany Zjednoczone, Rosja, Wielka Brytania czy Kanada, choć przedsiębiorstwa często rejestrowane są w bardziej przyjaznych prawnie i podatkowo krajach, jak Singapur, Gibraltar, Kajmany, Wyspy Dziewicze, Delaware czy Estonia. Pojedyncze emisje opiewały na kwoty liczone w setkach milionów dolarów, jednak ich prawdziwą wartość ciężko oszacować ze względu na to, że dane te nie są jeszcze powszechnie dostępne i zweryfikowane (Adhami, Guidici, Martinazzi, 2017). Kwestią problematyczną pozostają regulacje prawne dotyczące tego sposobu pozyskiwania środków oraz ich legalności. Niezależnie od toczących się dyskusji o legalności i ewentualnych zakusach regulatorów, ICO wypełnia lukę w dostępie do kapitału w sposób wyjątkowo innowacyjny, zarówno pod względem technologicznym, produktowym, jak i procesowym. Co więcej, jest to innowacja strategiczna i radykalna, stąd, być może, spotyka się z tak dużym oporem po stronie dotychczasowego „porządku świata finansów”.

**Mezzazine capital** nazywane jest często finansowaniem hybrydowym i stosowane m.in. do przejęć spółek i lewarowania transakcji w sytuacji braku lub niewystarczającej zdolności kredytowej przedsiębiorstwa (Kuryłek, 2015). Na podstawie prognozowanych przepływów finansowych oraz potencjału rozwoju, przedsiębiorstwo otrzymuje środki w postaci pożyczki (podporządkowanej, od wspólników lub niezabezpieczonej) lub w postaci kapitału własnego w formie akcji uprzywilejowanych lub cichych udziałów w spółce. W przypadku kapitału obcego/pożyczki, spłata następuje dopiero na końcu podjętej inwestycji, a w okresie jej realizacji inwestor otrzymuje odsetki wyliczane na podstawie zmiennego oprocentowania. Po zakończeniu inwestycji sukcesem, inwestor dodatkowo otrzymuje udział w kapitale własnym na poziomie ok.10%, co nie stanowi zbyt dużego rozproszenia własności i utraty kontroli nad przedsiębiorstwem. W przypadku kapitału własnego, inwestor otrzymuje realny wpływ na rozwój przedsiębiorstwa oraz może korzystać z typowych praw przysługujących właścicielom, np. dywidendy czy korzyści wynikających ze wzrostu wartości przedsiębiorstwa.

Dość charakterystyczną cechą *mezzazine capital* jest spłata kapitału na koniec okresu finansowania i ustalone z góry warunki wyjścia z inwestycji. Inwestorzy oczekują stopy zwrotu na poziomie 15–30%, w zależności od aktualnej sytuacji rynkowej i gospodarczej (Kuryłek, 2015). Dostawcą kapitału w tym przypadku są tradycyjne instytucje finansowe, m.in. banki, fundusze *private equity*, towarzystwa ubezpieczeniowe, czy *business angels*.

Analizując podstawowe cechy tego źródła finansowania można zauważyć, że nie stanowi ono alternatywy w myśl przytoczonych powyżej definicji, czyli nie można mówić w tym przypadku o rynku alternatywnych finansów. Jednak, zdecydowanie, jest to finansowanie, które posiada znamiona innowacji produktowej, a mianowicie łączy w sobie cechy zarówno kapitału obcego, jak i własnego, a także proponuje nowy, odmienny sposób rozliczenia pożyczonego kapitału.

Wśród nowych źródeł finansowania nie sposób nie wspomnieć o tych, które tworzone są przez różnego rodzaju programy pomocowe, opracowywane przez rządy w krajach czy różnego rodzaju instytucje. Mowa tu m.in. o akceleratorach, inkubatorach, centrach weryfikacji koncepcji (*proof-of-concept centers*), akademickich funduszach załączkowych itp. Miejsca takie mają przede wszystkim wspomagać merytorycznie początkowych przedsiębiorców i włączać ich w sieci dostawców i odbiorców, ale również oferują szereg udogodnień finansowych w postaci np. zwolnień z opłat ZUS, ulg podatkowych, bezpłatnego dostępu do biura księgowego, prawnika czy doradcy podatkowego itp. Działalność takich „tworów” organizacyjnych jest mocno uzależniona od zaangażowanych osób, ich doświadczenia oraz umiejętności skupienia w jednym miejscu tych, którzy chcą podzielić się swoją wiedzą i kontaktami oraz tych, którzy potrafią wykorzystać taką możliwość w najbardziej efektywny sposób. Stąd, zgodnie z teorią, takie miejsca powinny doprowadzać do powstawania innowacji i same w sobie mogą stanowić innowację. Warunkiem koniecznym jest jednak odpowiednie środowisko osób zaangażowanych.

### 3. Kierunki rozwoju źródeł finansowania

Przyglądając się opisanym powyżej nowym koncepcjom źródeł finansowania, można zauważyć kilka ciekawych faktów. Po pierwsze, coraz więcej innowacji finansowych związanych jest z „omijaniem” tradycyjnych instytucji finansowych oraz tradycyjnego systemu finansowego. Kryzys z 2007 roku i jego skutki zarówno w sferze prawnej, regulacyjnej, jak i gospodarczej, zdecydowanie zniechęciły lub przynajmniej mocno ograniczyły zaufanie do ustalonego porządku. Z jednej strony wprowadzone ograniczenia i regulacje nadwyrężyły w znaczny sposób zdolność instytucji finansowych do dostarczania kapitału. Z drugiej natomiast, wiele przedsiębiorców i pomysłodawców zauważyło, że pozyskiwanie środków finansowych poza tradycyjnym systemem jest przede wszystkim tańsze, obciążone mniejszą kontrolą ze strony pożyczkodawców oraz nie wymaga takiej przejrzystości podejmowanych działań. Poza tym technologia i daleko posunięta globalizacja umożliwiają poszukiwanie takich rozwiązań poza dotychczasowymi kanałami.



Po drugie, innowacje finansowe starają się nie ograniczać tylko do celu, jakim jest pozyskanie środków. W wielu przypadkach, wraz z kapitałem, przedsiębiorstwo lub pomysłodawca może zweryfikować przydatność i zainteresowanie proponowanym rozwiązaniem potencjalnych klientów. Może również budować lojalność klientów oraz związać ich z danym projektem na dłużej. Pozyskanie funduszy z rynku alternatywnego bardzo często otwiera również drogę do tradycyjnych instytucji finansowych, uwiarygodniając pomysł i pomysłodawcę oraz przedsiębiorstwo. I w końcu, znacznie ułatwia zaistnienie na rynkach zagranicznych i ekspansję międzynarodową.

Jak twierdzi Bellavitis ze swoim zespołem (Bellavitis, Filatotchev, Kamuriwo, Vanacker, 2017) koncepcja cyklu finansowania przedsiębiorstwa powinna obecnie zostać ponownie przemyślana w kontekście dokonujących się zmian. Nowo powstające źródła finansowania, przy swoich wadach i zaletach, po pierwsze mogą być stosowane w różnych momentach cyklu rozwoju przedsiębiorstwa. To powoduje, że modele pozyskiwania finansowania nie są zarezerwowane tylko i wyłącznie np. dla start-upu czy dojrzałego przedsiębiorstwa. Po drugie, co ważniejsze, mogą być stosowane wymiennie. Oznacza to, że pozyskanie środków z jednego źródła nie ogranicza możliwości skorzystania z innych źródeł. Natomiast, które źródło zostanie wybrane, zależy tylko i wyłącznie od zaangażowania i decyzji samego pomysłodawcy czy przedsiębiorstwa. W końcu, po trzecie, wybór odpowiedniego źródła finansowania spośród wielu dostępnych alternatyw może w znaczny sposób wpłynąć na przebieg cyklu rozwoju (dokładnie finansowania) przedsiębiorstwa, który wyraźnie będzie inny od „tradycyjnego”. Na przykład, jeżeli przedsiębiorca zdecyduje się skorzystać z akceleratora czy inkubatora, może on w zauważalny sposób skrócić czas poszczególnych faz cyklu, a poza tym elastycznie dostosować swoje pozyskiwanie funduszy do celów strategicznych. Skorzystanie z kampanii crowdfundingowej może z kolei spowodować, że przedsiębiorstwo nie będzie musiało polegać na finansowaniu dłużnym w początkowej fazie rozwoju projektu. Zakończona sukcesem kampania może, co więcej, przyciągnąć do przedsiębiorstwa innych inwestorów, którzy będą w stanie finansować pomysł na dalszych etapach.

Kwestią dyskusyjną pozostaje ciągle problem ryzyka finansowego związanego z nowymi rozwiązaniami. Pojęcia takie, jak „dźwignia finansowa”, bezpieczeństwo transakcji po stronie kapitałobiorcy, ale przede wszystkim po stronie kapitałodawcy, przejrzystość podejmowanych działań itp. wciąż budzą obawy, a w odpowiedzi narażone są na zakusy krajowych organów nadzorczych do wdrażania kolejnych regulacji. Z jednej strony tradycyjne instytucje finansowe nie są przygotowane na nadchodzące zmiany i płynące z nich zagrożenia dla tradycyjnego systemu finansowego, bagatelizując często problem. Z drugiej strony, działania organów nadzorczych, choćby najbardziej przemyślane i wyważone, nie będą w stanie zatrzymać powyższych zmian.

## Uwagi końcowe

Kapitał stanowi swoistego rodzaju „silnik” dla przedsiębiorstwa, który nie tylko napędza jego działania, ale również prowadzi do rozwoju. Im łatwiej go pozyskać, tym tempo wzrostu powinno być wyższe. Ostatni globalny kryzys finansowy spowodował głębokie problemy z dostępem do finansowania zewnętrznego, ale przede wszystkim utratę zaufania do tradycyjnych instytucji finansowych i całego systemu. Wyzwolił tym samym kreatywność przedsiębiorców w poszukiwaniu innych, nowych źródeł finansowania.

Na podstawie przeprowadzonych analiz można zauważyć, że w wielu przypadkach źródła finansowania, które można nazwać innowacyjnymi, stanowią również alternatywę dla tradycyjnego systemu finansowego i wpisują się w główny nurt rozwoju źródeł finansowania. Najbardziej wyrazistymi kierunkami rozwoju nowoczesnych, innowacyjnych sposobów finansowania działalności jest powszechne wykorzystanie technologii internetowych, oparcie o społeczności i ucieczka od nadmiernych regulacji prawnych oraz tradycyjnych instytucji finansowych. Cenione są rozwiązania mniej formalne, które oprócz samego pozyskiwania kapitału, pozwalają również na realizację celów pobocznych, takich jak weryfikacja pomysłu, promocja itp., a czas potrzebny na pozyskanie środków ograniczają do niezbędnego minimum. Tak więc nowoczesne źródła finansowania starają się eliminować pośredników i kojarzyć bezpośrednio, za pomocą technologii, kapitałodawców z kapitałobiorcami, a pojawiające się rozwiązania są coraz bardziej wyrafinowane.

Dokąd więc zaprowadzą nas te wszystkie zmiany? Odpowiedź na to pytanie w dużym stopniu zależy od zachowania instytucji nadzorujących i regulujących rynki finansowe. Przekora ludzka bowiem powoduje, że im bardziej coś jest zabronione, tym bardziej staje się atrakcyjne. Dlatego przed decydentami stoi nie lada wyzwanie – albo rozpocząć walkę z nowymi rozwiązaniami, albo spróbować stworzyć wspólny ekosystem, w którym obok siebie będą funkcjonować różne modele finansowania doprowadzające do efektu ogólnej synergii korzyści.

## Literatura

- Adhami, S., Guidici, G., Martinazzi, S. (2017). *Why Do Business Go Crypto? An Empirical Analysis of Initial Coin Offerings*. Pobrano z: <https://ssrn.com/abstract=3046209>.
- Baek, P., Collins, L., Zhang, B. (2014). *Understanding Alternative Finance The UK Alternative Finance Industry Report*. University of Cambridge.
- Bellavitis, C., Filatotehev, I., Kamuriwo, D.S., Vanacker, T. (2017). Entrepreneurial Finance: New Frontiers of Research and Practice. *Venture Capital*, 19, 1–16, DOI: 10.1080/13691066.2016.1259733.
- Bruton, G., Khavul, S., Siegel, D., Wright, M. (2015). New Financial Alternatives in Seeding Entrepreneurship: Microfinance, Crowdfunding, and Peer-to-Peer Innovations. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 1 (39), 9–26.
- De Buysere, K., Gajda, O., Kleverlaan, R., Marom, D. (2012). *A Framework for European Crowdfunding*. Pobrano z: <http://www.crowdfundingframework.eu> (1.07.2015).
- Carter, C.F., William, B.R. (1958). *Industry and Technological Process*. London: Oxford University Press.
- Drucker, P. (1992). *Innowacja i przedsiębiorczość. Praktyka i zasady*. Warszawa: PWE.
- Freeman, Ch. (1994). The Economics of Ttechnical Change. *Cambridge Journal of Economics*, 5 (18).
- Griffin, R.W. (2004). *Podstawy zarządzania organizacjami*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.

- Kotler, Ph. (2013). *Innowacyjność – przepis na sukces. Model od A do F*. Warszawa: Dom Wydawniczy Rebis.
- Kuryłek, Z. (2015). *Mezzazine capital. Nowoczesne finansowanie przedsiębiorstw*. Warszawa: CeDeWu.
- Moeninghoff, S.C., Wieandt, A. (2013). The Future of Peer-to-Peer Finance. *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 5 (65), 466–487.
- Motyłska-Kuźma, A. (2015). *Cost of Crowdfunding as a Source of Capital for the Small Company*. Proceedings of the 18th International Academic Conference. London, e-book, ISSN: 2336-5617.
- Munsfield, E. (1968). *Industrial Research and Technology Innovation*. New York: W.W. Norton & Company.
- Rassenfosse, G., Fischer, T. (2016). Venture Debt Financing: Determinants of the Lending Decision. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 10, 235–256.
- Schumpeter, J.A. (1960). *Teoria rozwoju gospodarczego*. Warszawa: PWN.
- Stachera-Włodarczyk, S. (2015). Rola innowacji finansowych w działalności banków komercyjnych. *Zeszyty Naukowe Politechniki Częstochowskiej. Zarządzanie*, 19, 63–74.
- Ziegler, T., Reedy, E.J., Le, A., Zhang, B., Kroszner, R.S., Garvey, K. (2017a). *2017 The Americas Alternative Finance Industry Report. Hitting Stride*. Pobrano z: [alternative-finance/downloads/2017-05-americas-alternative-finance-industry-report.pdf](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3106911) (21.02.2018).
- Zieger, T., Shneor, R., Garvey, K., Wenzlaff, K., Yerolemu, N., Hao, R., Zhang, B. (2017b). *Expanding Horizon. The 3<sup>rd</sup> European Alternative Finance Industry Report*. Pobrano z: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3106911](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3106911) (21.02.2018).

#### QUO VADIS? – INNOVATIVE AND ALTERNATIVE SOURCES OF FINANCING

**Abstract:** *Objective* – The purpose of this article is to try to identify the directions of development of financing sources taking into account both their innovation and the alternative approach to financing.

*Methodology* – The article was based on the analysis of literature and the results of available research in the field of sources of financing activities undertaken by various types of organizational units, mainly by enterprises. On the basis of the comparative analysis, the directions of innovativeness of sources of financing were assessed.

*Results* – Literature review shows many abuses in the interchangeable use of innovativeness of source of financing and alternative financing and chaos in the use of the above terminology. Based on the conducted analyzes, it can be noticed that in many cases (though not all) sources of financing that can be called innovative are also an alternative to the traditional financial system and constitute the main stream of development of financing sources. The most expressive features of modern, innovative ways of financing activities is the widespread use of internet technologies, basing on the community and escape from excessive legal regulations.

*Originality/value* – The results of the considerations should be treated as a basis for a deeper discussion on the classification of funding sources and setting further directions of research on their innovation, possible constraints and conditions conducive to their formation, as well as on the associated risk.

**Keywords:** source of financing, innovations, financing decision

#### Cytowanie

Motyłska, Kuźma, A. (2018). Quo Vadis? – innowacyjne i alternatywne źródła finansowania. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 137–147. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-12.



# Wykorzystanie faktoringu jako źródła finansowania przedsiębiorstw w Polsce

Mieczysław Puławski\*

**Streszczenie:** *Cel* – Przedstawienie istoty faktoringu oraz skali jego wykorzystania jako źródła finansowania przedsiębiorstw w Polsce.

*Metodologia badania* – w artykule dokonano analizy opisowej oraz analizy statystycznej rynku faktoringu w Polsce, ze szczególnym uwzględnieniem okresu 2010–2016/2017.

*Wynik* – Wynikiem analizy jest potwierdzenie hipotezy o szybkim rozwoju rynku faktoringu w Polsce w badanym okresie. Rosły przy tym nie tylko obroty faktoringowe, lecz również zwiększyła się liczba przedsiębiorstw korzystających z usług faktorów.

*Oryginalność/wartość* – zbadanie skali wykorzystywania faktoringu przez przedsiębiorstwa w Polsce, ze szczególnym zwróceniem uwagi na strukturę faktorantów oraz stosowane przez nich rodzaje faktoringu.

**Słowa kluczowe:** faktor, faktorant, umowa faktoringu, cesja wierzytelności, małe i średnie przedsiębiorstwa

## Wprowadzenie

Zaledwie dwudziestokilkuletnia historia faktoringu w Polsce, przy światowych obrotach faktoringowych przekraczających od lat 2 bln USD rocznie, zaciekawia i zachęca do bliższego zaznajomienia się z tą formą działalności pośredniczącej na rynku finansowym. Celem opracowania jest przedstawienie istoty faktoringu, jego funkcji oraz skali wykorzystania jako źródła finansowania przedsiębiorstw w Polsce. Podstawowy okres badawczy obejmuje lata 2010–2016/2017.

## 1. Pojęcie, istota i podstawowe rodzaje faktoringu

Początki nowoczesnego faktoringu sięgają końca XIX wieku, kiedy zaczął być wykorzystywany w USA. Następnie, w latach 30. XX wieku, pojawił się w Kanadzie, a dopiero w latach 60. minionego stulecia w Europie Zachodniej. Do Polski faktoring „zawitał” jeszcze później, praktycznie dopiero w połowie lat 90. XX wieku. Ekspansji geograficznej faktoringu towarzyszyło zarazem wzbogacanie jego form wobec braku powszechnie obowiązujących przepisów prawnych poświęconych wyłącznie tej formie świadczenia usług na rynku.

---

\* dr hab. Mieczysław Puławski, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Katedra Rynków Kapitałowych, al. Niepodległości 162, 02-554 Warszawa, e-mail: mpulaw@sgh.waw.pl.

To, co współcześnie nazywa się faktoringiem, może więc nie mieć zbyt wielu podobieństw do klasycznego XIX-wiecznego faktoringu w starym stylu (*old-line factoring*), łączącego integralnie *del credere* faktora, zapewnianie przez niego finansowania wiarytelności klienta (tzw. faktoranta) oraz świadczenie na jego rzecz uzgodnionych w umowie usług.

W tej sytuacji próbę stworzenia jednolitej definicji faktoringu w skali międzynarodowej podjęto w 1988 roku w Konwencji UNIDROIT w sprawie faktoringu międzynarodowego (UNIDROIT, 1988). Za umowę faktoringu uznano umowę zawartą między dostawcą a faktorem, na mocy której:

- dostawca może przenieść lub przenosi na faktora wiarytelności z tytułu umów sprzedaży towarów i usług zawartych przez dostawcę z jego klientami (dłużnicy), z wyjątkiem tych towarów i usług, które przeznaczone są przede wszystkim do użytku osobistego, rodzinnego lub w gospodarstwie domowym,
- faktor spełnia przynajmniej dwie z następujących funkcji: finansuje dostawcę, prowadzi księgi dotyczące wiarytelności, inkasuje wiarytelności, zapewnia ochronę przed brakiem zapłaty ze strony dłużników,
- informacja o przeniesieniu wiarytelności jest przekazywana dłużnikom (UNIDROIT, 1988).

Choć przepisy konwencji ottawskiej weszły w życie jedynie w dziewięciu państwach<sup>1</sup>, to jednak stanowiły swoisty punkt odniesienia w przypadku tworzenia ogólnych zasad prowadzenia działalności faktoringowej w wielu krajach, w których faktoring nie został prawnie uregulowany<sup>2</sup>.

Nie tylko prawnikom nie udało się stworzyć powszechnie przyjętej definicji faktoringu. Z problemem tym od dawna zmagają się również liczni autorzy opracowań poświęconych faktoringowi. W rezultacie zarówno w tzw. praktyce gospodarczej, jak i w opracowaniach naukowych wyróżnia się i charakteryzuje rozliczne rodzaje faktoringu, ale uniwersalnej i powszechnie akceptowanej jego definicji wciąż brakuje.

Ze względu na zakres szeroko rozumianych usług świadczonych przez faktora na rzecz faktoranta, wyróżnia się faktoring właściwy (pełny) oraz faktoring niewłaściwy (niepełny). W przypadku faktoringu właściwego faktor nabywa wiarytelności faktoranta zgodnie z warunkami zawartej między nimi umowy faktoringu i rezygnuje z prawa regresu wobec faktoranta przy braku zapłaty ze strony dłużnika (bądź dłużników) faktoranta. Faktor

---

<sup>1</sup> Przepisy Konwencji weszły w życie w: Belgii (1.10.2010 r.), Niemczech (1.12.1998 r.), Nigerii (1.05.1995 r.), Federacji Rosyjskiej (1.03.2015 r.), we Francji (1.05.1995 r.) i Włoszech (1.05.1995 r.) oraz na Łotwie (1.03.1998 r.), Ukrainie (1.07.2007 r.) i Węgrzech (1.12.1996 r.) – pobrano z: [www.unidroit.org/status-1988-factoring](http://www.unidroit.org/status-1988-factoring)

<sup>2</sup> Przykładowo, w Ogólnych Zasadach Faktoringu Międzynarodowego (General Rules for International Factoring – GRIF), przyjętych przez Factors Chain International oraz International Factors Group, dwie organizacje grupujące faktorów z różnych krajów (które *nota bene* połączyły się w 2016 r., tworząc wspólną organizację pod nazwą Factors Chain International), definicja umowy faktoringu wyraźnie nawiązuje do stosownej definicji zawartej w konwencji ottawskiej. Według GRIF umowa faktoringu oznacza umowę, na mocy której dostawca może przenieść lub przenosi wiarytelność na faktora, niekoniecznie w celu finansowania, jeżeli jest spełniona przynajmniej jedna z następujących funkcji: a) prowadzenie ksiąg rachunkowych, b) inkaso wiarytelności, c) ochrona przed złymi długami. Pobrano z: [www.yapikredifactoring.com.tr/\\_pdf/grif-text.pdf](http://www.yapikredifactoring.com.tr/_pdf/grif-text.pdf).

finansuje też faktoranta, przekazując mu niezwłocznie po nabyciu niewymagalnych jeszcze wierzytelności kwotę stanowiącą zazwyczaj od 70 do 90% ich wartości. Na faktorze ciąży też obowiązek świadczenia na rzecz faktoranta uzgodnionych w umowie usług, w szczególności księgowych, inkasowych, kontrolnych, windykacyjnych i doradczych. Tak rozumiany faktoring pełny jest więc integralną kompozycją trzech funkcji w obrocie gospodarczym spełnianych przez faktora: gwarancyjnej (*del credere* faktora), finansowej (finansowanie faktoranta przez faktora) i usługowej (świadczenie usług przez faktora na rzecz faktoranta).

Istota faktoringu niepełnego polega na nabyciu przez faktora wierzytelności faktoranta z zachowaniem prawa regresu wobec niego w przypadku braku zapłaty ze strony dłużnika (bądź dłużników). Oznacza to wprawdzie, że ryzyko niewypłacalności dłużnika ponosi faktorant, ale argumentem przemawiającym za korzystaniem przez niego z tej formy faktoringu może być finansowanie faktora i świadczenie przez niego uzgodnionych usług.

Faktor przejmuje *del credere* w ramach limitów wyznaczonych dla każdego dłużnika z osobna, po wnikliwym zbadaniu jego sytuacji finansowej i zdolności do spłaty zobowiązań kredytowych. Zarazem zastrzega sobie w umowie prawo do zmniejszenia lub nawet cofnięcia przyznanego wcześniej limitu w przypadku pogorszenia stanu finansów dłużnika. Wierzytelności pozalimitowe faktor wprawdzie przejmuje, ale bez przejęcia związanego z nimi ryzyka. Taki rodzaj faktoringu, w którym część wierzytelności jest przejmowana z ryzykiem, a część bez ryzyka niewypłacalności dłużnika w ramach jednej umowy faktoringu, określany jest jako faktoring mieszany.

Odstąpienie wierzytelności przez faktoranta jako cedenta na rzecz faktora jako cesjonariusza może przybrać formę jawną albo cichą, w zależności od tego, czy dłużnik jest, czy też nie jest powiadomiony o dokonanej cesji. Co za tym idzie, wyróżnia się faktoring jawny (otwarty), półjawny (półotwarty) i cichy (tajny). W przypadku faktoringu jawnego dłużnik zostaje powiadomiony o cesji wierzytelności, dokonuje więc spłaty zobowiązania na rzecz nowego wierzyciela. W formie półjawnej faktoringu nie wspomina się wprawdzie wyraźnie o cesji wierzytelności, lecz z wszelkich okoliczności wynika, że do niej doszło, również przez wskazanie nowego wierzyciela jako uprawnionego do otrzymania zapłaty. Natomiast w faktoringu cichym dłużnik nie jest zawiadamiany o przejęciu wierzytelności przez faktora i może nawet nie wiedzieć o jego istnieniu, w związku z czym dokonuje zapłaty na rzecz swojego bezpośredniego wierzyciela, który zobowiązany jest do przekazania otrzymanych środków pieniężnych faktorowi.

Ze względu na sposób rozliczenia z faktorantem nabytych przez faktora wierzytelności można wyróżnić: faktoring dyskontowy (przyspieszony), faktoring zaliczkowy i faktoring wymagalnościowy. W faktoringu dyskontowym faktor nabywa wierzytelności, dokonując natychmiastowej zapłaty na rzecz faktoranta pełnej ich kwoty pomniejszonej o kwoty związane z operacją, tak jak gdyby należności te były natychmiast wymagalne. Ta forma operacji wykazuje pewne analogie z operacjami dyskonta weksli, stąd też i podobne miano, choć z samym dyskontem weksli ma niewiele wspólnego.

W faktoringu zaliczkowym faktor nabywa wierzytelności i stawia do natychmiastowej dyspozycji faktoranta zaliczkę stanowiącą pewną część kwoty wierzytelności (z reguły 70–90%). Pozostała jej część jest przekazywana – stosownie do postanowień umowy faktoringu – bądź w terminie wymagalności wierzytelności, bądź w momencie wpływu pełnej kwoty wierzytelności od dłużnika. Natomiast w faktoringu wymagalnościowym faktor rozlicza zakup wierzytelności bądź po otrzymaniu zapłaty od dłużnika, bądź w średnim terminie płatności dla większej liczby przejętych wierzytelności w jakimś okresie, bądź też po upływie ustalonego okresu karencji, w którym zobowiązanie faktora z tytułu *del credere* nie było jeszcze wymagalne.

Z punktu widzenia domicylu uczestników transakcji handlowych, w wyniku których powstają wierzytelności zbywane na mocy umowy faktoringu, można wyróżnić faktoring krajowy i faktoring międzynarodowy (zagraniczny). W faktoringu krajowym faktorant przenosi na rzecz faktora krajowego wierzytelności wobec dłużników z tego samego kraju. Natomiast w faktoringu międzynarodowym faktorant i dłużnik mają siedziby w różnych krajach. Faktoring międzynarodowy, z kolei, dzielony jest na faktoring eksportowy i faktoring importowy. W faktoringu eksportowym faktor krajowy nabywa wierzytelności krajowych faktorantów-eksporterów przysługujące im od zagranicznych dłużników-importerów<sup>3</sup>. W faktoringu importowym faktor z kraju importera nabywa wierzytelności od eksporterów zagranicznych. Umowa faktoringu w faktoringu importowym ma więc charakter umowy międzynarodowej.

Mimo znacznego zróżnicowania wymienionych rodzajów faktoringu jeden element był wspólny – przeniesienie w formie cesji generalnej przez faktoranta na faktora wierzytelności pozbawionych wad prawnych, bezspornych, należycie udokumentowanych i niewymagalnych jeszcze w momencie ich nabycia przez faktora. Natomiast odmiennie ukształtowany został upowszechniający się stosunkowo od niedawna faktoring odwrotny, zwany też faktoringiem odwróconym, zobowiązaniowym, zakupowym, czy, z angielskiego, *reverse factoring*. W tym wypadku przedmiotem faktoringu nie są wierzytelności, lecz zobowiązania faktoranta wobec jego dostawców. Po otrzymaniu więc faktury od dostawcy odbiorca (faktorant) przekazuje ją do zapłaty faktorowi, który reguluje zobowiązanie odbiorcy (faktoranta) i rozlicza się z nim w ustalonym terminie późniejszym. W ten sposób dochodzi do finansowania dłużnika jako faktoranta przez faktora.

Kreatywne podejście do faktoringu trwa zresztą nadal, przy czym szczególnie aktywne na tym polu są instytucje faktoringowe. Niektóre z nich, chcąc wyróżnić się na konkurencyjnym rynku i „zerując” na niewiedzy potencjalnych klientów, wprowadzają nowe określenia tradycyjnych rodzajów faktoringu, by w ten przewrotny sposób zachęcić do skorzystania z (pozornie) nowych form świadczonych usług. Inwencja ludzka wydaje się „nie mieć” granic, a do niektórych z wprowadzanych „nowinek” przyłgnęły nazwy mogące

---

<sup>3</sup> Specyfika faktoringu eksportowego zakłada najczęściej ścisłą współpracę między faktorami w kraju eksportera i kraju importera oraz podział świadczonych usług w ramach jednej transakcji faktoringowej.



co bardziej wrażliwych purystów językowych przyprawić o przysłowiowe palpitacje serca (np. honorarium faktoring) (Kreczmańska-Gigol, Pajewska-Kwaśny, s. 143–155)<sup>4</sup>.

Stosowanie tego rodzaju praktyk w Polsce i wielu innych krajach wynika wprost z braku prawnego uregulowania faktoringu. Umowa faktoringu jest bowiem umową nienazwaną, pozwalającą stronom umowy formułować jej treść według ich życzenia, choć z uwzględnieniem ograniczeń wynikających z ogólnych przepisów prawa i zasad współżycia społecznego.

W tym chaosie poznawczym nie dziwi więc wielka popularność definicji umowy faktoringu zawarta w Konwencji Ottawskiej z 1988 roku.

## 2. Faktoring jako źródło finansowania przedsiębiorstw

Faktoring klasyfikowany jest powszechnie jako zewnętrzne źródło finansowania przedsiębiorstw. Status prawny umowy faktoringu dopuszcza jednak możliwość występowania faktoringu w obrocie gospodarczym bez funkcji finansowania. Nie są to jednak przypadki częste, jak podpowiada intuicja, a co znajduje potwierdzenie w statystykach obrotów faktoringowych w świecie<sup>5</sup>.

W tradycyjnie pojmowanym faktoringu faktor nabywa wierzytelności faktoranta powstałe w wyniku sprzedaży towarów i usług z odroczonym terminem zapłaty. Cesji wierzytelności nie można jednak utożsamiać z finansowaniem, ponieważ przelew należności faktoranta na rzecz faktora oznacza jedynie przelew prawa do domagania się od zobowiązanego do zapłaty dłużnika określonej kwoty pieniężnej w ustalonym terminie. Sytuacja finansowa faktoranta w wyniku tej operacji nie zmienia się. Dochodzi jedynie faktycznie do transformacji jego aktywów. Umowa faktoringu przewiduje jednak możliwość uruchomienia finansowania przez faktora. Odbywać się to może w dwojaki technicznie sposób, w zależności od tego, czy moment nabycia wierzytelności i moment jego ostatecznego rozliczenia przez faktora są zbieżne, czy rozbieżne w czasie. W przypadku zbieżności terminów mówi się o metodzie dyskontowej, a gdy są one rozbieżne – o metodzie zaliczkowej finansowania.

Istota metody dyskontowej polega na nabyciu przez faktora niewymagalnych jeszcze wierzytelności faktoranta i zapłacie za nie w trybie natychmiastowych pełnej ich kwoty z potrąceniem kosztów finansowania i opłat za świadczone przez siebie usługi.

---

<sup>4</sup> Przykładowo, można wyróżnić: metafaktoring, faktoring powierniczy, faktoring zmodyfikowany, faktoring agencyjny, faktoring zamówieniowy, faktoring restrukturyzacyjny, mikrofaktoring czy wspomniany wyżej honorarium faktoring.

<sup>5</sup> Przykładowo, w statystykach krajowych obrotów faktoringowych członków FCI wyróżnia się cztery rodzaje faktoringu: dyskonto faktur, faktoring bez regresu, faktoring z regresem oraz inkaso wierzytelności. Dwa pierwsze bezspornie, a może nawet z – lekkim wahaniem – trzy pierwsze rodzaje faktoringu mogą być zaliczone do faktoringu z funkcją finansowania. Stanowiło to w 2010 r. 96,9%, w 2011 r. – 97,1%, w 2012 r. – 97,2%, w 2013 r. – 97,0%, w 2014 r. – 96,2 %, w 2015 r. – 94,8% i w 2016 r. – 95,7% łącznych krajowych obrotów faktoringowych członków FCI. Pobrano z <https://fci.nl/en/.about-factoring/statistics>.

W przypadku zastosowania metody zaliczkowej faktor nabywa niewymagalne jeszcze wierzytelności faktoranta i przekazuje mu zaliczkę wynoszącą z reguły 70–90% kwoty przyjętych należności. Warunkiem dokonania płatności jest właściwe udokumentowanie przez faktoranta powstania wierzytelności pozbawionych wad prawnych i bezspornych.

Pozostała kwota, stanowiąca od 10 do 30% wartości należności, zostaje przeniesiona na rachunek zablokowany faktoranta, do momentu wpływu pełnej kwoty należności od dłużnika lub do wyznaczonego terminu płatności.

Niezależnie od zastosowanej metody finansowania, faktorant otrzymuje znaczące środki pieniężne pozwalające na refinansowanie kredytu kupieckiego udzielonego nabywcy dłużnikowi wskutek odroczenia terminu zapłaty za sprzedane mu towary i usługi. Warto jeszcze dodać, że niektórzy faktorzy mogą finansować swoich klientów faktorantów w inny jeszcze sposób, przyznając im kredyty obrotowe i inwestycyjne<sup>6</sup>.

Korzystanie z finansowania zapewnianego przez faktora wpływa na poprawę płynności finansowej faktoranta, albowiem niewymagalne jeszcze należności w stosunku do dłużników są szybko „zamieniane” na środki zasilające rachunek bieżący faktoranta. W rezultacie fundusze te mogą być wykorzystane do terminowego (a nawet przedterminowego) uregulowania zobowiązań płatniczych faktoranta wobec jego dostawców (wierzycieli), stając się źródłem dodatkowych zysków z tytułu skonta czy rabatów.

Wykorzystanie przez faktoranta zaliczek otrzymanych od faktora wpływa nie tylko na poprawę płynności finansowej, ale powoduje również korzystną zmianę struktury bilansu faktoranta, jeżeli środki z zaliczki przeznaczone zostaną na spłatę jego krótkoterminowych zobowiązań. Może to mieć istotne znaczenie w przypadku ubiegania się faktoranta o przyznanie mu kredytu bankowego. Nadto warto zwrócić uwagę na jeszcze jedną kwestię związaną z „uproszczeniem” bilansu faktoranta. Zbycie bowiem przez niego faktorowi należności w stosunku do dłużników, czyli w ujęciu bilansowym odpowiedniej pozycji aktywów, nie tworzy nowej pozycji w pasywach.

Istotną zaletą faktoringu jest też większa skuteczność faktora w inkasowaniu należności od dłużników. Skrócenie okresu inkasa prowadzi bowiem do zwiększenia szybkości obrotu kapitału faktoranta i w konsekwencji osiągania większych zysków bez ponoszenia dodatkowych nakładów inwestycyjnych.

Oprócz licznych zalet faktoring ma też wady. Kluczowym ograniczeniem w zakresie wykorzystywania faktoringu w procesie finansowania przedsiębiorstw jest gotowość faktora do nabywania wierzytelności faktorantów z terminem odroczenia zapłaty nieprzekraczającym zasadniczo 120 dni, a tylko w rzadkich wypadkach dochodzącym do 180 dni. Faktoring jest więc wyłącznie krótkoterminowym źródłem finansowania przedsiębiorstw. Jest w dodatku droższy w porównaniu z kredytami bankowymi o porównywalnym okresie wykorzystania. Faktorant, związany umową faktoringu z faktorem, może też obawiać się znacznego ograniczenia swojej niezależności czy pogorszenia reputacji na rynku. Ciągłe

---

<sup>6</sup> W tej roli mogą wystąpić zwłaszcza banki komercyjne oraz kasy oszczędnościowo-pożyczkowe.

bowiem w świadomości wielu jego uczestników tkwi mocno zakorzenione przekonanie, że faktoring stosują przede wszystkim przedsiębiorstwa znajdujące się w trudnej sytuacji finansowej. Ten stereotyp myślowy odchodzi współcześnie w miarę szybko do przysłowio-  
wego lamusa, o czym świadczą rosnące obroty faktoringowe w świecie i zwiększająca się liczba przedsiębiorstw podejmujących współpracę z faktorami. W zdecydowanej większości są to przedsiębiorstwa małe i średnie.

### 3. Faktoring jako źródło finansowania przedsiębiorstw w Polsce.

Pojawienie się faktoringu w Polsce należy bezpośrednio wiązać z rozpoczęciem na przełomie lat 80. i 90. minionego wieku przebudowy systemu gospodarczego i finansowego w Polsce. Szczególnie banki, porzucając przypisaną im w istocie w systemie gospodarki centralnie kierowanej rolę „urzędów bankowych”, wykazywały się innowacyjnością w zakresie wprowadzania nowych form aktywności, walcząc o klienta i swoją pozycję na rynku. Pionierskie usługi w zakresie faktoringu zaczęły świadczyć, poczynając od 1992 roku, Pierwszy Polsko-Amerykański Bank w Krakowie SA (w 1994 r. zmienił nazwę na Pierwszy Polsko-Amerykański Bank SA), Bank Handlowy w Warszawie SA oraz Bank Przemysłowo-Handlowy SA (Jakowiecki, Żbikowski, 2016, s. 63; Sobol, 2005, s. 142)<sup>7</sup>. Transakcje zawierano jednak sporadycznie, a przedmiotem finansowania były pojedyncze faktury, które banki nabywały i dyskontowały.

Pierwsze wyspecjalizowane przedsiębiorstwo faktoringowe, Handlowy-Heller SA. powstało dopiero w czerwcu 1994 roku, a w kolejnych latach dołączały do niego: Polfactor SA (w 1995 r.), Pekao Faktoring sp. z o.o. (w 1998 r.) i Forin sp. z o.o. (w 1999 r.).

Wobec braku regulacji prawnej faktoringu w Polsce faktoryzy w bieżącej działalności starali się nawiązywać do postanowień konwencji ottawskiej z 1988 roku, mimo że Polska nie była jej stroną, oraz odwołując się do art. 509 §1 Kodeksu cywilnego w sprawie dopuszczalności przelewu wierzytelności.

W początkowym okresie rozwoju faktoringu w Polsce faktoryzy byli w istocie stroną organizującą rynek, przeprowadzając dość szeroko zakrojoną akcję informacyjną dotyczącą faktoringu, w celu zachęcenia potencjalnych klientów (faktorantów) do nawiązania współpracy oraz rozwiania psychologicznych obaw dotyczących samej istoty faktoringu.

Działania te nabrały większego rozmachu po utworzeniu w 2001 roku Konferencji Instytucji Faktoringowych, funkcjonującej w ramach Polskiego Związku Prywatnych Pracodawców Banków i Instytucji Finansowych Lewiatan, której celem była m.in. promocja faktoringu oraz koordynacja działań edukacyjnych. W 2006 roku doszło do usamodzielnienia organizacji zrzeszającej faktorów, po przekształceniu Konferencji w Polski Związek

---

<sup>7</sup> Natomiast I. Sobol zauważa, że faktoring pojawił się na polskim rynku w latach 1993–1994, oferowany przez Bank Inicjatyw Społeczno-Ekonomicznych SA, Bank Gospodarki Krajowej (błędna nazwa, przypuszczalnie autorce chodzi o Bank Gospodarstwa Krajowego), Bank Śląski SA, Bank Zachodni SA i BIG SA.

Faktorów (PZF) przy zachowaniu jednak niezmienności podstawowych zadań nałożonych na nowy związek. Mimo upływu wielu już lat trudno oprzeć się wrażeniu, że ciągle to właśnie środowisko faktorów ma największy wpływ na rozwój rynku faktoringu w Polsce. A rynek ten urósł rzeczywiście niesamowicie, o czym przekonują statystyki obrotów faktoringowych. Wartość wierzycelności wykupionych przez faktorów w 1995 roku wyniosła jedynie 70 mln zł, natomiast w 2016 roku było to już przeszło 192,7 mld zł, a w minionym roku mogło to być nawet – według ostrożnego szacunku – w granicach 225 mld zł (Sieradzka, 2012, s. 496; GUS 2017). Roczne wartości obrotu, przybliżone bądź przekraczające 100 mld zł, są już notowane od 2010 roku. W tabeli 1 zawarto dane o wartości obrotów faktoringowych i ich strukturze w okresie 2010–2017, przy czym dane ogłoszone za 2017 rok dotyczą tylko faktorów zrzeszonych w Polskim Związku Faktorów (PZF).

**Tabela 1**

Wartość wierzycelności wykupionych przez faktorów w poszczególnych latach okresu 2010–2017 (mld zł)

Wyszczególnienie	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ogółem	93,2	94,9	115,0	132,4	153,0	165,3	192,7	225,0*
w tym PZF	55,9	67,1	83,6	97,5	114,4	134,3	158,2	185,0
Faktoring krajowy	81,4	78,6	96,6	112,0	132,8	145,3	168,7	.
w tym:								
– z regresem	50,4	38,0	48,7	51,5	52,2	59,2	65,7	.
– bez regresu	30,7	40,0	45,0	54,5	71,6	79,0	89,3	.
Faktoring zagraniczny	11,8	16,2	18,4	20,5	20,3	19,9	24,0	.

\* Oszacowanie własne.

Źródło: GUS (2006–2016). Działalność faktoringowa...

Dane zawarte w tabeli 1 wskazują na dynamiczny wzrost obrotów faktoringowych w Polsce w badanym okresie, między 2010 a 2016 rokiem, a szacunki dotyczące obrotów w 2017 roku są jeszcze bardziej optymistyczne. Spojrzenie na domicyl dewizowy dłużników faktoringowych pozwala stwierdzić, że dominował w obrotach faktoring krajowy z udziałem znacząco przekraczającym 80%. Na faktoring zagraniczny przypadło w poszczególnych latach badanego okresu od 12 do 17% łącznych obrotów faktoringowych w Polsce. Podstawową formą faktoringu zagranicznego był faktoring eksportowy. W faktoringu krajowym zasadniczo dopiero od 2013 roku zaczął dominować faktoring bez regresu. Wcześniej chętniej sięgano po faktoring z regresem<sup>8</sup>. Raczej marginalne znaczenie miał natomiast faktoring mieszany.

Dane GUS nie zawierają informacji pozwalających jednoznacznie ustalić, jaka była wartość faktoringu z funkcją finansowania. Jednak analiza ofert faktorów działających

<sup>8</sup> GUS publikuje raporty o działalności faktoringowej przedsiębiorstw finansowych od 2006 r. W pierwszych raportach (z lat 2006 i 2007) uderza zdecydowane preferowanie przez faktorantów faktoringu z regresem.

w Polsce prowadzi do wniosku, że najchętniej chcą oni współpracować z przedsiębiorstwami małymi i średnimi, a to z kolei uprawdopodobnia hipotezę, że przedsiębiorcy ci, mając utrudniony dostęp do tradycyjnych źródeł finansowania, śmieiej sięgają po faktoring. Wydaje się więc, że faktoring z funkcją finansowania stanowi bardzo znaczną pozycję obrotów faktoringowych w Polsce.

Do oceny faktoringu w poszczególnych krajach używane są nie tylko miary absolutne, jak np. wartość rocznych obrotów faktoringowych, ale również miary względne, wskazujące pośrednio na poziom wykorzystania faktoringu przez przedsiębiorstwa. Taką miarą jest zwłaszcza wskaźnik udziału obrotów faktoringowych w produkcji krajowym brutto, nazywany u nas wskaźnikiem nasycenia, co nie odpowiada angielskiemu oryginałowi GDP Penetration Ratio.

W tabeli 2 zamieszczono wskaźniki nasycenia dla Polski i tytułem porównania dla kilku krajów Unii Europejskiej w okresie 2012–2016, a dla Polski 2010–2017.

**Tabela 2**

Wskaźniki nasycenia w Polsce i wybranych krajach UE w okresie 2010–2017 (%)

Wyszczególnienie	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Polska	6,44	6,05	7,06	7,99	8,90	9,19	10,37	11,56*
Portugalia	.	.	14,24	13,94	12,27	12,53	13,25	.
Włochy	.	.	11,92	11,82	11,32	11,42	12,48	.
Hiszpania	.	.	12,11	11,80	10,67	10,46	11,73	.
Niemcy	.	.	6,11	6,48	6,54	6,78	6,90	.
Republika Czeska	.	.	3,50	3,67	3,82	3,09	2,80	.

\* Oszacowanie własne.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: GUS (2017), tab. 1, s. 2; GUS (raporty za lata 2011–2016), Działalność faktoringowa...; <https://enf.en.com/total-factoring.html>, <http://faktoring.pl/faktoring-na-swiecie>.

Z danych zamieszczonych w tabeli 2 wynika, że wskaźnik nasycenia w Polsce stale rośnie, z wyjątkiem 2011 roku, a przypuszczalnie w 2017 roku osiągnął poziom przybliżony do liderów rankingu. Świadczy to o rosnącym stopniu wykorzystania faktoringu przez przedsiębiorstwa w Polsce w okresie 2010–2017. Niemniej nie można nawet poziomu wskaźnika osiągniętego w 2017 roku uznać za zadowalający.

W analizowanym okresie warto odnotować stale rosnącą liczbę przedsiębiorstw korzystających z faktoringu. W tabeli 3 zamieszczono właściwe dane, wraz ze wskazaniem, jaka liczba faktorantów zdecydowała się skorzystać z danego rodzaju faktoringu. Z danych wynika, że w badanym okresie blisko 3-krotnie zwiększyła się liczba przedsiębiorstw korzystających z faktoringu. Szczególną popularnością cieszył się faktoring krajowy, wybierany przez ponad 90% tzw. populacji faktorantów (z wyjątkiem 2013 r.) stosujących faktoring. Zdecydowana większość przedsiębiorstw z tej grupy decydowała się na faktoring z regresem. Dopiero w 2015 i 2016 roku odsetek przedsiębiorstw stosujących faktoring krajowy

z regresem zmniejszył się, ale i tak przekraczał 50%. Faktoring zagraniczny wykorzystywało zasadniczo mniej niż 10% (z wyjątkiem 2013 r.) grupy faktorantów.

**Tabela 3**

Liczba faktorantów korzystających w ciągu roku z faktoringu w okresie 2010–2017

Wyszczególnienie	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ogółem	5 471	6 667	7 550	8 605	10 242	12 336	14 806	.
w tym PZF	3 210	4 106	4 705	5 438	6 314	7 046	7 853	~9 000
Faktoring krajowy	5 002	6 033	6 815	7 698	9 300	11 383	13 762	.
w tym:								
– z regresem	3 655	4 393	5 020	5 939	6 638	7 487	7 125	.
– bez regresu	1 306	1 561	1 625	1 528	2 181	2 284	2 639	.
Faktoring zagraniczny	469	634	735	907	942	953	1 044	.

Źródło: jak pod tab. 1.

Zmienne w latach badanego okresu, od 33 do 48% liczby faktorantów realizowało obroty roczne z faktorem nieprzekraczające 1 mln zł. Podwyższenie limitu rocznych obrotów z faktorem do maksymalnie 5 mln zł powoduje, że liczby te rosną do odpowiednio 60 i 68%.

W ten sposób, niejako pośrednio, potwierdza się więc przekonanie, że faktoring służy przede wszystkim finansowaniu małych i średnich przedsiębiorstw. Potencjał rozwoju faktoringu w Polsce jest jednak znacząco większy, jeśli spojrzeć na liczbę aktywnych przedsiębiorstw prowadzących działalność gospodarczą. W tabeli 4 zamieszczono dane o przedsiębiorstwach mikro, małych, średnich i dużych działających w Polsce w poszczególnych latach okresu 2010–2016.

**Tabela 4**

Liczba aktywnych przedsiębiorstw prowadzących działalność gospodarczą w Polsce w latach 2010–2016

Wyszczególnienie	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ogółem	1 726 663	1 784 603	1 794 943	1 771 460	1 842 589	1 914 141	2 013 364
Mikro	1 655 064	1 710 598	1 719 187	1 693 785	1 764 597	1 838 365	1 937 250
Małe	52 591	54 999	57 071	59 128	59 166	56 713	57 198
Średnie	15 841	15 817	15 484	15 329	15 470	15 631	15 351
Duże	3 167	3 189	3 201	3 218	3 356	3 432	3 565

Źródło: GUS (raporty za lata 2010–2016). Działalność przedsiębiorstw...

Analiza danych zawartych w tabeli 4 prowadzi do oczywistego wniosku, że dodatkowym impulsem rozwoju faktoringu w Polsce może stać się przyciągnięcie na ten rynek mikroprzedsiębiorców, zatrudniających mniej niż 10 osób. Ta chyba już 2-milionowa grupa przedsiębiorstw boryka się w większości z kłopotami finansowymi i ma utrudniony dostęp

do kredytów bankowych. Faktoring może być więc dla nich atrakcyjnym źródłem finansowania.

Zaczęli to wreszcie dostrzegać faktorzy działający na rynku polskim, kierując do grupy mikroprzedsiębiorstw ofertę tzw. mikrofaktoringu<sup>9</sup>.

Przy tej okazji warto stwierdzić, że faktorzy spełniają należycie funkcję organizatorów rynku, a sieć pośrednictwa transakcyjnego jest dobrze rozwinięta. Według GUS w 2016 roku działalność faktoringową prowadziły 54 podmioty, w tej liczbie 41 przedsiębiorstw niebankowych oraz 13 banków komercyjnych. Ponadto faktoringiem trudniła się jeszcze pewna liczba przedsiębiorstw niesklasyfikowanych w statystykach GUS ze względu na zatrudnianie mniejszej liczby pracowników niż 10 osób. Podmiotów tych mogło być przynajmniej kilkadziesiąt.

## Uwagi końcowe

Faktoring jako nowe źródło finansowania przedsiębiorstw dostępny jest na polskim rynku od mniej więcej dwudziestu kilku lat. Jednak dopiero w ostatnim okresie wartość corocznych obrotów faktoringowych osiągnęła rozmiary znacząco przekraczające 100 mld zł. Również liczba przedsiębiorstw współpracujących z faktorami. W większości są to przedsiębiorstwa małe i średnie, choć zauważalne staje się zainteresowanie faktoringiem ze strony mikroprzedsiębiorców. Większość transakcji faktoringowych dotyczy wierzytelności w stosunku do krajowych dłużników.

## Literatura

- GUS (2006–2016). Działalność faktoringowa przedsiębiorstw finansowych (raporty za lata: 2006, 2007, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016). Pobrano z: <https://stat.gov.pl>.
- GUS (2010–2016). Działalność przedsiębiorstw niefinansowych (raporty za lata 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016). Pobrano z: <https://stat.gov.pl>.
- GUS (2017). Skorygowany szacunek produktu krajowego brutto za 2016 r. GUS: Warszawa, 23.10.2017 r. Pobrano z: <https://stat.gov.pl>.
- <https://enf.en.com/total-factoring.html>.
- <https://fci.nl/en/about-factoring/statistics>.
- Jakowiecki, M., Żbikowski, A. (2016). Z historii Polskiego Związku Faktorów. *Faktoring. Almanach Polskiego Związku Faktorów*, 5.
- Kreczmańska-Gigoł, K., Pajewska-Kwaśny, R. (2010). *Faktoring. Przewodnik dla przedsiębiorcy*. Warszawa: Raffiessen Bank Polska SA.
- Polski Związek Faktorów. Pobrano z: <http://faktoring.pl>.
- Sieradzka, K. (2012). Faktoring jako finansowy instrument współczesnego przedsiębiorstwa. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 5.
- Sobol, I. (2005). *Faktoring międzynarodowy. Sposób na finansowanie eksportu*. Kraków: Oficyna wydawnicza.

---

<sup>9</sup> Szczególnie aktywne w oferowaniu mikrofaktoringu są: Alior Bank SA, ING Bank Śląski SA, a ostatnio Bank Pocztowy SA.

UNIDROIT (1988). Convention on International Factoring (Ottawa, 28 May 1988). Pobrano z: [www.unidroit.org/instruments/factoring](http://www.unidroit.org/instruments/factoring).  
[www.unidroit.org/status-1988-factoring](http://www.unidroit.org/status-1988-factoring).  
[www.yapikredifaktoring.com.tr/\\_pdf/grif-text.pdf](http://www.yapikredifaktoring.com.tr/_pdf/grif-text.pdf).

#### **USING FACTORING AS A FINANCING SOURCE FOR ENTERPRISES IN POLAND**

**Abstract:** *Purpose* – To present the idea of factoring and the scope of its use as a financing source for enterprises in Poland.

*Design/methodology/approach* – The article contains the analysis, both descriptive and statistical, of the factoring market in Poland, with a special focus on the period between 2010 and 2016/2017.

*Findings* – As a result of the analysis, the hypothesis that in the considered period the factoring market in Poland saw a fast growth has been confirmed. Not only did the factoring turnover grow, but also the number of enterprises using the services of factors was on the rise.

*Originality/value* – The examination of the extent to which factoring has been used by enterprises in Poland, with a special focus on the structure of suppliers and the types of factoring they use.

**Keywords:** factor, supplier, factoring contract, assignment of receivables, small and medium-size enterprises

#### **Cytowanie**

Puławski, (2018). Wykorzystanie faktoringu jako źródła finansowania przedsiębiorstw w Polsce. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 149–160. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-13.



## Możliwości zastosowania złożonych struktur prognozujących w systemach eksperckich wczesnego ostrzegania o sytuacjach kryzysowych w przedsiębiorstwach

Leonard Rozenberg\*

**Streszczenie:** *Cel* – Celem badań prezentowanych w artykule jest zaprezentowanie nowej metody prognozowania (określenia) sytuacji kryzysowych w przedsiębiorstwie.

*Metodologia badania* – Wykorzystanie struktur dynamicznych, stosowanych dotychczas w sterowaniu oraz w zadaniach optymalizacji. Badania przeprowadzono na dużej bazie danych wskaźników finansowych przedsiębiorstw metodą symulacji komputerowej poprzez porównanie wyników uzyskanych proponowaną metodą z wynikami osiąganymi przez stosowane powszechnie metody i podejścia.

*Wynik* – Wyniki badań wskazują na możliwość zrealizowania dyskretnej struktury prognozującej stan i sytuację finansową w przedsiębiorstwie, której skuteczność będzie porównywalna lub lepsza w stosunku do istniejących i stosowanych obecnie rozwiązań w tej dziedzinie.

*Oryginalność/wartość* – Zaproponowano nową metodę prognozowania sytuacji kryzysowej, zaś wyniki badań są z całą pewnością oryginalne nie tylko w skali kraju, ale także w skali światowej. Wartość poznawcza samej metody, jak i uzyskanych wyników wydaje się być wysoka.

**Słowa kluczowe:** prognozowanie, bankructwo, struktury dynamiczne, analiza wskaźnikowa, system wspomagania decyzji

### Wprowadzenie

Działalność gospodarcza niesie sporo niebezpieczeństw, które znane są pod pojęciem ryzyk. Istnieje wiele czynników mających negatywny wpływ na przedsiębiorstwo. Jeśli opiszemy przedsiębiorstwo jako system dynamiczny (zmienny w czasie i w przestrzeni stanów), który opisany będzie równaniami stanu, to możliwa staje się identyfikacja takiego. Bieżąca identyfikacja wybranych zmiennych procesowych służyć może do budowy sprawnych procedur i systemów wczesnego ostrzegania przez ryzykiem, które mogą w negatywnej sytuacji doprowadzić strukturę gospodarczą do stanu bezpośredniego zagrożenia jej istnienia. Bazując na takim podejściu, możliwe jest zastosowanie metod pozwalających na szacowanie bieżącej i przyszłej kondycji przedsiębiorstwa, a przez to pośrednio jego zdolności do przetrwania na rynku w krótkim i średnim horyzoncie czasowym.

---

\* dr hab. inż. Leonard Rozenberg prof. ZUT, Zachodniopomorski Uniwersytet Technologiczny, Wydział Informatyki, ul. Żołnierska 49; 71-210 Szczecin, e-mail: lrozenberg@wi.zut.edu.pl.

Przyjmijmy, że dla podmiotów funkcjonujących w gospodarce rynkowej istotne staje się przewidywanie ich przyszłego stanu. Jednym z najczęściej wykorzystywanych obszarów prognoz jest predykcja zagrożenia bankructwem. Głównymi zainteresowanymi są tu instytucje finansowe (banki, towarzystwa ubezpieczeniowe itp.), ale często także menedżerowie.

Sformalizowane, wykorzystujące najczęściej skomplikowane algorytmy metody prognozowania stanów przedsiębiorstw, stanowią dzisiaj popularne narzędzie wspomagające zarządzanie przedsiębiorstwem. Można więc stwierdzić, że metodami oceny przyszłego stanu przedsiębiorstwa zainteresowanych jest wielu uczestników życia gospodarczego.

W niniejszym artykule pokazano metodę pozwalającą na ocenę stanu finansowego przedsiębiorstwa oraz umożliwiającą stworzenie względnie obiektywnego systemu wczesnego ostrzegania dla potrzeb zarządzania firmą. Poprzez odpowiednio ukierunkowane analizy i badania symulacyjne można udoskonalić zarządzanie strategiczne przedsiębiorstwem.

Do badań eksperymentalnych użyto bazy danych finansowych przedsiębiorstw, utworzonej na podstawie informacji zamieszczonych w sprawozdaniach finansowych publikowanych przez analizowane firmy w publikacjach sądowych. Ocena odbywa się poprzez analizę wskaźnikową różnych obszarów działania przedsiębiorstwa. Wskaźniki, w zależności od ich charakteru, zostały podzielone na cztery grupy: zadłużenia, sprawności, efektywności oraz płynności (Sierpińska, Jachna, 1999).

Niedogodnością stosowania analizy wskaźnikowej w szacowaniu kondycji przedsiębiorstwa jest występowanie przypadków słabo rozróżnialnych informacji, generowanych przez wskaźniki pochodzące z różnych grup. Praktyka gospodarcza tworzy więc agregaty, które są najczęściej modelami szacującymi jednocześnie na podstawie wielu wskaźników.

Historycznie pierwszym, w pełni opisanym i przebadanym modelem ilościowym, szacującym prawdopodobieństwo upadku przedsiębiorstwa, był model opracowany przez E.I. Altmana (1968) – zwany wskaźnikiem Z lub wskaźnikiem Altmana. Tworzenie modelu prognostycznego w oparciu o dane historyczne firm działających (w momencie badania) i upadłych oraz wykorzystanie przynależności do odpowiedniej z tych grup, jako wyjścia modelu, jest dzisiaj powszechnie stosowane w większości prac badawczych (Gruszczyński, 2002; Shirata, 1998). Większość z nich wykorzystuje zresztą różne warianty analizy zastosowanej przez Altmana.

Drugą grupą metod stosowanych do prognozowania zagrożenia upadłością stanowią sieci neuronowe, a należy wymienić tu choćby Wilsona i Sharda (1994).

Analiza dotychczas prowadzonych badań wskazuje na to, że wyraźnie dominuje statyczne podejście do oceny kondycji przedsiębiorstwa. Ocena statyczna dokonywana jest na podstawie wartości wskaźników w określonym momencie. Na obecną i przyszłą kondycję przedsiębiorstwa mają także wpływ stany osiągnięte przez nie w przeszłości (swego rodzaju pamięć obiektu dynamicznego, jakim jest przedsiębiorstwo). Jeśli więc pominiemy ten aspekt, to uznamy, że natura problemu nie jest dynamiczna, co jest oczywiście błędnym

założeniem, a budowa modelu systemu dynamicznego do prognozowania i oceny wydaje się być jak najbardziej wskazana.

Podejście statyczne prowadzi do istotnych błędów w ocenie kondycji przedsiębiorstwa, zwłaszcza gdy wybór momentu oceny nie odzwierciedla sytuacji z pewnego okresu mającego istotny wpływ na przedsiębiorstwo. Takiej wady pozbawione jest podejście dynamiczne, uwzględniające zależność wyjścia obiektu, jakim jest stan (obecny i/lub przyszły) przedsiębiorstwa, od szeregu czasowych wartości wejściowych systemu (dla przykładu: struktura kosztów, majątku, rentowności itp.). Podejście dynamiczne nie było do tej pory szeroko stosowane. Można więc ostrożnie założyć, że prezentowany artykuł pokazuje pierwszą (lub jedną z pierwszych) próbę stworzenia metody dynamicznej prognozy stanu przedsiębiorstwa pod kątem prognozowania jego kryzysu. Trzeba też podkreślić, że w badaniach prowadzonych i publikowanych dotychczas nie były stosowane metody adaptacyjne ani też modele systemów dynamicznych.

## 1. Estymacja i predykcja zmiennych stanu oraz parametrów

Jako forma przedstawienia kondycji przedsiębiorstwa użyty został model systemu dynamicznego, który ogólnie w przestrzeni zmiennych stanu można przedstawić tak, jak to czynią Wan i van der Merwe (2001), czyli:

$$x_{k+1} = F(x_k, u_k, v_k) \quad (1)$$

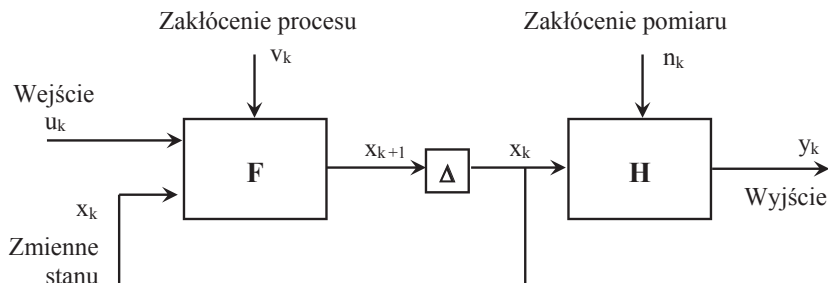
$$y_k = H(x_k, n_k) \quad (2)$$

Wyróżnić w nim można:

- $x_k$  – wektor zmiennych stanu,
- $u_k$  – wektor zmiennych wejściowych (zmiennie sterujące),
- $y_k$  – wektor zmiennych wyjściowych (zmiennie obserwowane).
- $v_k$  – wektor zakłócenia procesu,
- $n_k$  – wektor zakłócenia pomiaru.

Równanie (1) nazywane jest często równaniem procesu, natomiast równanie (2) określane jest mianem równania obserwacji. Na rysunku 1 przedstawiono schemat blokowy systemu dynamicznego opisanego za pomocą równań (1 i 2).

Praktyczne wykorzystanie modeli systemów dynamicznych napotyka na problemy z dokładnością danych. Zastosowanie modeli wymaga wysokiej dokładności pomiarów, mimo istniejącej zazwyczaj ich niepewności. Wymóg ten oznacza konieczność prowadzenia filtracji danych, która ma za zadanie „oczyszczenie” z zakłóceń dyskretnego szeregu czasowego, przez co możliwa staje się rekonstrukcja sygnału zmierzzonego w obecności szumu.



**Rysunek 1.** Ogólna postać dyskretnego systemu dynamicznego

Źródło: Wan, van der Merwe (2001).

Najczęściej stosowanym w rekurencyjnym odtwarzaniu stanu algorytmem filtracji jest filtr Kalmana, który zapewnia optymalne rozwiązanie w zakresie estymacji opartej o minimalizację błędu średniokwadratowego, zaprezentowaną choćby przez Haykina (1996). Istotę działania filtru Kalmana można opisać jako: „adaptacyjny algorytm nastawiania wzmocnienia, przy czym predykcja stanu w każdej chwili jest średnią ważoną między wartością ekstrapolowaną z przeszłej chwili a wartością obserwowaną”.

Jako narzędzie estymacji parametrów wybrany został nieliniowy wariant filtru Kalmana – filtr UKF (*Unscented Kalman Filter*), który opisano choćby w pracy Juliera i Uhlmanna (1996). Jego istotą jest zastosowanie zbioru odpowiednio dobranych punktów, które odzwierciedlają rzeczywistą średnią oraz kowariancję zmiennych stanu. Następnie – po ich transformacji przez rzeczywisty system nieliniowy – można uzyskać średnie i kowariancję *posteriori* z dokładnością do 2. rzędu (opisują to Wan i van der Werde – 2001). Podejście to nosi nazwę *Unscented Transformation* (dalej: UT) i jest szeroko analizowane, np. przez Wana i van der Werde (2003) czy Juliera z Uhlmannem (1996).

W badaniach przeprowadzonych przez różnych autorów, filtr UKF wykazuje większą dokładność oraz szybszą zbieżność niż stosowany obecnie filtr EKF (Julier, Uhlmann 1996; Wan, van der Werde, 2001) czy przez Sitza, Schwarza, Kurthsa i Vossa (2002). Z tego powodu został on wybrany jako narzędzie estymacji parametrów dyskretnego systemu dynamicznego prognozującego sytuację kryzysową w przedsiębiorstwie.

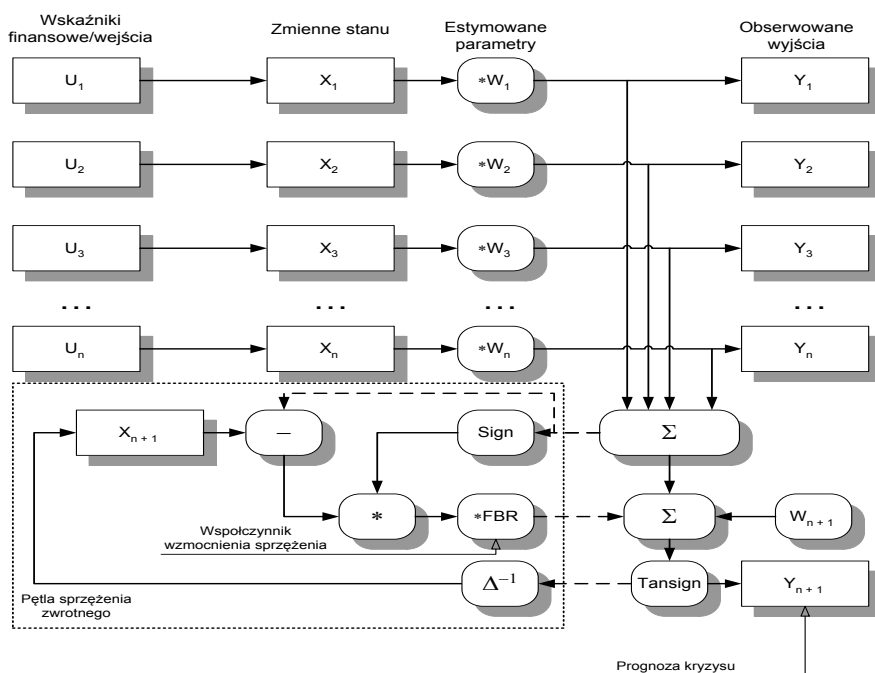
## 2. Koncepcja systemu wczesnego ostrzegania (SWO)

Analiza metod stosowanych dotychczas w problemie oceny kondycji przedsiębiorstwa wskazuje na trzy najczęściej stosowane podejścia: analiza dyskryminacyjna, sieci neuronowe oraz metody opierające się na przykładach (zwane także metodami opartymi na pamięci czy doświadczeniu). Dokładniejsze informacje dotyczące tych metod można znaleźć w książce Michiego, Spiegelhaltera i Taylora (1994), która dotyczy analizy dyskryminacyjnej oraz

metody NN i NM, zaś w pracy Hertza, Krogha i Palmera (1995) znaleźć można wiele informacji o wykorzystaniu sieci neuronowych.

Wszystkie analizowane metody, bazując na tych samych wartościach wejściowych, dokonywały klasyfikacji przedsiębiorstwa do jednej z dwóch grup: przedsiębiorstw zagrożonych upadłością oraz niezagrażonych. Do utworzenia zbioru 30 potencjalnych zmiennych (wejść modeli) wykorzystano klasyczną analizę finansową. Wśród wielu istniejących wskaźników wybrano wskaźniki najczęściej wymieniane w literaturze. Do określenia podzbioru zmiennych, charakteryzującego się największymi wartościami współczynnika istotności statystycznej, wykorzystano analizę wariancji ANOVA (*Analysis of Variance*), opierającą się na teście F (zwanym też testem Fishera czy Fishera-Snedecokora).

Przeprowadzone badania wykazały różną istotność wskaźników finansowych jako potencjalnych zmiennych różnicujących. Konstrukcja wielu wskaźników zbliżona jest do siebie, więc wykazują one silne wzajemne powiązania korelacyjne. Rozwiązaniem problemu redukcji współczynników, prowadzącym do minimalizacji współzależności, wydaje się być algorytm polegający na ważeniu istotności podzbioru wskaźników współczynnikiem korelacji między zmiennymi a zmienną z poprzedniego kroku do wybranego podzbioru. Wchodzi tu w grę korelacja Pearsona. Można rozważyć też wykorzystanie korelacji Spearmana,



**Rysunek 2.** Schemat struktury obiektu dynamicznego prognozującego zagrożenie kryzysem

Źródło: opracowanie własne.

która w ujęciu klasycznym jest korelacją rang według korelacji Pearsona, tyle tylko, że liczoną dla rang zmiennych zamiast ich surowych wartości. Z zastosowania podejścia Spearmana zrezygnowano z tego powodu, że jest to istotne w przypadku, gdy poszczególne współczynniki różnią się znacznie co do zakresu i znaczenia. W naszym przypadku tak nie jest, więc naturalnym wyborem jest podejście Pearsona.

W wyniku przeprowadzonych analiz różnych klas modeli wybrana została struktura dynamiczna, której schemat przedstawiono na rysunku 2.

Równanie procesu obiektu dynamicznego przedstawionego graficznie na rysunku 2 można zapisać w następującej postaci<sup>1</sup>:

$$\begin{aligned}
 \begin{bmatrix} X_{k+1}^1 \\ X_{k+1}^2 \\ \dots \\ X_{k+1}^n \\ X_{k+1}^{kon} \end{bmatrix} &= \begin{bmatrix} 0 & 0 & \dots & 0 & 0 \\ 0 & 0 & \dots & 0 & 0 \\ \dots & \dots & \dots & \dots & \dots \\ 0 & 0 & \dots & 0 & 0 \\ \underbrace{\text{tansign}(X^{kon} + \text{FBR} * X^{kon-dyn} + W_{n+1})}_{I} \end{bmatrix} * \begin{bmatrix} X_k^1 \\ X_k^2 \\ \dots \\ X_k^n \\ X_k^1 \end{bmatrix} \\
 + \underbrace{\begin{bmatrix} 1 & 0 & \dots & 0 \\ 0 & 1 & \dots & 0 \\ \dots & \dots & \dots & \dots \\ 0 & 0 & \dots & 1 \\ 0 & 0 & \dots & 0 \end{bmatrix}}_I * \begin{bmatrix} U_k^1 \\ U_k^1 \\ \dots \\ U_k^1 \end{bmatrix} &+ \underbrace{\begin{bmatrix} 1 & 0 & \dots & 0 & 0 \\ 0 & 1 & \dots & 0 & 0 \\ \dots & \dots & \dots & \dots & \dots \\ 0 & 0 & \dots & 1 & \dots \\ 0 & 0 & \dots & 0 & 1 \end{bmatrix}}_{III} * \begin{bmatrix} V_k^1 \\ V_k^2 \\ \dots \\ V_k^n \\ V_k^{kon} \end{bmatrix} \tag{3}
 \end{aligned}$$

Wprowadzone symbole oznaczają (4 i 5):

$$X^{kon} = \sum_{i=1}^n W_i * X_i \tag{4}$$

oraz:

$$X^{kon-dyn} = \text{FBR} * (X_k^{kon} - X^{kon}) * \text{sign}(X^{kon}) \tag{5}$$

Realizacja równania procesu składa się z trzech części (oznaczono je numerami I, II i III). Część I opowiada za prognozę zagrożenia kryzysem, która wykonywana jest na podstawie sumy ważonej zmiennych stanu  $X^1 \div X^n$ , będących wskaźnikami analizy finansowej. Wagi użyte w tym procesie są estymowanymi parametrami modelu (parametry identyfikowanego systemu). Do sumy uzyskanej z ważenia dodawany jest następnie czynnik określający dynamikę zmian (równanie 5). Jest on wyrażony różnicą stanów przedsiębiorstwa w bieżącym i poprzednim okresie. Różnica ta stanowi czynnik wyznaczający zmiany

<sup>1</sup> Użyta forma zapisu nie jest całkowicie poprawna matematycznie (dolny wiersz w macierzy procesu), jednak poprawnie odzwierciedla symbolicznie ideę systemu, bez nadmiernego komplikowania jego matematycznego zapisu.

kondycji przedsiębiorstwa w czasie. Jeżeli następuje spadek kondycji firmy, jest to sygnał negatywny, i odwrotnie, wzrost kondycji traktowany jest jako sygnał pozytywny.

Wyjaśnienia wymaga też znaczenie parametru FBR. Jest to współczynnik wzmocnienia sprzężenia zwrotnego znany z podejścia Kalmana (na przykład w: van der Merwe, Wan, 2003). W trakcie estymowania parametrów modelu pętla sprzężenia zwrotnego jest przerywana, co prowadzi do sytuacji, że układ taki można porównać do klasyfikatora działającego w oparciu o minimalny błąd kwadratowy MSE (*Minimum Square Error*). W trakcie symulacji pętla sprzężenia zwrotnego zostaje zamknięta, tzn.  $FBR \neq 0$ , przy czym współczynnik sprzężenia zmieniany jest z krokiem 0,01 w zakresie od 0 do 1, dla sprawdzenia wpływu kondycji firmy w okresie wcześniejszym na jej ocenę w roku bazowym. Część II równania procesu odpowiada za dodawanie wartości wskaźników finansowych, wprowadzanych na wejście obiektu, do odpowiadających im zmiennych stanu. Przy braku sprzężenia zwrotnego dla zmiennych stanu  $X_1$ – $X_n$ , tj. pamięci obiektu dla tych zmiennych, dodawanie posiada charakter przypisania wartości wejść do odpowiednich zmiennych stanu.

Część III opisuje zakłócenie wpływające na wektor zmiennych stanu  $X$ , opisujących przedsiębiorstwo. Jego istnienie wynika z szeregu nieścisłości i błędów formalnych w publikowanych przez firmy sprawozdaniach (co oznacza zaszumienie danych). Równanie obserwacji już znacznie prostsze i nie ma sensu jego pokazywanie. Wynika z niego, że wyjście z obiektu jest bezpośrednią obserwacją wszystkich zmiennych stanu.

### 3. Wyniki eksperymentów

Jako materiał dla przeprowadzenia eksperymentów posłużyła baza składająca się z 240 próbek (po 2 próbki dla każdego przedsiębiorstwa), która składała się ze 112 próbek dla przedsiębiorstw upadłych oraz 128 próbek dla przedsiębiorstw funkcjonujących (w chwili rozpoczęcia badań). Dane pochodziły z okresu wyprzedzającego upadłość od 4 do 2 lat, a takie przesunięcie w czasie spowodowane jest specyfiką publikacji sprawozdań finansowych w *Monitorze Polskim B* oraz faktem długiego czasu trwania procesów upadłościowych, szczególnie w warunkach polskich<sup>2</sup>.

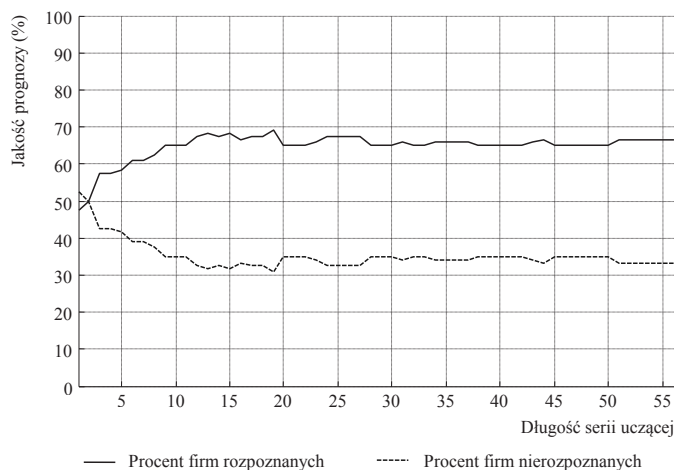
Jednym z podstawowych kryteriów decydujących o jakości danych jest ich spójność, którą należy rozumieć jako niezmiennosc pewnych właściwości i struktury danych bez względu na wybrany ich fragment. Eksperymenty mające potwierdzić spójność bazy danych zostały przeprowadzone w oparciu o najprostszą z metod klasyfikacji, czyli metodę najbliższej średniej, co zostało podyktowane koniecznością zastosowania metody, która zależałaby od jak najmniejszej liczby czynników poza serią uczącą danych. Do utworzenia wzorców średnich posłużyły próbki uczące składające się z wielokrotności losowo wybranych par próbek należących do obydwu grup. Liczba par zmieniała się od 1 do 56. Pozostałe

---

<sup>2</sup> Wyniki prezentowanych obliczeń oparto na metodyce wskazanej w pracy Pietruszkiewicz (2004), wykonanej pod opieką autora.

dane zostały wykorzystane jako dane testowe. Wyniki eksperymentu pokazano na rysunku 3.

Jak z niego wynika, po przekroczeniu pewnego progu długości serii uczącej (ok. 20 par), klasyfikator NM osiąga poziom jakości, na którego dalszy wzrost nie ma już wpływu zwiększanie liczebności danych trenujących (oczywiście przy drobnych oscylacjach). Pozwala to na stwierdzenie, że baza danych jest spójna, a zatem wybór danych do eksperymentów nie powinien mieć znaczącego wpływu na wyniki. Ponadto rozmiar danych jest wystarczający, gdyż przyrost danych w eksperymencie nie prowadzi do zmian skuteczności prognozy.



**Rysunek 3.** Badanie spójności bazy danych w oparciu o metodę Nearest Mean (NM)

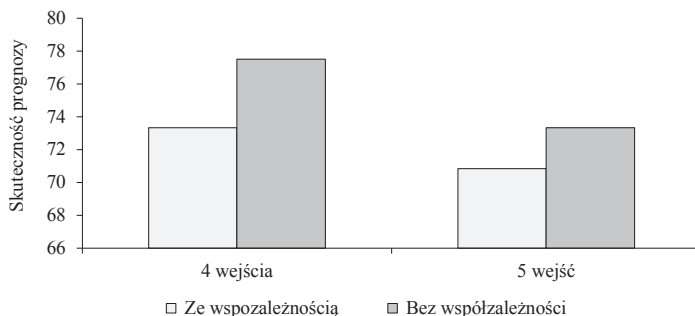
Źródło: opracowanie własne.

Metoda doboru zmiennych bazująca na ograniczaniu ich współzależności wybrana została jako podstawa wyboru zmiennych we wszystkich eksperymentach. Wyniki porównania skuteczności prognozy pokazano na rysunku 4, na którym widoczna jest wyższość modelu o zmiennych pozbawionych korelacji.

Jako metodę podziału danych na dane uczące i dane testowe, wybrano metodę *cross-validation* (Michie, Spiegelhalter, Taylor, 1994) (krosswalidacja, czy inaczej walidacja krzyżowa, przy podziale na trzy podzbiory), która pozwala na efektywne wykorzystanie całego zbioru danych zarówno jako uczącego, jak i testowego, przy czym w kolejnych krokach funkcje podzielonych podzbiorów zmieniają się.

Eksperymenty prowadzone były dla zmiennej liczby wskaźników mogących być indykatorami kryzysu w przedsiębiorstwie. Liczba wejść klasyfikatorów zmieniała się odpowiednio do liczby wskaźników – od 1 do 5 wejść klasyfikatorów. W każdym przypadku przebadane zostały wszystkie metody klasyfikacji.





**Rysunek 4.** Porównanie skuteczności prognozy DDS przy 4 i 5 wejściach dla wskaźników ze współzależnością (bez analizy korelacji) i bez współzależności (proponowana metoda selekcji zmiennych z analizą korelacji)

Źródło: opracowanie własne.

Badania prowadzono w ten sposób, że objęły pięć podstawowych eksperymentów prowadzonych dla różnej liczby wskaźników finansowych (od 1 do 5). Każdy z podstawowych eksperymentów składał się z pięciu oddzielnych eksperymentów elementarnych, dla każdego z klasyfikatorów. W celu usprawnienia prezentacji wyników zastosowano symbole metod klasyfikacji, których znaczenie wyjaśniono w tabeli 1.

**Tabela 1**

Zastosowane symbole metod klasyfikacji

Symbol	Metoda
NN	<i>Nearest Neighbour</i> – metoda najbliższego sąsiada
NM	<i>Nearest Mean</i> – metoda najbliższej średniej
DA	<i>Discriminant Analysis</i> – analiza dyskryminacyjna
DSS	<i>Discrete Static System</i> – Dyskretny System Statyczny
DDS	<i>Discrete Dynamic System</i> – Dyskretny System Dynamiczny

Źródło: opracowanie własne.

Eksperymenty w każdym z wariantów przestrzeni zostały zrealizowane zgodnie z powtarzalnym planem. Z powodu oszczędności miejsca przedstawiono tu jedynie wyniki końcowe zebrane podczas eksperymentów przy wymiarze przestrzeni wynoszącym 3. Zestawienie wyników skuteczności prognozy dla modeli przy wymiarowości przestrzeni zmieniającej się od 1 do 5 znajduje się w tabelach 2 do 6.

**Tabela 2**

Zestawienie wyników prognozy dla klasyfikatorów o 1 wejściu (%)

Metoda	Wyniki prognozy		
	trafna	błędy i typu	błędy ii typu
NN	66,667	19,583	13,750
NM	69,583	16,667	13,750
DA	69,583	12,083	18,333
DSS	69,167	17,083	13,750
DDS	73,333	15,000	11,667

Źródło: opracowanie własne.

**Tabela 3**

Zestawienie wyników prognozy dla klasyfikatorów o 2 wejściach (%)

Metoda	Wyniki prognozy		
	trafna	błędy i typu	błędy ii typu
NN	67,500	15,417	17,083
NM	65,417	3,333	31,250
DA	72,500	5,833	21,667
DSS	76,667	10,417	12,917
DDS	79,833	9,750	10,417

Źródło: opracowanie własne.

**Tabela 4**

Zestawienie wyników prognozy dla klasyfikatorów o 3 wejściach (%)

Metoda	Wyniki prognozy		
	trafna	błędy i typu	błędy ii typu
NN	71,667	11,667	16,667
NM	67,917	3,333	28,750
DA	73,333	6,250	20,417
DSS	75,000	11,667	13,333
DDS	80,833	10,000	9,167

Źródło: opracowanie własne.

**Tabela 5**

Zestawienie wyników prognozy dla klasyfikatorów o 4 wejściach (%)

Metoda	Wyniki prognozy		
	trafna	błędy i typu	błędy ii typu
NN	61,250	20,833	17,917
NM	68,750	6,250	25,000
DA	70,000	9,167	20,833
DSS	72,917	13,333	13,750
DDS	76,667	10,000	13,333

Źródło: opracowanie własne.

**Tabela 6**

Zestawienie wyników prognozy dla klasyfikatorów o 5 wejściach (%)

Metoda	Wyniki prognozy		
	trafna	błędy i typu	błędy ii typu
NN	59,583	21,667	18,750
NM	68,333	6,250	25,417
DA	71,250	7,500	21,250
DSS	71,250	15,000	13,750
DDS	74,167	12,500	13,333

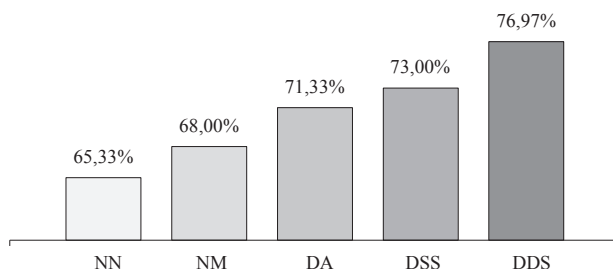
Źródło: opracowanie własne.

Jak wynika z danych w załączonych tabelach, we wszystkich przypadkach najwyższą skutecznością wykazuje opisywana tu metoda DDS. Zwiększanie wymiarowości przestrzeni powyżej 5 zmiennych nie było prowadzone, gdyż prowadziło to jedynie do dalszych spadków jakości prognozy dla wszystkich metod. Najwyższą skutecznością prognozy ze wszystkich metod wykazała metoda DDS w wariantcie 3-wejściowym, bowiem wyniosła ona aż 80,833%.

## Uwagi końcowe

Ekspertyzmy przeprowadzone i krótko zaprezentowane w niniejszym materiale wskazują, że możliwe jest zbudowanie dyskretnej struktury prognozującej sytuację finansową w przedsiębiorstwie, której skuteczność będzie porównywalna lub lepsza w stosunku do istniejących i stosowanych obecnie rozwiązań w tej dziedzinie. Wyniki uzyskane przy użyciu znanych metod klasyfikacji przeciwstawione zostały wynikom dwóch rozważanych

metod, czyli Dyskretnemu Systemowi Statycznemu oraz Dyskretnemu Systemowi Dynamicznemu<sup>3</sup> (rys. 5). Rezultaty eksperymentów stanowią dowód na wyższą skuteczność metody dynamicznej w stosunku do metod stosowanych powszechnie. Można stwierdzić, że uwzględnienie przy ocenie kondycji firmy jej stanu z przeszłości (włącznie z historyczną zmiennością tego stanu) pozwala na dokładniejszą prognozę upadłości. Świadczy to z pewnością o dynamicznym charakterze procesu, jakim jest zmienność kondycji przedsiębiorstwa.



**Rysunek 5.** Średnia skuteczność dla wszystkich metod klasyfikacji

Źródło: opracowanie własne.

Wybór systemu dynamicznego jako narzędzia prognozującego wymaga jego integracji z innymi składnikami w ramach np. hybrydowego systemu ekspertowego. Praktyka wskazuje na znaczne różnice między zasadami oceny kondycji przedsiębiorstw z różnych branż (usługowych, produkcyjnych czy handlowych).

Połączenie kilku modeli DDS w ramach jednego modułu prognozującego bankructwo dla firm z różnych branż stanowiłoby kompromis między dwoma wzajemnie wykluczającymi się żądaniami: konieczną uniwersalnością modelu, a jego dokładnością.

Aby zapewnić systemowi odpowiednie możliwości adaptacyjne, w jego strukturze przewidziano estymator (filtr UKF), którego zadaniem jest ciągle „douczenie” modeli na podstawie nowo uzyskiwanych danych. Wynikiem działania filtru jest zbiór nowych parametrów modelu, dopasowanych do danych nowo pozyskanych danych.

Poza badaniami dotyczącymi DDS jako metody prognozowania upadłości, mającej zastosowanie w systemie ekspertowym, w opracowaniu zaproponowano metodę selekcji zmiennych, oparta na istotności statystycznej zmiennych z uwzględnieniem ich współzależności.

<sup>3</sup> Dyskretny System Statyczny nie stanowi metody samej w sobie. O wyróżnieniu DSS, jako osobnego przedmiotu badań, zdecydowała chęć pokazania wpływu zastosowania pętli sprzężenia zwrotnego, a to możliwe jest do zaobserwowania jedynie poprzez porównanie wyników DSS z DDS.

Z punktu widzenia zarządzania przedsiębiorstwem interesujące wydają się być także wnioski płynące z analizy rankingu zmiennych. Najistotniejszą statystycznie zmienną okazała się być rentowność aktywów ogółem. Na drugim miejscu znalazł się wskaźnik płynności gotówkowej, wyprzedzając efektywność sprzedaży. Należy zatem uznać, że z punktu widzenia oceny kondycji przedsiębiorstwa najistotniejszymi pytaniami, na jakie należy odpowiedzieć, są:

1. Jakie zyski generuje zainwestowany kapitał?
2. Czy przedsiębiorstwo jest w stanie regulować swoje zobowiązania bez konieczności upłynniania części aktywów obrotowych?
3. Jak wiele zysku przynoszą sprzedane produkty?

Stosunkowo niska skuteczność prognozy opartej na metodach „klasycznych” w porównaniu do wyników badań prowadzonych choćby w Stanach Zjednoczonych czy Europie Zachodniej jest wynikiem działania co najmniej kilku czynników, w tym z pewnością nieefektywnego funkcjonowania organów zajmujących się nadzorem nad gospodarką w naszym kraju, a także brakiem jednoznacznych procedur, przez co wyniki procedur upadłościowych – pomimo istotnego podobieństwa – różnią się od siebie znacznie w praktyce.

## Literatura

- Altman, E.I. (1968). Financial Ratio, Discriminant Analysis and Prediction of Corporate Bankruptcy. *Journal of Finance*.
- Gruszczyński, M. (2002). Kondycja finansowa przedsiębiorstw. Prognozy ekonometryczne. W: *Zarządzanie finansami: klasyczne zasady – nowoczesne narzędzia*, red D. Zarzecki. Szczecin: Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego.
- Haykin, S. (1996). *Adaptive Filter Theory*. Englewood Cliffs: Prentice-Hall.
- Hertz, J., Krogh, A., Palmer, R.G. (1995). *Wstęp do teorii obliczeń neuronowych*. Warszawa: Wydawnictwa Naukowo-Techniczne.
- Julier, S.J., Uhlmann, J.K. (1996). *A General Method for Approximating Nonlinear Transformations of Probability Distributions*. Oxford: Robotics Research Group, University of Oxford, Technical Report.
- Michie, D., Spiegelhalter, D.J., Taylor, C.C. (1994). *Machine Learning, Neural and Statistical Classification*. Nowy Jork: Ellis Horwood.
- Pietruszkiewicz, W. (2004). *Możliwości zastosowania dyskretnych struktur prognozujących w systemach eksperckich wczesnego ostrzeżenia o sytuacjach kryzysowych w przedsiębiorstwie*. Praca doktorska, promotor dr. hab. inż. Leonard Rozenberg, Politechnika Szczecińska.
- Shirata, C.Y. (1998). Financial Ratios as Predictors of Bankruptcy in Japan. An Empirical Research. *Journal of Risk and Management*, 23.
- Sierpińska, M., Jachna, T. (1999). *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Sitz, A., Schwarz, U., Kurths, J., Voss, H.U. (2002). Estimation of Parameters and Unobserved Components for Nonlinear Systems from Noisy Time Series. *Physical Review*, E 66.
- Wan, E.A., van der Merwe, R. (2003). *Sigma-Point Kalman Filters for Probabilistic Inference in Dynamic State-Space Models*. Montreal: Proceedings of the Workshop on Advances in Machine Learning.
- Wan, E.A., van der Merwe, R. (2001). *The Unscented Kalman Filter*. W: *Kalman Filtering and Neural Networks*, red. S. Haykin. New York: John Wiley & Sons.
- Wilson, R.L., Sharda, R. (1994). Bankruptcy Prediction Using Neural Networks. *Decision Support Systems*, 11.

### THE POSSIBILITIES OF USING COMPLEX FORECASTING STRUCTURES IN EXPERT SYSTEMS FOR EARLY WARNING OF CRISIS SITUATIONS IN AN ENTERPRISE

**Abstract:** *Aim* – The principle of the research presented in this article is to present a new method of forecasting (determining) of crisis situations in an enterprise.

*Design/methodology* – This methodology is based on the use of dynamic structures, previously used in the control and optimization tasks. The research was carried out on a large database of financial indicators of enterprises by computer simulation method by comparing the results obtained with the proposed method with the results achieved by commonly used methods and approaches.

*Result* – The results of the research indicate the possibility of implementing a discrete structure that forecasts the state and financial situation in the enterprise, the effectiveness of which will be comparable or better than existing and currently applied solutions in this field.

*Originality/value* – A new method for forecasting a crisis situation has been proposed, and results of the research are certainly original not only on the national scale, but probably also on a global scale. The cognitive value of the method itself as well as the results obtained seems to be high.

**Keywords:** prognosis, bankruptcy, dynamic structures, ratio analysis, decision support system

### Cytowanie

Rozenberg, L. (2018). Możliwości zastosowania złożonych struktur prognozujących w systemach eksperckich wczesnego ostrzeżenia o sytuacjach kryzysowych w przedsiębiorstwach. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 161–174. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-14.

## Analiza ryzyka w procesie zarządzania projektem budowlanym

Agnieszka Siewiera\*

**Streszczenie:** *Cel* – Celem opracowania była analiza efektywnego zarządzania projektem i jego ryzykiem w kontekście osiągnięcia zakładanych wyników.

*Metodologia badania* – W prezentowanych badaniach zastosowano następujące metody: studia literaturowe, opisu, wyjaśnienia, porównawczą.

*Wynik* – Studia wskazują, że efektywne zarządzanie projektem i jego ryzykiem jest wynikiem wykorzystania dostępnych w tej dziedzinie standardów, metod i technik. Ułatwiają one planowanie i realizację często skomplikowanych przedsięwzięć występujących w różnych złożonych środowiskach. Zapobieganie zagrożeniom jest istotne z uwagi na osiągnięcie zakładanych celów projektu i inwestora (zakres, koszt, czas, jakość, prestiż). Ich rozpoznanie i analiza skali potencjalnych strat ułatwi wyznaczanie akceptowalnych granic dla właściciela projektu i interesariuszy, podjęcie odpowiednich decyzji czy wybór odpowiednich strategii.

*Oryginalność/wartość* – Podkreślono znacznie podjęcia działań mających na celu minimalizację skutków ryzyka oraz konieczność wypracowania przez organizacje procedur pozwalających efektywnie zarządzać projektem i jego ryzykiem. Podjęcie takich działań już na etapie planowania ułatwia późniejszą kontrolę realizacji celów przedsięwzięcia i jego opłacalności. W tym celu można wykorzystać rejestr i macierz ryzyka. Dla inwestora cenną informacją jest pokazanie pieniężnej wartości ryzyka. Obliczenie wskaźnika zagrożeń i całkowitego kosztu ryzyka inwestycji ułatwia podjęcie właściwych decyzji.

**Słowa kluczowe:** zarządzanie ryzykiem, zarządzanie projektem, inwestycje, analiza ryzyka

### Wprowadzenie

Inwestowanie polega na prowadzeniu wszelkich działań związanych z powiększeniem majątku przez jego posiadacza. Wyjściowym warunkiem umożliwiającym prowadzenie inwestycji jest dysponowanie określonym kapitałem. Racjonalne inwestowanie polega na angażowaniu własnych środków w takie przedsięwzięcia gospodarcze, których przyrost wartości będzie możliwy. Wielkość osiągniętych zysków zależy od wkładu własnego, zgromadzonego kapitału i struktury finansowania projektu, rodzaju inwestycji i kierunku lokowania swoich funduszy, czasu zamrożenia kapitału, a także od czynników ekonomicznych, prawnych, społecznych czy prowadzonej przez państwo polityki. Ponosząc wydatki związane z projektem, inwestor wyrzeka się środków własnych dla niepewnych przyszłych korzyści, oczekując tym samym określonego dobra, jakim jest stopa zwrotu z inwestycji. Jako osoba decyzyjna, od której to rozpoczyna się dane przedsięwzięcie gospodarcze, postanawia

---

\* dr inż. Agnieszka Siewiera, Zachodniopomorski Uniwersytet Technologiczny w Szczecinie, Wydział Budownictwa i Architektury, al. Piastów 17, 70-310 Szczecin; e-mail: ps-asiewiera@wp.pl.

o rodzaju lokowania swojego kapitału i strategii powiększania środków. Tym samym decydująca dla niego staje się wiedza z zakresu zarządzania projektem i jego ryzykiem.

## **1. Specyfika budowlanego procesu inwestycyjnego**

Proces inwestycyjny to szereg działań prowadzących do powstania obiektu budowlanego. Można wydzielić w nim trzy podstawowe etapy:

- przygotowanie inwestycji – programowanie i projektowanie z uwzględnieniem wszelkich potrzeb oraz rozwiązań technicznych, organizacyjnych i ekonomicznych dla rozpatrywanego projektu,
- realizacja – wykonanie przedsięwzięcia, przeprowadzenie robót budowlanych, zakup maszyn i urządzeń umożliwiających należyte funkcjonowanie obiektu,
- odbiór końcowy – sprawdzenie zgodności wykonania wszystkich przeprowadzonych prac i działań zgodnie z dokumentacją projektu (projekt i specyfikacja techniczna, kosztorysy, harmonogram, umowa, specyfikacja przetargowa, studium wykonalności czy analiza opłacalności) warunkujący oddanie obiektu do użytkowania oraz jego końcowe rozliczenie.

Specyfika realizacji projektów budowlanych wynika z wielu aspektów. Na etapie planowania istotnymi czynnikami są: stan prawny nieruchomości, sytuacja planistyczna (plan zagospodarowania przestrzennego, decyzja o warunkach zabudowy, konsultacje z władzami samorządowymi), dostępność komunikacyjna i mediów, możliwości posadowienia budynku – geotechnika i efektywność energetyczna budynku, ewentualna ochrona konserwatora, gruntów rolnych czy środowiska (przedsięwzięcia mogące znacząco oddziaływać na środowisko czy planowane w obrębie obszarów Natura 2000). W przypadkach bliskości linii brzegowej istotną rolę pełni pozytywna opinia Urzędu Morskiego. Utrudnieniem jest unikalność samego przedsięwzięcia: specyficzna, a raczej indywidualna forma każdego projektu (architektura, konstrukcja, instalacje, przyłącza) czy rozprzestrzenienie realizowanych budowli na zróżnicowanych topograficznie i geologicznie terenach. Istotne znaczenie pełni również sama forma realizacji inwestycji (generalne wykonawstwo, generalna realizacja inwestycji, wykonawstwo częściowe, Project Management, Contract Management, system „zaprojektuj i wybuduj”, konsorcjum budowlane) zależna od jej charakteru właścicielskiego (inwestycje publiczne, prywatne, PPP). Przedsięwzięcia budowlane często realizowane są w ramach portfela projektów (środowisko wieloprojektowe). Z uwagi na to, że każdy projekt ma osobne cele, wymusza to odpowiednie zaplanowanie zasobów i struktur organizacyjnych, systemów motywacyjnych, metod, procesów, gdyż wspólnie wszystkie wpływają na efektywność organizacji. W planowaniu i realizacji przedsięwzięć wyzwaniem często stawia technologia, skrócony okres budowy, minimalizacja kosztów (szukanie najtańszego wykonawcy) oraz fakt, że końcowy efekt widoczny jest dopiero po zakończeniu inwestycji. W budownictwie duże utrudnienie stanowi sezonowość, uzależnienie procesów budowy od warunków atmosferycznych.



Każdy nowy projekt to nowa budowa, inny teren, na którym zostaną przeprowadzone podobne, lecz inne prace, a ze względu na stopień skomplikowania i możliwości wystąpi różnorodna alokacja zasobów i pojawią się różne problemy. Z uwagi na to realizacja tego typu przedsięwzięć i osiągnięcie zamierzonych celów możliwe są przy zapewnieniu efektywnego zarządzania projektem.

## 2. Zarządzanie projektem

Zarządzanie projektem jest procesem, w którym osoba kierująca przedsięwzięciem przeprowadza celowe systematyczne planowanie i kontrolowanie poszczególnych zadań, dokonuje odpowiedniej alokacji przydzielonych do realizacji środków (finanse, kadra, sprzęt), posługuje się przy tym odpowiednimi technikami i metodami (tab. 1), aby efektywnie osiągnąć narzucone wymagania (zakres, koszt, termin, jakość).

Metody zarządzania projektami składają się ze zbioru wcześniej przygotowanych reguł lub zaleceń, wdrażanych w trakcie planowania i realizacji, które znacząco ułatwiają rozpoznawanie i rozwiązywanie pojawiających się problemów. Dobór ich zależy od rodzaju inwestycji (możliwość wielokrotnego zastosowania w projektach podobnego typu), jej wielkości (kapitałochłonności) czy zamierzonych celów (efektów końcowych).

**Tabela 1**

Metody zarządzania projektami

B: szczegółowość zaleceń A: zakres problemowy	B1–2: Metody szczegółowe		B3–4: Metody ogólne	
	B1: określające szczegółowo zarówno kroki postępowania oraz ich treści	B2: określające dokładnie kroki postępowania oraz ogólne ich treści	B3: określające ogólne zarówno kroki postępowania i ich treść	B4: zawierające jedynie ogólne kierunek postępowania
A1: metody kompleksowe obejmujące cały proces zarządzania projektem	Metodyki: A1–B1 (metodyka PMBoK, metodyka PRINCE2); A1–B2 (metodyka ZOPP, metodyka PCM zarządzania cyklem projektu)		Podejścia metodyczne: A1–B4 (podejście pragmatyczne, podejście systemowe, podejście decyzyjne); A2–B3 ( metody analizy, metody diagnozy, modelowanie, metody oceny, metody wyboru)	Reguły metodyczne: A1–B4 (dwanaście reguł zarządzania projektami J.R. Meriditha i S.J. Mantela); A2–B4 (przykazania menadżera projektu J. Davidsona Frame'a)
A2: metody cząstkowe (wycinkowe) obejmujące tylko część procesu zarządzania projektem	Techniki: A2–B1 (analiza ABC, techniki planowania sieciowego: CPM, PERT, MPM, GERT); A2–B2 (harmonogramy, techniki oceny, burza mózgów, listy pytań kontrolnych, technika łańcucha krytycznego)			

Źródło: Trocki (2013), s. 12.

W praktyce zarządczej w realizacji przedsięwzięć budowlanych szerokie zastosowanie mają dwa standardy (Siewiera, 2015):

- amerykańskie PMI (Project Management Institute) – wydane jako PMBOK Guide (2013)<sup>1</sup>, które to opracowanie wraz z rozszerzeniami (tab. 2) zatwierdzone zostało

przez American National Standards Institute jako narodowy standard zarządzania projektami,

- angielskie PRINCE2 (Projects In Controlled Environments) – ogólna metoda służąca do zarządzania projektami niezależnie od dziedziny biznesowej (tab. 3).

**Tabela 2**

Rozszerzenia i uzupełnienia PMBoK w zakresie zarządzania projektami

Nazwa opracowania/ wydanie	Opis
The Standard for Program Management (2013)	standardy zarządzania programem projektów: pomagają znaleźć najlepsze sposoby prowadzenia sukcesu w organizacji, promują skuteczną komunikację i koordynację między różnymi grupami zarządzającymi projektami, zwracają uwagę na pełen zakres zarządzania programem i wyjaśniają procesy wspomagające, służą jako narzędzie do oceny różnorodności czynników łączących projekty w ramach jednego programu; szczególnie pomocne przy rozdzielaniu zasobów między nimi
The Standard for Portfolio Management (2013)	wytyczne zarządzania portfelem projektów: oferują aktualne informacje na temat akceptowanych praktyk w zarządzaniu portfelem, obejmują trzy nowe obszary wiedzy: zarządzanie strategią portfelową, zarządzanie wydajnością portfela i zarządzanie portfelem
Organizational Project Management Maturity Model (OPM3) (2013)	omawia tematykę dojrzałości projektowej organizacji: przekonuje, że organizacja zyskuje na dojrzałości zarządzania, kiedy projekty nie są realizowane losowo, ale są powiązane z strategią biznesową i wspierają cele biznesowe; stanowią zestaw najlepszych praktyk organizacyjnych
Practice Standard for Work Breakdown Structures (2006)	standard tworzenia struktury podziału prac w projekcie: w odniesieniu do celów projektu i możliwości jego wdrożenia, specjalności korzystają z WBS, aby zdefiniować rezultaty projektu i ustalić strukturę zarządzania pracą
Practice Standard for Scheduling (2011)	standard tworzenia harmonogramu projektu: skutecznego planowania projektów i zarządzania czasem jako czynnika kluczowego dla sukcesu lub niepowodzenia danego projektu, przedstawia wykonalny i obiektywny proces pomiarów z zastosowaniem harmonogramów, prezentuje różne modele harmonogramu
Project Manager Competency Development (2007)	standard opisujący kompetencje kierownika projektu : określa sposoby poprawienia kompetencji osobistych i organizacyjnych, które pomagają w osiągnięciu sukcesu jako menedżera projektu, niezależnie od rodzaju, wielkości lub złożoności projektów w obszarach: wiedzy i umiejętności, skuteczności, wydajności, postawy i kultury osobistej
Practice Standard for Project Configuration Management – PCM (2007)	zarządzanie konfiguracją projektu: zawiera zbiór procesów, działań, narzędzi i metod, wykorzystywanych podczas zarządzania cyklem życia projektu, odnosi się do organizacji i składu zespołu projektu, dokumentacji oraz innych danych, które go obsługują; zarządzanie konfiguracją jest realizowane w celu aktywnego kierowania kierunkiem projektu i wspierania komunikacji, która umożliwi pomyślne jego zakończenie
Practice Standard for Earned Value Management (2011)	standard opisujący metodę śledzenia postępu prac w celu poprawy wydajności projektu opiera się na zasadzie, że wzorce i trendy z przeszłości pomogą wskazywać przyszłe warunki; metodologia EVM dotyczy zakresu projektu, harmonogramu i kosztów
Construction Extension to the PMBOK Guide (2016)	standard zarządzania projektami w sektorze budownictwa: rozszerzenie tych obszarów, których nie obejmuje PMBOK, jak: zdrowie, bezpieczeństwo i zarządzanie środowiskiem, zarządzanie finansami projektu, zarządzanie roszczeniami

Government Extension to the PMBOK Guide (2007)	standard realizacji projektów w sektorze rządowym omawia najważniejsze procesy stosowane w większości sektorów publicznych ze względu na ich niepowtarzalność i złożoność; opracowanie ważne dla wszystkich zaangażowanych w umowy z rządem, przedstawia działania i ramy wspierające efektywność i skuteczność zarządzania oraz podstawy i zakres odpowiedzialności
--	--

Źródło: opracowanie własne na podstawie: PMI.org.

**Tabela 3**

Zasady zarządzania projektami według PRINCE2

Zasada	Objaśnienie
Uzasadnienie/ motywacja biznesowa	<ul style="list-style-type: none"> <li>– projekt jest nierozzerwalnie związany z organizacją, dlatego musi być zgodny z jej strategią/ celami biznesowymi i przynieść oczekiwane korzyści, słabe/niespójne dopasowanie do strategii korporacyjnej – nawet przy niskim poziomie ryzyka projektu nie prowadzi do rozwoju organizacji,</li> <li>– realizując portfel projektów należy wykluczyć ich niespójność czy powielanie celów,</li> <li>– każdy, nawet pilny, do realizacji projekt wymaga uzasadnienia wybranej opcji, ponieważ może ich być kilka w kontekście różnych kosztów, korzyści i ryzyka</li> </ul>
Korzystanie z doświadczeń	<ul style="list-style-type: none"> <li>– zespół projektowy uczy się od poprzednich i na podstawie zrealizowanych projektów,</li> <li>– jednak projekt może być unikalny, w tym wypadku doświadczeniem stają się poszukiwane i rejestrowane działania przez cały czas jego trwania,</li> <li>– podczas uruchamiania projektu poprzednie lub podobne powinny zostać poddane przeglądowi, aby sprawdzić, czy doświadczenia mogą zostać zastosowane,</li> <li>– jeśli projekt jest pierwszy, należy rozważyć szukanie doświadczenia z zewnątrz, w miarę postępu należy prowadzić dokumentację, raporty i opinie, co umożliwi wdrożenie ulepszeń; odpowiedzialność ciąży na wszystkich zaangażowanych</li> </ul>
Zdefiniowane role i obowiązki	<ul style="list-style-type: none"> <li>– opisać szczegółowo znaczenie i zadania dla wszystkich interesariuszy projektu: sponsorów, użytkowników, wewnętrznych i zewnętrznych dostawców zasobów</li> </ul>
Zarządzanie według etapów	<ul style="list-style-type: none"> <li>– planowanie, delegowanie, monitorowanie i kontrolowanie stopniowe: podział projektu na kilka etapów zarządzania,</li> <li>– opracowanie planu kompleksowego i planów szczegółowych</li> </ul>
Zarządzanie przez wyjątek	<ul style="list-style-type: none"> <li>– ustalenie linii tolerancji i limitów, granic w ramach poszczególnych etapów i osiągnięcia celów,</li> <li>– określenie odpowiedzialności/delegowanie uprawnień przez jedno kierownictwo na drugi poziom dla: czasu, kosztów, jakości, zakresu, możliwości wystąpienia i ograniczenia ryzyka, korzyści, a następnie konfigurowanie elementów sterujących – dopuszczających realizację w ramach powstałych odchyleń oraz skutecznych mechanizmów kontrolnych</li> </ul>
Koncentracja na produktach	<ul style="list-style-type: none"> <li>– celem projektu jest wypełnienie oczekiwań interesariuszy co do jakości i wymagań,</li> <li>– zestaw uzgodnionych produktów definiuje jego zakres, który stanowi podstawę planowania i kontroli</li> <li>– opis produktu musi definiować: cel, skład, format, szacunki nakładów, wymagania i zależności zasobów, kryteria i metody zapewnienia jakości,</li> <li>– koncentracja na produktach ma wyeliminować zagrożenia i zapewnić końcową akceptacją produktu w kontekście: planowania, odpowiedzialności, raportowania stanu, kontroli zmian, zarządzania konfiguracją</li> </ul>
Dostosowanie do środowiska projektu	<ul style="list-style-type: none"> <li>– standard jest uniwersalny,</li> <li>– jednak przy planowaniu i wdrażaniu należy mieć na uwadze: otoczenie, wielkość, złożoność, znaczenie, możliwości i ryzyko, wybór technik i metod wspierających planowanie, częstotliwość, formę i dokumentację sprawozdawczości i kontroli, co należy dostosować do konkretnych celów projektu</li> </ul>

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Managing...* (2009).

Z uwagi na znaczne ryzyko osiągnięcia zamierzonych celów projektu, zarówno PMI, jak i PRINCE2 dużą wagę przywiązują do planowania oraz sprawozdawczości. Tworzone raporty umożliwiają kontrolę poszczególnych etapów, czyli porównanie wyników w zakresie oceny postępu realizacji oraz ich kosztów, ułatwiając podjęcie dalszych decyzji.

### 3. Planowanie w procesie inwestycyjnym

Zalety wdrożenia planowania we wstępnej fazie koordynacji projektów są niezwykle istotne. Planowanie to umożliwia uporządkowanie działań w kontekście wyników (orientacja na cele), zastosowanie uproszczeń (techniczny i technologiczny stopień złożoności), zwiększenie elastyczności czasu i budżetu czy rozpoznanie i minimalizację ryzyka. Analizuje otoczenie projektu i organizacji, by przewidzieć przyszłość i móc zapobiec negatywnym skutkom sytuacji nieprzewidzianych (tworzenie planów awaryjnych). Choć może być ono wysoce skuteczne, to jednak nie istnieje opcja precyzyjnego przygotowania przedsięwzięcia w aż tak wysokim stopniu zaawansowania i uszczegółowienia, by móc całkowicie wykluczyć jego późniejsze modyfikacje. Zmiany są nieuniknione, jednak w znacznym zakresie, dzięki niemu, przewidywalne. Adaptując na bieżąco czy z wyprzedzeniem sekwencje poszczególnych zdarzeń, możliwe jest szukanie rozwiązań alternatywnych minimalizujących ewentualne straty. Choć wynika z tego, że planowanie znacząco ułatwia zarządzanie przedsięwzięciem, istnieje szereg przesłanek kwestionujących jego zasadność (tab. 4).

**Tabela 4**

Argumenty za planowaniem i przeciwko planowaniu

Argumenty za planowaniem – maksymalizacja planowania	Argumenty przeciwko planowaniu – minimalizacja planowania
<ul style="list-style-type: none"> <li>– tak dużo planowania, jak to możliwe, ponieważ:</li> <li>– podnosi poziom efektywności działania,</li> <li>– pozwala określić z góry ryzyka i szanse,</li> <li>– zmniejsza presję czasu przy podejmowaniu decyzji,</li> <li>– redukuje złożoność projektu,</li> <li>– ogranicza niepewność i konflikty,</li> <li>– daje lepszy przegląd sytuacji,</li> <li>– usprawnia współdziałanie</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– tak mało planowania, jak to możliwe, ponieważ:</li> <li>– opóźnia działanie,</li> <li>– jest pracochłonne,</li> <li>– jest kosztowne,</li> <li>– ogranicza elastyczność działania,</li> <li>– jest skomplikowane przy dużym zakresie projektu,</li> <li>– wywołuje sztuczne problemy,</li> <li>– ogranicza kreatywność</li> </ul>

Źródło: na podstawie: Stockes, Akram (2010) oraz Trocki (2012).

Wielowątkowość procesu budowlanego sprawia, że planowanie jest nie tylko bardzo trudnym i rozbudowanym technicznie etapem, ale również jednym z najważniejszych w cyklu życia projektu. Należy określić ogólny zakres planowanej inwestycji (projekt, specyfikacja techniczna), czas (harmonogram), oszacować koszty (kosztorysy budowlane) i zaplanować finansowanie (budżet, rezerwa), ustalić dyspozycyjność zasobów, podzielić etapy realizacji. Ważne jest wykonanie i zatwierdzenie planu kierowania projektem, który stanowi podstawę do uruchomienia pakietów prac, czynności wdrażanych na podstawie

harmonogramu, posiadanych środków finansowych czy zasobów. Ułatwia on późniejszą kontrolę przedsięwzięcia w zakresie jego celów, czasu, kosztów i jakości.

Planowanie ułatwia opracowanie karty projektu. PRINCE2 szczegółowo określa zakres DIP (Dokumentacji Inicjowania Projektu), obejmującej następujące elementy:

- definicję projektu: podstawy – przesłanki realizacji (tło, założenia), cele (czas, koszt, jakość, zakres, ryzyko, korzyści), opis pożądaných wyników i ich tolerancji, ograniczeń, określenie grupy docelowej: użytkowników bezpośrednich i pośrednich oraz innych zainteresowanych (interesariusze projektu),
- wybór opcji biznesowych (dostępnych alternatyw – szerzej rozwijanych w trakcie realizacji projektu, możliwych strategii),
- opis produktu uwzględniający wymagania jakościowe klienta (kryteria akceptacji),
- plan projektu (wybór rozwiązań z uwzględnieniem środowiska operacyjnego, identyfikacja zasobów kluczowych),
- organizację projektu (struktura i zakres obowiązków zespołu zarządzającego, komunikacja),
- rejestr ryzyka.

#### 4. Zarządzanie ryzykiem projektu z zastosowaniem rejestru ryzyka

Ryzyko pojawia się na każdym z etapów procesu inwestycyjnego. Stanowi ono kombinację wielu czynników wewnętrznych i zewnętrznych, które ograniczają lub powodują zakłócenia w realizacji zakładanych celów, co przekłada się na opłacalność projektu oraz rentowność samej organizacji. Koordynacja działań minimalizujących starty i zagrożenia przy zachowaniu jak najwyższej, oczekiwanej stopy zwrotu określana jest mianem zarządzania ryzykiem. W ramach zarządzania ryzykiem rozróżnia się:

- identyfikację, uwzględniającą specyfikę projektu,
- analizę jakościową: szacowanie prawdopodobieństwa wystąpienia poszczególnych rodzajów ryzyk i ich skutków (obszar skutków oraz wpływ na całkowity *cash flow* projektu),
- analizę ilościową: określenie wymiernych skutków ryzyk, pozwalających na wyznaczenie rezerw czasowych i kosztowych inwestycji,
- wybór reakcji/strategii: unikanie, transfer, łagodzenie, akceptacja (pasywna, aktywna) z uwagi na prawdopodobieństwo wystąpienia i wielkość wpływu ryzyka.

Jednym z narzędzi wykorzystywanym w zarządzaniu ryzykiem jest rejestr ryzyka (tab. 5). Opracowuje się go na etapie planowania inwestycji, a służy do gromadzenia i przechowywania informacji o wszelkich zagrożeniach oraz szansach związanych z przedsięwzięciem. Jest to tabelaryczny zapis zidentyfikowanych ryzyk dotyczących danego projektu, wraz z informacją o ich statusie, historii i środkach przeciwdziałania (*Managing...*, 2009).

Zestawienie to prezentuje następujące informacje: identyfikator/kod ryzyka, autora, datę zgłoszenia, opis zagrożenia, kategorię/rodzaj, oddziaływanie/wpływ – skutek

zmaterializowania, prawdopodobieństwo wystąpienia, bliskość/dystans czasowy, przeciwdziałania (narzędzia zapobiegania, możliwe strategie), osobę wyznaczoną do obserwacji konkretnego zagrożenia, datę ostatniej aktualizacji/ostatniego badania statusu zagrożenia, aktualny status zagrożenia („zamknięte”, „zmniejszające się”, „wzrastające”, „bez zmian”, wskazuje, czy działanie zostało podjęte, czy jest ono włączone do planu rezerwowego).

**Tabela 5**

Przykładowy rejestr wybranych ryzyk z kategorii technicznej

Kategoria/kod	Opis ryzyka	Oddziaływane	Prawdopodobieństwo	Faza	Przeciwdziałania	Odpowiedzialny	Status
Techniczne R1	przekroczenie kosztów budowy	bardzo duże: CF projektu	bardzo duże	planowanie i realizacja	wykonanie kosztorysu, zapewnienie rezerwy, umowa o realizację – wybór odpowiedniej formy finansowania, analiza ofert wykonawców, kompetencje osoby nadzorującej koszty	inspektor nadzoru, kier. bud., inż. bud.	otwarte
Techniczne R2	brak doświadczenia wykonawcy	średnie: zakres, jakość, koszty	małe	realizacja	przetarg, referencje, wybór odpowiedniej formy realizacji, doświadczenie kierownika budowy i inspektora nadzoru	inspektor nadzoru, kier. bud.	otwarte
Techniczne R3	błędy projektowe	średnie: jakość, koszty, czas	małe	planowanie	przetarg, doświadczenie projektantów	projektanci	otwarte
Techniczne R4	przekroczenie czasu	bardzo duże: czas, koszty, jakość	duże	planowanie i realizacja	harmonogram, umowa (kary), doświadczenie inspektora nadzoru i kierownika budowy	inspektor nadzoru, kier. bud.	otwarte

Źródło: opracowanie własne.

Dane z rejestru wykorzystuje się w macierzy ryzyka, gdzie każdemu z zagrożeń przypisuje się dwa powiązane ze sobą parametry: prawdopodobieństwo wystąpienia zdarzenia oraz wpływ tego zdarzenia na projekt (tab. 6). W tabeli zaznacza się linię tolerancji – granicę konieczności reagowania na dane ryzyko. Ustala się ją indywidualnie dla każdego projektu, a wpływa na nią specyfikacja przedsięwzięcia oraz nastawienie do ryzyka inwestora. Planowanie działań i reakcji rozpoczyna się od najistotniejszych zagrożeń dla procesu (prawy górny róg tabeli). Tak posegregowana wiedza pozwala na efektywne zarządzanie ryzykiem całego przedsięwzięcia.

Dla zidentyfikowanych zagrożeń projektu istotne jest oszacowanie kosztów generowanych z tytułu poniesionego ryzyka poprzez obliczenie wartości oczekiwanej. Metoda ta spienięża skutki, jakie niosą poszczególne ryzyka na projekcie. Wartość ich otrzymuje się poprzez wymnożenie dodatkowego kosztu z prawdopodobieństwem wystąpienia tego kosztu (tab. 7). Suma wartości wszystkich ryzyk jest oszacowaną wartością pieniężną ryzyka na projekcie.

**Tabela 6**

Przykładowa macierz ryzyka do tabeli 6 z linią tolerancji

Prawdopodo- bieństwo	bardzo duże					R1
	duże					R4
	średnie					
	małe	R2, R3				
	bardzo małe					
Wpływ	bardzo mały	mały	średni	duży	bardzo duży	

Źródło: opracowanie własne.

**Tabela 7**

Wskaźnik zagrożenia do tabeli 6 dla projektu o wartości 7 500 000 zł

Kod	Koszt ryzyka (zł)	Prawdopodobieństwo (%)	Wskaźnik zagrożenia
R1	500 000	40	0,0267
R2	50 000	20	0,0013
R3	50 000	10	0,0007
R4	200 000	30	0,0080
Razem			0,0367
Ryzyko całkowite inwestycji		275 250 zł	

Źródło: opracowanie własne.

Wczesne wychwycenie sytuacji kryzysowej bądź niebezpiecznej dla ukończenia projektu ułatwia wyznaczenie wskaźników wczesnego ostrzegania – wartości granicznych, po których przekroczeniu należy podjąć środki przeciwko powstającemu zagrożeniu (koszty, czas).

Prezentowane podejście do zarządzania ryzykiem jest istotne dla inwestora i chociaż nie zagwarantuje osiągnięcia zaplanowanej efektywności inwestycji, to znacząco może zminimalizować ewentualne straty.

### Uwagi końcowe

Ryzyko inwestycji budowlanej zdefiniowane jest w czterech głównych kategoriach: ceny, jakości, czasu oraz bezpieczeństwa. Przedsięwzięcie tego typu, z uwagi na znaczną kapitałochłonność, wysoki techniczny i technologiczny stopień skomplikowania obiektu oraz czasochłonność wymusza na inwestorze szczegółowego planowania każdego etapu. Swym zakresem powinno ono obejmować:

- określenie kryteriów akceptacji decyzji inwestycyjnych,
- opracowanie planu wykorzystania zasobów z uwzględnieniem etapowania, planowania zmian, tworzenia rezerw,

- planowanie kosztów i czasu realizacji (wydajności),
- przypisanie odpowiednich osób (kompetencji) do zespołu projektowego,
- monitorowanie aktualnego stanu i postępu prac oraz ich jakości (eliminacja błędów).

W tym kontekście planowanie należy traktować jako jeden z fundamentalnych narzędzi efektywnego zarządzania inwestycją i jej ryzykiem. Istotne jest rozpoznanie i przeanalizowanie skali potencjalnych strat w zakresie realizacji przedsięwzięcia, jego kosztów, czasu, jakości i opłacalności oraz określenie, jakie ryzyko będzie możliwe do przyjęcia dla właściciela projektu i interesariuszy. Zapewnienie dogodnej infrastruktury organizacyjnej inwestycji pozwala wyizolować, zmniejszyć czy nawet wyeliminować pewne rodzaje ryzyka, ale przede wszystkim przygotować alternatywne sposoby działania oraz określić rezerwy czasowe i pieniężne. Na efektywne zarządzanie projektem i jego ryzykiem ma także wpływ znajomość i zakres stosowania standardów, metod i technik w tej dziedzinie.

## Literatura

- Managing Successful Projects with PRINCE2* (2009). UK Norwich: TSO.
- PMBOK Guide*. Pobrano z: <http://www.pmi.org/PMBOK-Guide-and-Standards/pmbok-guide.aspx> (25.03.2018).
- Project Management Body of Knowledge PMBoK Guide2013* (2013). USA: PMI.
- Siewiera, A. (2015). Standardy zarządzania ryzykiem w projektach. *Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*, 9, 27–39.
- Stockes, E., Akram, S. (2010). *Zarządzanie przedsięwzięciem budowlanym*. Warszawa: Poltext.
- Trocki, M. (2013). *Nowoczesne zarządzanie projektami*. Warszawa: PWE.

### RISK ANALYSIS IN THE CONSTRUCTION PROJECT MANAGEMENT PROCESS

**Abstract:** *Purpose* – The purpose of the study is to analyze the effective project management and its risk in the context of achieving the assumed results.

*Methodology* – In the presented research, the following methods were used: literature studies, description, explanation, comparative.

*Findings* – Studies indicate that effective project management and its risk is the result of the use of standards, methods and techniques available in this field. They facilitate planning and implementation of often complex projects occurring in various complex environments. Prevention of threats is important in order to achieve the goals of project and investor (scope, cost, time, quality, prestige). Their recognition and analysis of the scale of potential losses, allows to set acceptable limits for the project owner and stakeholders, to make the right decisions and choose the right strategies.

*Originality/value* – The importance of actions to minimize the risk effects and the need for the organization to develop procedures to effectively manage the project and its risks to ensure the required efficiency are indicated. Undertaking such activities already at the planning stage facilitates subsequent control of the implementation of the project's objectives and its profitability. For this purpose, a registry and a risk matrix can be used. For the investor, valuable information is to show the monetary value of the risk. The calculation of the hazard ratio and the total cost of investment risk facilitates making the right decisions.

**Keywords:** risk management, project management, investment, risk analysis

## Cytowanie

- Siewiera, A. (2018). Analiza ryzyka w procesie zarządzania projektem budowlanym. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 175–184. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-15.



## Analiza wskaźnikowa jako narzędzie wykorzystywane do oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstwa

Małgorzata Wilczyńska\*

**Streszczenie:** *Cel* – Podmioty gospodarcze, aby móc właściwie ukierunkować, podejmowane działania strategiczne powinny stale monitorować sytuację majątkowo-finansową przedsiębiorstwa. Analiza wskaźnikowa jest wygodnym, efektywnym narzędziem służącym do szybkiej oceny kondycji finansowej przedsiębiorstwa. Celem artykułu jest przedstawienie znaczenia analizy wskaźnikowej w ocenie kondycji finansowej przedsiębiorstwa oraz przeprowadzenie analizy wskaźnikowej – studium przypadku.

*Metodologia badania* – Treści prezentowane w artykule opracowano z wykorzystaniem metody studiów literaturowych, analizy informacji zawartych w sprawozdaniach finansowych przedsiębiorstwa będącego spółką z ograniczoną odpowiedzialnością, wykorzystano metodę wskaźnikową. Przeanalizowano wskaźniki płynności finansowej, rentowności, aktywności gospodarczej i zadłużenia. Wyboru tych wskaźników dokonano ze względu na to, że są one podstawowymi wskaźnikami analizy finansowej.

*Wynik* – W procesie decyzyjnym współczesnego przedsiębiorstwa analiza wskaźnikowa stanowi podstawę systemu informacji niezbędnego do prawidłowego przebiegu procesu zarządzania. Wskaźniki finansowe są narzędziem interpretowania sprawozdań finansowych, pozwalając skutecznie ocenić kondycję finansową przedsiębiorstwa.

*Oryginalność/wartość* – Zaprezentowana analiza wskaźnikowa może być przydatna dla praktyki, zarządzający mogą wyciągać wnioski i podejmować odpowiednie decyzje gospodarcze zarówno o charakterze operacyjnym, jak i strategicznym, a także do kontroli zgodności stanu rzeczywistego z założeniami, określenia ewentualnej potrzeby przedsięwzięć korygujących w trakcie realizacji decyzji.

**Słowa kluczowe:** analiza wskaźnikowa, kondycja finansowa, przedsiębiorstwo

### Wprowadzenie

Obecnie warunki funkcjonowania przedsiębiorstw stają się coraz bardziej złożone. Zmieniające się dynamicznie otoczenie rynkowe przedsiębiorstw nieustająco podnosi wymagania stawiane przed zarządem, co wymaga nieustannego procesu podejmowania trafnych decyzji. Zwiększa się także możliwość popełniania błędów w podejmowaniu decyzji, których skutki mogą być uciążliwe dla podmiotu gospodarczego. W związku z tym należy rozpoznać analizowane zjawiska i czynniki je kształtujące oraz doskonalić działania zmierzające do wypracowania coraz to doskonalszych narzędzi oceny planowanych lub realizowanych wyników działalności i sytuacji finansowej (Gabrusewicz, 2014, s. 11). Podejmowanie trafnych decyzji przez właścicieli i działających w ich imieniu menedżerów oraz przez

---

\* dr Małgorzata Wilczyńska, Państwowa Wyższa Szkoła Techniczno- Ekonomiczna im. ks. Bronisława Markiewicza w Jarosławiu, Instytut Ekonomii i Zarządzania, e-mail: wilgos@poczta.onet.pl.

grono interesariuszy pozostających w otoczeniu przedsiębiorstwa, uzależnione jest nie tylko od dostępności i jakości uzyskanych informacji, ale też umiejętności ich analizy i oceny. W tym celu niezwykle potrzebna jest analiza finansowa, która jest ważnym narzędziem zarządzania przedsiębiorstwem, wspomagającym złożony i ciągły proces podejmowania i realizacji różnorodnych decyzji związanych z bieżącą działalnością podmiotu gospodarczego. Analiza wskaźnikowa jest wygodnym narzędziem analizy finansowej; istotną częścią analizy finansowej dla zarządzających podmiotem gospodarczym. Zarówno w analizie sytuacji finansowej podmiotu gospodarczego, jak również w analizie jej dokonań, do pogłębionego badania wykorzystuje się m.in. analizę wskaźnikową. Istota analizy wskaźnikowej sprowadza się do ustalenia kluczowych relacji między wielkościami pochodzącymi ze sprawozdań finansowych, czyli tzw. Wskaźników, za pomocą których można charakteryzować różne aspekty działalności podmiotu gospodarczego. Do tego celu stosuje się określone zestawy zbliżonych pod względem treści wskaźników ekonomicznych. (Sierpińska, Jachna, 2004, s. 144). Analiz wskaźnikowa sprowadza się do obliczenia szeregu relacji (stóp) między wielkościami występującymi w bilansie oraz rachunku zysków i strat. Otrzymuje się w ten sposób zestaw wskaźników charakteryzujących różne obszary działania podmiotu gospodarczego (Rutkowski, 2016, s. 83).

## **1. Znaczenie analizy wskaźnikowej w ocenie kondycji finansowej przedsiębiorstwa**

Kondycja finansowa przedsiębiorstwa bardzo często traktowana jest jako pojęcie tożsame z sytuacją finansową przedsiębiorstwa. W opinii wielu autorów badanie kondycji finansowej może być traktowane jako synonim analizy finansowej. Siemińska (2002) określa kondycję finansową jako sytuację finansową przedsiębiorstwa, która jest rezultatem decyzji gospodarczych podejmowanych przez to przedsiębiorstwo oraz związanych z tym szansami jego rozwoju. Kondycja finansowa może być traktowana jako rezultat zarządzania finansami przedsiębiorstwa, jest ona również jednym z determinantów procesów zarządczych podmiotu gospodarczego. Dudycz i Wrzosek (2000) określają kondycję finansową przedsiębiorstwa jako ocenę stanu jego finansów i efektywności finansowej jego gospodarki. Edward Nowak wskazuje, że analiza wskaźnikowa jest metodą badań analitycznych informacji zawartych w sprawozdaniach finansowych, opartą na wskaźnikach finansowych wyprowadzanych ze sprawozdań. Analiza wskaźnikowa jest pogłębieniem analizy danych dokonywanej w trakcie czytania sprawozdań finansowych. Analizę tę uważa się za najskuteczniejszą metodę analizy finansowej. Wskaźniki finansowe umożliwiają bowiem kontrolę stanu i pozycji finansowej jednostki gospodarczej, przy czym wskaźniki te mogą być zastosowane zarówno do oceny bieżącej, jak i do prognozowania sytuacji finansowej jednostki gospodarczej (Nowak, 2017 s. 63). Według Jerzemowskiej analiza wskaźnikowa jest jednym z najważniejszych obszarów analizy finansowej. Stanowi ona pogłębienie i uszczegółowienie wstępnej analizy sprawozdań finansowych oraz najszerzej stosowane

narzędzie analizy strukturalnej, przestrzennej i czasowej (Jerzemska, 2004, s. 117). Analiza wskaźnikowa ułatwia dokonanie syntetycznej oceny różnych aspektów ekonomicznych działalności przedsiębiorstwa; dostarcza najważniejszych informacji o sytuacji finansowej organizacji. Wykorzystuje się ją do oceny różnych obszarów działalności przedsiębiorstwa. Należy podkreślić, że w analizie wskaźnikowej najistotniejsza jest jednak interpretacja i kryteria oceny poziomu wskaźników oraz ich zmian w czasie. Analiza wskaźnikowa jest szybką i efektywną metodą badania sytuacji finansowej i wyników podmiotu gospodarczego. Jej znaczącym ograniczeniem jest to, że opiera się głównie na przeszłości, jednakże wraz z analizą otoczenia może służyć do kształtowania przyszłości jednostki gospodarczej (Sierpińska, Jachna, 2004, s. 78).

## **2. Wskaźniki analizy sprawozdań finansowych.**

Jako istotny instrument obrazujący sytuację przedsiębiorstwa, wykorzystywany szeroko w praktyce gospodarczej, jest system wskaźników ekonomicznych. Wyniki zastosowania tego narzędzia mogą być przydatne w procesie planowania, kontroli oraz bieżącego sterowania każdym przedsiębiorstwem. Wskaźniki analizy sprawozdań finansowych można podzielić na wiele sposobów. Możliwe jest zastosowanie różnych kryteriów klasyfikacyjnych, takich jak (Sierpińska, Jachna, 2004, s. 17): odbiorcy analizy, okres, którego dotyczy analiza, charakter badania, rodzaj badania, etapy badania, uwzględnienie czynnika czasu, metoda badania, rodzaj źródła informacji, umiejscowienie w procesie decyzyjnym, rodzaj problemu decyzyjnego. Podstawową grupę wskaźników stanowią wskaźniki finansowe, będące podstawą przeprowadzania analizy wskaźnikowej przedsiębiorstwa (Skowronek Mielczarek, Leszczyński, 2007, s. 152).

Wskaźnik finansowy wyraża kształtowanie się określonego zjawiska finansowego na tle innego zjawiska finansowego merytorycznie z nim powiązanego, jest pewnym rodzajem wskaźników natężenia, które przedstawiają stosunek wartości jednego zjawiska do wartości drugiego zjawiska. Wskaźniki finansowe są konstruowane zazwyczaj jako relacje między odpowiednio wybranymi pozycjami sprawozdań finansowych. Ponieważ sprawozdania przedstawiają wiele różnych zjawisk i procesów finansowych, na ich podstawie można tworzyć wachlarz wskaźników finansowych o odmiennej treści ekonomicznej, zróżnicowanej pojemności informacyjnej i określonym znaczeniu analitycznym (Nowak, 2017 s. 64). Wskaźnik finansowy jest relacją co najmniej dwóch wielkości finansowych o ściśle określonej interpretacji, czyli wyjaśnieniu, jaki problem (sytuację finansową) można nim zmierzyć i co to dla przedsiębiorstwa oznacza. Wskaźnik finansowy ma najczęściej postać ilorazu wielkości finansowych  $A/B$ , iloczynu  $A \times B$ , ich kombinacji  $(A \times B)/C$ ;  $(A + B)/C$ ;  $(A - B)/C$ . (Wędzki, 2009, s. 50) Wskaźnik jest to relacja celowo powiązanych wielkości, ustalona dla uzyskania założonych wartości poznawczych (Gołębiowski, Tłaczała, 2009, s. 175). Jest relacją między dwoma (lub więcej) liczbami zaczerpniętymi z materiałów

źródłowych (Bednarski., Waśniewski, 1996, s. 316). Wskaźniki są wielkościami stosunkowymi określającymi relacje między:

- jednakowymi rodzajowo miernikami z różnych punktów czasu (wskaźniki dynamiki),
- wiążącymi się merytorycznie dwoma miernikami, np. wskaźnik rentowności kapitału własnego będący relacją zysku netto do wielkości kapitału własnego,
- dwoma wskaźnikami, np. wskaźnik opłacania wzrostu wydajności pracy wzrostem średniej płacy – relacja dynamiki wydajności pracy do dynamiki średniej płacy.

Jak wspomniano powyżej, analiza wskaźnikowa stosowana jest do badania sytuacji finansowej oraz rezultatów działalności podmiotów gospodarczych. Do tego celu stosuje się całą gamę wskaźników, które, w zależności od potrzeb przeprowadzonej analizy, mogą być zarówno uszczegółowione, jak i uogólnione; różniących się pojemnością informacyjną i pozostających w zróżnicowanych relacjach strukturalnych. Szczegółowych problemów, jakie napotyka przedsiębiorstwo, prowadząc działalność, jest bardzo wiele i sposobów oceny tych problemów, czyli wskaźników finansowych, może być również bardzo wiele (Wędzki, 2009, s. 56). System wskaźników finansowych można zbudować na pewnych zasadach. Są nimi (Wędzki, 2009, s. 59): przyczynowo-skutkowy charakter powiązań wskaźników, kompletność, spójność, syntetyczność, hierarchiczność wskaźników. Waśniewski i Skoczylas (2002, s. 159) sformułowali następujące zasady budowy i doboru wskaźników: celowości, odpowiedniości, współmierności, porównywalności. Można do tego jeszcze dodać zasady: prostoty konstrukcyjnej, łatwości aplikacyjnej, podatności na integrację w systemie wskaźników. Jak słusznie zauważyli, przedmiotem analizy nie jest wskaźnik, ale problem, czyli ważny jest nie tyle wskaźnik jako taki, ale odpowiedź, jakiej dostarcza. Postulat celowości jest także istotny, gdyż wskazuje konieczność dążenia wszystkich wskaźników do głównego celu, jaki stanowi wzrost wartości dla właścicieli.

W literaturze przedmiotu można się spotkać z różnymi podziałami wskaźników ekonomicznych. Na podstawie porównania różnych klasyfikacji, którego dokonała M. Siemińska (2002, s. 116) oraz klasyfikacji stosowanych przez autorów zajmujących się tą problematyką, takich jak: L. Bednarski (2007, s. 5), T. Waśniewski i W. Skoczylas (2002, s. 164), jak również M. Sierpińska i T. Jachna (2004, s. 6), M. Jerzemowska, (2004, s. 119), Tuczko (2000, s. 43) można stwierdzić, że istnieje duża zgodność co do sposobu wyodrębnienia i nazewnictwa głównych grup wskaźników. Wskaźniki finansowe można podzielić na cztery podstawowe obszary, służące ocenie: aktywności gospodarczej, zadłużenia, płynności finansowej, rentowności. Głównym narzędziem oceny poszczególnych obszarów jest analiza wskaźnikowa. Wskaźnikowa analiza rentowności i aktywności gospodarczej pozwala na pomiar i ocenę efektywności gospodarowania powierzonym jednostce kapitałem; wskaźnikowa analiza płynności finansowej i zadłużenia umożliwia badanie wypłacalności jednostki gospodarczej. Wskaźniki finansowe, mimo że jako fundamentalne narzędzie oceny działalności są szeroko rozpowszechnione w praktyce gospodarczej, mają pewne istotne wady. Do pewnego stopnia wady te mogą być niwelowane, jednak część z nich jest, przynajmniej dotychczas, nieusuwalna. Wady te dotyczą wykorzystywanych danych finansowych,

konstrukcji wskaźników oraz ich interpretacji. Do wad wskaźników związanych z wykorzystywanymi danymi finansowymi należy zaliczyć: podatność na przerwanie porównywalności danych finansowych, podatność na osłabienie wiarygodności danych, historyczny charakter danych finansowych i wskaźników. Wady wskaźników związane z ich konstrukcją dotyczą: braku podstaw teoretycznych, uproszczeń konstrukcyjnych, podatności na manipulacje. Wady interpretacyjne wskaźników dotyczą: braku interpretacji bez porównania, braku jednolitych zasad oceny wskaźników oraz nadmiernej subiektywności interpretacji. Wskaźniki umożliwiają porównywanie rozmaitych informacji finansowych oraz badanie relacji między nimi. Ich dobór powinien być zdeterminowany przez cel badania, możliwości pozyskania danych liczbowych, a także przez przekonania analityka finansowego. Wnikliwa i dogłębna analiza pozwala właściwie ocenić kondycję finansową przedsiębiorstwa i umożliwia podjęcie trafnych decyzji gospodarczych zarówno o charakterze operacyjnym, jak i strategicznym, a także odnośnie do kontroli zgodności stanu rzeczywistego z założeniami. Częstotliwość wykorzystywania wskaźników w praktyce, warunkowana ich zaletami i pojemnością informacyjną, pozwala na wyodrębnienie tych, które mogą być uważane za podstawowe i najpopularniejsze.

### **3. Analiza klasycznych wskaźników finansowych przedsiębiorstwa**

Przedsiębiorstwo ABC jest spółką z ograniczoną odpowiedzialnością, w szczególności zajmuje się gospodarowaniem i wynajmowaniem swoim udziałowcom, jak również innym osobom, pomieszczeń handlowych w budynku Dom Handlowy ABC. Zadaniem jest eksploatacja, remontowanie i modernizacja Domu Handlowego w celu zapewnienia udziałowcom dogodnych warunków do prowadzenia działalności handlowej na własny rachunek. Każdy udziałowiec ma zagwarantowane prawo do pierwszeństwa w korzystaniu z powierzchni handlowych proporcjonalnie do wpłaconych udziałów w spółce pod warunkiem terminowego wpłacania opłat eksploatacyjnych. Każdy udziałowiec jest współwłaścicielem budynku Dom Handlowy ABC w części proporcjonalnej do wpłacanych na zakup tego obiektu udziałów. Opłaty eksploatacyjne za korzystanie ze stoisk handlowych i budynku D.H. ABC ustala zarząd na podstawie kalkulacji kosztów. Kalkulację zatwierdza rada nadzorcza Spółki. Ponadto należy zwrócić uwagę, że spółka ABC jest małym podmiotem gospodarczym, której główna rola opiera się na zarządzaniu i eksploatacji majątkiem, jakim jest Dom Handlowy ABC. Sama spółka nie prowadzi żadnej działalności produkcyjnej. Główne przychody pochodzą więc z opłat eksploatacyjnych za udostępnianie powierzchni handlowej w Domu Handlowym. Obecnie spółka nie prowadzi przewidzianej w umowie działalności handlowej związanej ze sprzedażą detaliczną i hurtową artykułów przemysłowych. Ta forma aktywności jest jednak w przyszłych planach spółki.

**Tabela 1**

Wybrane wskaźniki finansowe w analizowanym przedsiębiorstwie (%)

Wyszczególnienie	Rok I	Rok II	Rok III
<b>Wskaźniki rentowności</b>			
Marża zysku operacyjnego	-7,43	-13,98	-9,10
Marża zysku brutto	-7,45	-6,30	-8,54
Marża zysku netto	-7,45	-6,30	-8,54
Rentowność brutto	-6,95	-5,65	-7,83
Rentowność inwestycji (ROI)	-3,16	-4,83	-2,66
Rentowność aktywów (ROA)	-3,16	-2,18	-2,49
Rentowność kapitałów własnych (ROE)	-3,27	-2,21	-2,60
<b>Wskaźniki płynności</b>			
Wskaźnik bieżącej płynności (wskaźnik płynności I)	7,67	6,31	1,95
Wskaźnik podwyższonej płynności (wskaźnik płynności II)	7,56	6,31	1,95
Wskaźnik gotówkowej płynności (wskaźnik płynności III)	7,38	5,89	1,69
<b>Wskaźniki zadłużenia</b>			
Wskaźnik zadłużenia ogólnego	3,11	1,66	4,16
Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego	3,21	1,69	4,34
Wskaźnik samofinansowania	31,11	59,17	23,02
Wskaźnik zdolności kredytowej	0,01	0,13	0,38
Wskaźnik wiarygodności kredytowej	3,19	3,33	3,44
<b>Wskaźniki aktywności gospodarczej</b>			
Produktywność majątku całkowitego	0,43	0,35	0,29
Produktywność majątku trwałego	0,56	0,39	0,30
Produktywność majątku obrotowego	1,78	3,30	13,97
Rotacja zapasów w dniach	2,67	0,00	0,00
Rotacja zapasów mierzona liczbą obrotów	135,07		
Okres spływu należności	3,73	5,80	1,88
Rotacja należności mierzona liczbą obrotów	96,59	62,08	191,59
Rotacja zobowiązań krótkoterminowych w dniach	24,63	15,52	12,09
Rotacja zobowiązań krótkoterminowych mierzona liczbą obrotów	14,62	23,19	29,77

Źródło: opracowanie własne.

Wskaźniki rentowności informują o szybkości zwrotu zaangażowanego w przedsiębiorstwie kapitału. Na podstawie powyższych danych można stwierdzić, że w analizowanym przedsiębiorstwie wszystkie wskaźniki rentowności mają niestety wartość ujemną; jest to niekorzystna sytuacja. Spółka nie pomnaża zainwestowanych przez właścicieli środków, nie jest więc możliwy zwrot zaangażowanego kapitału. Działalność zarobkowa nie jest głównym zadaniem spółki, dlatego też wykazywana przez kolejne lata strata nie spowodowała zarządu do zmiany polityki i próby odwrócenia tej niekorzystnej sytuacji. Polityka kierownictwa nastawiona na przetrwanie nie daje podmiotowi szans szybkiego rozwoju, a co za tym idzie, zamyka właścicielom drogę do maksymalizacji wartości ich kapitałów.

Pozytywnym aspektem z analizy wskaźników rentowności jest fakt, że kształtują się one na niezbyt wysokim poziomie (nie odbiegają dużo od 0) i w kolejnych latach zauważalny jest lekki trend wzrostowy, jeżeli chodzi o wskaźniki ROA i ROE. Przed spółką stoi nadal szansa odrobienia niewielkich strat i wygenerowania w kolejnych latach zysku. Utrzymanie płynności finansowej jest jednym z ważniejszych zadań podmiotu gospodarczego. Niewywiązywanie się z bieżących zobowiązań może stanowić podstawę do postawienia podmiotu w stan upadłości. Z powyższych obliczeń wynika, że spółka charakteryzuje się dobrą płynnością finansową, o czym świadczą dosyć wysokie wskaźniki płynności zarówno bieżącej, jak i podwyższonej. Aktywa obrotowe przewyższają zobowiązania bieżące prawie dwa razy, co według literatury przedmiotu jest wartością optymalną. Na takim samym poziomie kształtuje się wskaźnik podwyższonej płynności, ze względu na nieposiadanie przez podmiot gospodarczy w III roku zapasów. Bardzo wysokie wielkości prezentuje też wskaźnik płynności gotówkowej, ale jest to spowodowane głównie tym, że majątek obrotowy to w ponad 80% środki pieniężne. Od II roku można zaobserwować tendencję spadkową wszystkich wskaźników. Pomimo to ich wartości są zadawalające, a co za tym idzie, spółce nie zagraża niebezpieczeństwo utraty płynności. Analiza zadłużenia pozwala ocenić politykę finansową przedsiębiorstwa, stąd określa się ją też analizą struktury finansowej. Wskaźnik ogólnego zadłużenia – wielkość tego wskaźnika w analizowanej spółce – jest niewielka – przekracza nieco ponad 4%. Świadczy to o bardzo małym wykorzystaniu kapitału obcego i niskim ryzyku finansowym. Podobną tendencją odznacza się wskaźnik zadłużenia kapitału własnego – wielkość wskaźnika jest bardzo niska, chociaż wykazuje on pewną niewielką tendencję wzrostową. O niewielkim stopniu zaangażowania kapitałów obcych świadczy również wskaźnik samofinansowania. Jego duże wartości dochodzące do poziomu 23 w III roku świadczą o tym, że kapitał własny spółki jest 23 razy większy od kapitału obcego. Niekorzystnie kształtuje się wskaźnik zdolności kredytowej. Oznacza on, że generowana przez spółkę nadwyżka finansowa jest w stanie pokryć tylko 38% zadłużenia efektywnego przedsiębiorstwa (czyli po odjęciu środków pieniężnych i papierów krótkoterminowych). Wskaźnik ten uległ znacznej poprawie i należy się spodziewać, że tendencja ta utrzyma się. Ostatnim z tej grupy wskaźników jest wskaźnik wiarygodności kredytowej. Za wartość optymalną tego wskaźnika podaje się 1,5 lub więcej. W badanym przedsiębiorstwie wielkość ta sięga ponad 3, co oznacza że posiadana nadwyżka finansowa w pełni wystarcza na pokrycie rat kapitałowych i odsetek od zaciągniętych kredytów. Dobry poziom tego wskaźnika spowodowany jest znikomym wykorzystaniem kredytów przez spółkę, stąd też wielkość rat i odsetek jest bardzo mała. Do najważniejszych wskaźników aktywności gospodarczej należy zaliczyć wskaźniki obrotowości majątku. Jak wynika z zestawienia, produktywność majątku całkowitego utrzymuje się na bardzo niskim poziomie poniżej 1, co świadczy o tym, że nie został on nawet raz obrócony w celu uzyskania przychodów. Potencjał spółki nie jest więc w prawidłowy sposób wykorzystywany do pomnażania zysków. W niskim poziomie tego wskaźnika można upatrywać jednego z głównych powodów generowania strat spółki. Niepokojąca jest też tendencja do obniżania się tego

wskaźnika. Tendencja spadkowa jest również widoczna w przypadku produktywności majątku trwałego. Wskaźnik ten pokazuje, ile razy sprzedaż jest większa od środków trwałych zaangażowanych w działalności przedsiębiorstwa. W analizowanym przedsiębiorstwie te środki trwałe są większe od przychodów netto, co potwierdza tylko wnioski wysunięte na podstawie wskaźnika produktywności majątku całkowitego. Produktywność majątku obrotowego nie ma dużego znaczenia w związku z minimalnym udziałem majątku obrotowego w całości aktywów spółki.

Kolejną grupę wskaźników aktywności stanowią wskaźniki szybkości obrotu (rotacji) składników majątku obrotowego czyli głównie zapasów i należności, których wartości zostały przedstawione w tabeli 1. Ze względu na niskie stany zarówno zapasów, jak i należności w analizowanej spółce, wskaźniki rotacji w dniach utrzymują się na bardzo niskim poziomie. Jest to sytuacja korzystna dla przedsiębiorstwa, gdyż nie zamraża ono i tak niewielkich środków obrotowych w mało rentowne aktywa. Wskaźnik rotacji zapasów w dniach informuje, że średni czas przetrzymywania ich w magazynach wynosi obecnie 0 dni, czyli spółka nie posiada zapasów ani w formie surowców, ani i materiałów i wyrobów gotowych. Wskaźnik okresu spływu należności informuje, ile dni należy średnio czekać na zapłatę za sprzedane wyroby lub świadczone usługi. W III roku wartość ta wynosiła 1,88, co oznacza, że czas oczekiwania na spłatę jest krótszy niż 2 dni. Bardzo krótkie terminy spłaty należności nie narażają spółki na wystąpienie należności nieściągalnych, których groźba wystąpienia wzrasta zawsze wraz z wydłużaniem się terminu ich spłaty. Obok wskaźników obrotowości majątku trwałego policzone zostały również wskaźniki rotacji zobowiązań krótkoterminowych. Jak wynika z tabeli, czas spłaty zobowiązań krótkoterminowych spada z poziomu 24 dni w I roku do poziomu 12 dni w roku III. Co za tym idzie, wzrasta wskaźnik rotacji mierzony liczbą obrotów na rok. Sytuacja ta spowodowana jest przede wszystkim sukcesywnym obniżaniem się wartości zobowiązań krótkoterminowych spółki. Zobowiązania krótkoterminowe stanowią dla organizacji krótkoterminowe źródło taniego kapitału i dlatego ich wysokie stany są w wielu przypadkach wskazane. Należy jednak zaznaczyć, że ich duży wzrost może powodować kłopoty z terminową spłatą. Spółka ABC wykazuje stratę netto, a więc pozbawiona jest właściwie środków finansowych z bieżącej działalności. W tej sytuacji obniżanie się wskaźnika rotacji zobowiązań krótkoterminowych w dniach należy uznać za bardzo korzystne.

## **Uwagi końcowe**

Z przedstawionego w pracy przeglądu literatury wynika, że analiza wskaźnikowa należy do najczęściej stosowanych narzędzi analizy finansowej, służącym do efektywnej i szybkiej oceny kondycji finansowej przedsiębiorstwa. Analiza wskaźnikowa umożliwia więc ocenę przeszłej, teraźniejszej oraz przyszłej działalności przedsiębiorstwa (Sierpińska, Jachna, 1999, s. 78). Wielość wskaźników wynikająca z szerokiego spektrum zagadnień, jakie mogą stać się przedmiotem rozważań, każe podzielić je na kilka grup, takich jak: wskaźniki



płynności, sprawności działania, rentowności czy też zadłużenia. Przeprowadzenie oceny wymaga odniesienia się do wszystkich wskaźników jednocześnie. Na podstawie przeprowadzonej analizy wskaźnikowej należy stwierdzić, że najbardziej niekorzystnie wypada ocena rentowności spółki, co jest spowodowane wykazywaniem strat w sprawozdaniach finansowych spółki. Składający się niemal w 100% ze środków pieniężnych majątek obrotowy zapewnia, przy utrzymywaniu niskich poziomów zobowiązań krótkoterminowych, ich prawie dwukrotne pokrycie, co świadczy o dobrej płynności finansowej spółki. Również wskaźniki zadłużenia i aktywności zdają się być na dobrym poziomie, który zapewnia jednostce stabilne funkcjonowanie. Należy podkreślić, że spółka ABC jest małym przedsiębiorstwem, powołanym przez jej założycieli do zarządzania i eksploatacji budynku handlowego i tym samym do stwarzania dogodnych warunków jej właścicielom do prowadzenia indywidualnej działalności zarobkowej w obiekcie handlowym. Celem nie jest więc generowanie zysków, ale utrzymanie i modernizacja powierzonego jej majątku trwałego. Spółka ABC jest jednym z wielu małych podmiotów gospodarczych na terenie województwa podkarpackiego, która, mimo że nie wykazuje zysków (unikając tym samym płacenia i tak wysokich podatków), stara się funkcjonować w miarę możliwości dobrze, spełniać swoje cele i dawać zatrudnienie jej pracownikom.

## Literatura

- Bednarski, L. (2007). *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*. Warszawa: PWE.
- Bednarski, L., Waśniewski, T. (red) (1996). *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*. Warszawa: Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce.
- Dudycz, T., Wrzosek, S. (2000). *Analiza finansowa. Problemy metodyczne w ujęciu praktycznym*. Wrocław: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu.
- Gabrusewicz, W. (2014). *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Teoria i zastosowanie*. Warszawa: PWE.
- Gołębiowski, G., Tłaczała, A. (2009). *Analiza finansowa w teorii i praktyce*. Warszawa: Difin.
- Jerzemowska, M. (red.) (2004). *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, Warszawa, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, s. 117, 119.
- Nestorowicz, R. (2014). Sprawozdawczość finansowa i jej rola w ocenie wyników działalności przedsiębiorstw. *Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy*, 3 (39), 320–329.
- Nowak, E. (2017). *Analiza sprawozdań finansowych*. Warszawa: PWE.
- Rutkowski, A. (2016). *Zarządzanie finansami*. Warszawa: PWE.
- Siemińska, E. (2002). *Metody pomiaru i oceny kondycji finansowej przedsiębiorstwa*. Toruń: Dom Organizatora.
- Sierpińska, M., Jachna, T. (2004). *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Skowronek-Mielczarek, A., Leszczyński, Z. (2007). *Controlling analiza i monitoring w zarządzaniu przedsiębiorstwem*. Warszawa: Difin.
- Tuczko, J. (2000) *Zrozumieć finanse firmy*. Warszawa: Difin.
- Waśniewski, T., Skoczylas, W. (2002). *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie*. Warszawa: Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce.
- Wędzki, D. (2009). *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego*. Tom 2: *Wskaźniki finansowe*. Kraków: Wolters Kluwer.

**RATIO ANALYSIS AS A TOOL USED TO ASSESS THE FINANCIAL SITUATION OF ENTERPRISES**

**Abstract:** *Purpose* – Economic entities, in order to be able to properly direct strategic actions, should constantly monitor assets and financial situation of the enterprise. Ratio analysis is an important part of financial analysis for the managers of the company, it provides information about the company's financial condition. The aim of this paper is to present the meaning of index analysis in assessing the financial condition of an enterprise, as well as conducting a ratio analysis.

*Methodology* – analysis of the literature on the subject; analysis of information included in financial statements, based on financial indicators. The article analysis the indicators of financial liquidity, profitability, economic activity and indebtedness. The choice of these indicators was made due to the fact that they are the basic indicators of financial analysis. The financial statements of limited liability companies were used for the analysis.

*Result* – in the decision-making process of a modern enterprise, the ratio analysis forms the basis of the information system necessary for the proper conduct of the management process. Financial indicators are a tool for interpreting financial statements, allowing to effectively assess the financial condition of an enterprise.

*Originality/value* – presented index analysis may be useful for practice, managers can draw conclusions and make appropriate economic decisions (both operational and strategic) and determine the need for corrective actions during the implementation of their decisions.

**Keywords:** ratio analysis, financial condition, enterprise

**Cytowanie**

Wilczyńska, M. (2018). Analiza wskaźnikowa jako narzędzie wykorzystywane do oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 185–194. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-16.

---

**RYNEK  
KAPITAŁOWY**

---



## Fuzje i przejęcia – aspekty teoretyczne\*

Eric Ambukita\*\*

**Streszczenie:** *Cel* – Celem badawczym niniejszego opracowania była, w oparciu o studia literatury przedmiotu, próba analizy fuzji i przejęć światowej i polskiej gospodarce.

*Metodologia badania* – W artykule zastosowano metodę analityczno-opisową, wykorzystując krajowe i zagraniczne źródła literaturowe.

*Wynik* – W wyniku przeprowadzonych badań przybliżono teoretyczne aspekty zjawiska fuzji i przejęć, usystematyzowano pojęcia z zakresu fuzji i przejęć oraz podjęto próbę wyjaśnienia tego zjawiska.

*Oryginalność/wartość* – Artykuł nie wyczerpuje bogatej problematyki fuzji i przejęć przedsiębiorstw i stanowi teoretyczny zbiór fundamentalnej wiedzy z obszaru teorii ekonomicznych, skupionych wokół fuzji i przejęć, przez pryzmat których postrzegać można przedsiębiorstwo. Wciąż pozostaje wiele kwestii domagających się dookreślenia – ważne wydają się szczególnie badania empiryczne poświęcone weryfikacji wzrostu wartości przedsiębiorstwa.

**Słowa kluczowe:** fuzje i przejęcia, transakcja, przedsiębiorstwa

### Wprowadzenie

Fuzje i przejęcia są transakcjami stosowanymi przez przedsiębiorstwa celem osiągnięcia określonych zamierzeń strategicznych i finansowych. Ich konsekwencją może być połączenie dwóch podmiotów gospodarczych w jedną organizację w taki sposób, aby osiągnąć nowe cele, wspólnie uczestnicząc w rynku. W ostatnich latach w literaturze z zakresu zarządzania badacze koncentrowali się na relacjach pomiędzy aliansach, ilości i jakości powiązań pomiędzy firmami, a także fuzjach i przejęciach. Łączenie się przedsiębiorstw, przejmowanie jednych przez drugie, tworzenie grup kapitałowych stanowi wyraz poszukiwania korzyści synergii, które mają zapewnić wzrost konkurencyjności i zdolności do podtrzymywanego rozwoju i wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Transakcje fuzji i przejęć są najszybszą metodą rozwoju i dlatego stały się jednym z najważniejszych elementów strategii przedsiębiorstw, obok *joint ventures*, aliansów, sojuszy czy partnerstw. Transakcja, aby była uzasadniona, powinna kreować większą wartość niż strategia wewnętrznego wzrostu przedsiębiorstwa. O skali zjawiska fuzji i przejęć w gospodarce światowej świadczy liczba

---

\* Artykuł powstał w ramach projektu badawczego pt.: „Fuzje i przejęcia jako strategia wzrostu wartości przedsiębiorstwa” sfinansowanego ze środków dotacji podmiotowej na działalność statutową Wydziału Finansów i Bankowości w Poznaniu w 2017 r. na realizację projektu badawczego.

\*\* dr Eric Ambukita, Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu, Instytut Nauk Ekonomicznych, ul. Powstańców Wielkopolskich 5, 61-895 Poznań, e-mail: ambukitaeric@yahoo.fr.

i wartość zawieranych transakcji. Wartość globalnego rynku fuzji i przejęć w 2017 roku osiągnęła 3,6 bln USD (2,993 mld EUR). Wartość ta praktycznie nie uległa zmianie od 2016 roku, a liczba transakcji jest najwyższa od lat 80. XX wieku (www.obserwatorfinansowy.pl, 2018). Fuzje i przejęcia mają wpływ na wiele aspektów działalności przedsiębiorstwa: na produkcję, zarządzanie, gospodarowanie czynnikiem ludzkim, kulturę organizacyjną oraz finanse. Rezultaty fuzji i przejęć widoczne są generalnie na dwóch obszarach, w działalności operacyjnej i wynikach finansowych połączonych firm.

Problematyka artykułu została zawarta w punktach, w których poruszono następujące kwestie: problematykę badawczą, podstawowe pojęcia, teoretyczne uzasadnienie motywów fuzji i przejęć. Badanie kończy analiza fuzji i przejęć na świecie i w Polsce. W opracowaniu, z względu na ograniczenie objętości, skoncentrowano się jedynie na aspekcie teoretycznym, natomiast empiryczna weryfikacja wartości będzie podlegała analizie w drugiej części opracowania.

## 1. Podstawowe pojęcia fuzji i przejęć

Transakcje fuzji i przejęć są jedną z metod zewnętrznego rozwoju przedsiębiorstwa. Metoda ta cieszy się coraz większą popularnością. Transakcje fuzji i przejęć wykorzystywane są z jednej strony jako narzędzie pozwalające na szybką ekspansję, umożliwiającą uzyskanie pozycji dominującej na rynku, a z drugiej – jako narzędzie umożliwiające obniżenie kosztów funkcjonowania poprzez uzyskanie korzyści skali, co wiąże się z efektywnym wykorzystywaniem posiadanych zasobów (Korpus, 2013, s. 7). Fuzje i przejęcia w języku angielskim, w którym literatura na temat fuzji i przejęć jest najobszerniejsza, najczęściej używa się ogólnego terminu *mergers & acquisitions* (M&A), stosując jednak także terminy, jak *takeover*, *consolidation* czy *buyout* (Frackowiak, 2009, s. 24). M&A stanowią bardzo ważne zjawisko, które jest nieodłączną częścią kontekstu społeczno-gospodarczego i które wzbudza szerokie zainteresowanie na wielu płaszczyznach badawczych, zarówno pod względem ich liczby, jak i wartości. Fuzje i przejęcia są działaniami łączenia lub przejęcia kontroli nad przedsiębiorstwami docelowymi, dokonywanymi poprzez zakup lub wymianę akcji. W przypadku nabycia, aktywa przedsiębiorstwa docelowego są przejmowane pośrednio przez kupującego poprzez posiadanie akcji, które definiują jego prawo własności do tej firmy (Calipha, Tarba, Brock, 2010, s. 24). Działania te stanowią jedną z głównych praktyk wzrostu zewnętrznego. Wzrost zewnętrzny oznacza zatem sposób rozwoju oparty na przejęciu środków produkcji już zorganizowanych i posiadanych przez podmioty zewnętrzne firmy. Maksymalizacja tempa wzrostu oraz osiągnięcie zadowalającej stopy zysku może być osiągnięta poprzez generowanie zysku i pomnażanie majątku właścicieli, co w rzeczywistości jest podstawowym celem istnienia i funkcjonowania przedsiębiorstwa (Pierścioneek, 1996, s. 14). W literaturze anglojęzycznej do wyjaśnienia procesów „połączenie, łączenie się” przedsiębiorstw używa się ogólnego terminu: *mergers and acquisitions*, przy czym *mergers* określa najczęściej fuzję, a *acquisitions* – przejęcie (Herdan, 2008, s. 11).

Natomiast w językoznawstwie termin „fuzja” określa się jako „połączenie, zjednoczenie się (...) przedsiębiorstw handlowych, towarzystw akcyjnych” (Sasiak, 1999, s. 21). W literaturze polskiej, za terminologią angielską i francuską, stosuje się również określenia „akwizycje” (ang. *acquisitions*) oraz mariaże (ang. *mergers*, franc. *fusion, marriage*) (Sułkowski, 2017, s. 21). Połączenie lub łączenie się przedsiębiorstw będzie się odnosić do takich przypadków, w których z dwóch (lub więcej) niezależnych bytów prawnych, pozostaje jeden. W literaturze naukowej fuzja rozumiana jest jako połączenie dwóch lub więcej podmiotów gospodarczych w nowy organizm w konsekwencji umowy między tymi organizacjami.

Fuzje między firmami prowadzą do tego, że firma A i firma B tworzą firmę AB (w przypadku fuzji równych sobie firm) lub Ab lub aB (fuzja asymetryczna) lub C (fuzja jest czasami okazją do zmiany nazwy lub nawet rodzaju działalności). Przejęcia umożliwiają firmie A uzyskanie statusu firmy A+. Zazwyczaj są one dokonywane w drodze publicznej oferty przejęcia i należy je odróżnić od zwykłego nabycia udziałów. Czasami kupiona marka znika, a czasami pozostaje (w Stanach Zjednoczonych nadal są stacje Amoco, Texaco i Mobil, ale grupy te zostały kupione odpowiednio przez BP, Chevron i Exxon). Granica między tymi dwoma rodzajami transakcji jest niewyraźna, ponieważ często to, co przedstawia się jako fuzję, okazuje się w rzeczywistości przejęciem lub odwrotnie, stąd też mieszana nazwa – M&A. W większości przypadków mamy do czynienia z przejęciami, którymi trzeba następnie zarządzać, i to właśnie wtedy mówimy o fuzji zespołów, projektów itp. w celu stworzenia synergii. Otwarte jednak pozostaje pytanie, czy operacje te są ostatecznie korzystne dla zainteresowanych firm, udziałowców, pracowników i konsumentów? Fuzja polega na prawnym i ekonomicznym połączeniu niezależnych organizacji w celu realizacji wspólnych korzyści, przy czym może ona dotyczyć podmiotów jako całości lub tylko ich części. Natomiast przejęcie jednej organizacji przez inną to sytuacja, gdy podmiot przejmujący nabywa w sposób bezpośredni istotną część tytułów własności w organizacji przejmowanej na tyle znaczącą, że może sprawować nad nią kontrolę strategiczną. Zatem fuzje i przejęcia stanowią pewien tryb rozwoju, który umożliwia wzmocnienie konkurencyjności przedsiębiorstw, wejście na nowe rynki, umiędzynarodowienie, zdobycie nowych umiejętności i dywersyfikację.

Reasumując, najbardziej rozpowszechnione jest definiowanie fuzji jako procesu łączenia się dwóch autonomicznych organizacji w celu stworzenia nowej, odrębnej, podczas gdy za przejęcie uznaje się zdobycie kontroli przez jedną – zwykle silniejszą – organizację nad inną. Ponadto fuzja oznacza scalenie organizacji, a przejęcie związane jest z nabywaniem jednej organizacji przez drugą.

## 2. Problematyka badawcza

Fuzje i przejęcia stają się coraz częstszą metodą rozwoju przedsiębiorstwa, ale nie są tak często praktykowane, jak działania składające się na rozwój organiczny. Chociaż zjawisko to nie występuje w sposób liniowy, ale raczej w falach, wydaje się być powszechnie

obecne. Transakcje M&A charakteryzowały się pięcioma dużymi falami, które naznaczyły XX wiek. Pierwsza miała miejsce w latach 1893–1904 i była to tzw. fala szalejącej spekulacji wartością aktywów. Obejmowała głównie połączenia między jednostkami o takim samym profilu działalności, a podstawowym czynnikiem, który zdecydował o jej wystąpieniu, było dążenie do wzrostu efektywności. Druga fala trwała przez lata 20. XX wieku. Była to fala, która zmieniła obraz rynku z monopolistycznego w kierunku oligopolistycznego. Te dwie pierwsze, które dotknęły jedynie kraje anglosaskie, doprowadziły do powstania wielu międzynarodowych firm. Wydaje się, że działania te miały raczej charakter strategiczny niż finansowy. W Europie Zachodniej ruch ten pojawił się nieco później i rozprzestrzenił się szerzej dopiero po drugiej wojnie światowej. Obok państw anglosaskich, w latach 60. XX wieku powstała trzecia fala, która trwała do początku lat 70. XX wieku i doprowadziła do powstania konglomeratów – tzw. era konglomeratów. Nowa fala dotknęła państwa zachodnie, Francję i Niemcy, tworząc liczne konglomeraty (Mueller, 1980, s. 325). W przeciwieństwie do poprzednich fal, które miały miejsce w okresach rozwoju gospodarczego, czwarta fala rozpoczęła się w 1981 roku. Istniejąca głównie w Stanach Zjednoczonych, opierała się ona bardziej niż trzy pierwsze na logice finansowej. Piąta i największa fala miała miejsce w połowie lat 90. XX wieku, powodując pojawienie się globalizacji finansowej. Istnieje wiele powodów motywujących do przeprowadzania transakcji M&A i skłaniających firmy do korzystania z tej formy rozwoju. Operacje te wiążą się z poważnymi wyzwaniem w zakresie wydajności i tworzenia wartości. Do głównych powodów motywujących należą wzrost siły rynkowej, realizacja efektów synergii, dostęp do nowych rynków i nowych technologii, poprawa wyników na rynku papierów wartościowych itp. Transakcje M&A pozwalają firmom stawić czoła konkurencji i przystosować się do zmian wynikających z otoczenia gospodarczego, w którym działają.

W wielu badaniach przeanalizowano w szczególności wpływ transakcji M&A na wartość akcji, zarówno w kontekście samej daty ogłoszenia (Eckbo, 1986, s. 236; Jensen, Ruback, 1983, s. 5–50), jak i w szerszych ramach czasowych (Loughran, Vijh, 1997, s. 176). Z badań tych jasno wynika, że to właśnie spółki docelowe osiągają znaczące zyski z powodu coraz wyższych premii, które otrzymują. Wyniki różnią się, jeśli chodzi o zyski spółek przejmujących. Taki zysk może być dodatni (Jarell, Poulsen, 1989, s. 12–19), zerowy (Healey, Khakee, Motte, Needham, 1997, s. 15) lub ujemny (Agrawal, Jaffe, Mandelker, 1992, s. 16). Mueller (1980, s. 353) pisał już, że żaden inny temat dotyczący ekonomiki przedsiębiorstw nie jest tak kontrowersyjny, jak zjawisko korporacyjnych fuzji i przejęć, zarówno pod względem ich przyczyn, jak i konsekwencji. Prowadzi to do bliższego przyjrzenia się tym transakcjom i ich wpływowi na nietypowe, długoterminowe zyski spółek przejmujących, zwracając przy tym szczególną uwagę na asymetrię informacyjną między potencjalnymi nabywcami w momencie przejęcia. Biorąc pod uwagę presję wywieraną przez akcjonariuszy, których głównym celem jest poprawa ogólnych wyników przedsiębiorstwa, menedżerowie często faworyzują tego rodzaju transakcje, które zyskały powszechną akceptację, i uznają je jako znacznie szybszy sposób rozwoju niż rozwój organiczny.



Paradoksalnie, wiele badań, przeprowadzonych zarówno przez badaczy strategii, jak i firmy konsultingowe udowodniło, że jest odwrotnie, i że większość transakcji fuzji i przejęć jest skazanych na porażkę w tym sensie, że nie zwiększają one wydajności. Meier i Schier (2003) szacują stopień nieskuteczności na ponad 50%. W ramach tego badania (w dalszej części opracowania) podjęto próbę określenia najważniejszych czynników, które wpłynęły na inną niż oczekiwana zmianę wartości przedsiębiorstwa po fuzji lub przejęciu.

### 3. Teoretyczne wyjaśnienie motywów fuzji i przejęć

Badanie transakcji fuzji i przejęć stanowi ważny obszar badań w połączeniu z wieloma dziedzinami, takimi jak ekonomia przemysłu, strategia korporacyjna, zarządzanie i finanse. Opracowano wiele teorii mających na celu wyjaśnienie przyczyn fuzji i przejęć lub analizę ich konsekwencji. Zainteresowanie zjawiskiem fuzji i przejęć nie jest zjawiskiem nowym. Jednakże zainteresowanie to wzrosło wraz ze wzrostem liczby fuzji i przejęć w latach 80. XX wieku. Fuzje i przejęcia są powszechne w kontekście gospodarczym, charakteryzującym się znacznymi zmianami w jego otoczeniu, podczas gdy restrukturyzacja i reorganizacja przedsiębiorstw są kontynuowane w sposób ciągły. Ponadto przeprowadzono szereg badań mających na celu określenie konsekwencji, jakie dla danego kraju będą miały przejęcia dokonane przez inne firmy krajowe lub podmioty zagraniczne. Obecnie, w kontekście globalizacji rynków, nie powinno dziwić, że zainteresowanie to się utrzymuje. Żywe zainteresowanie zjawiskiem fuzji i przejęć idzie w parze z brakiem konsensusu co do ich konsekwencji dla kraju, w którym mają one miejsce, lub dla przedsiębiorstw uczestniczących w tych transakcjach. Ten brak konsensusu z pewnością nie wynika z braku badań na ten temat: przeprowadzono liczne analizy mające na celu zbadanie i określenie korzyści i kosztów takich transakcji. Zbyt szeroki zakres wniosków dotyczących kosztów i korzyści fuzji i przejęć nie pozwala na osiągnięcie jasnego i jednoznacznego konsensusu. W tej części opracowania postaramy się objaśnić różne motywacje teoretyczne połączeń jednostek gospodarczych. Ocena wyników spółek biorących udział w fuzji lub przejęciu jest przedmiotem szeroko zakrojonych badań. Zainteresowanie zarówno wśród naukowców, jak i samej opinii publicznej, było często wzmacniane poprzez nagłaśnianie w mediach niektórych większych, czasem spektakularnych, przejęć lub fuzji. Celem było następnie ustalenie konsekwencji tych transakcji poprzez ocenę korzyści i kosztów zarówno dla krajów, w których zlokalizowane są przedsiębiorstwa uczestniczące w tych transakcjach, jak i dla samych przedsiębiorstw. Różnorodność przyczyn i konsekwencji fuzji i przejęć doprowadziła do powstania wielu hipotez, z których każda ma na celu wyjaśnienie części zjawiska. Założenia te można podzielić na trzy główne teorie

- teoria internalizacji,
- teoria kompetencji technologicznych,
- teoria kosztów transakcyjnych.

### 3.1. Teoria internalizacji

Teoria internalizacji opiera się na pojęciu składnika wartości niematerialnych. Jej autorem jest współczesny ekonomista amerykański, Ronald Harry Coase, laureat Nagrody Banku Szwecji im. Alfreda Nobla w dziedzinie ekonomii w 1991 roku. Istota internalizacji działalności przedsiębiorstwa polega na przejęciu przez nie pewnych funkcji, które były realizowane w stosunku do niego przez niezależnych partnerów; proces ten prowadzi do powstania lub wzrostu międzynarodowego przedsiębiorstwa (Rymarczyk, 2004, s. 45–46). Internalizacja powoduje, że przedsiębiorstwo unika kosztów transakcyjnych w odniesieniu do pewnych produktów i usług i wybiera integrację pionową, tzn. przejmuje swoich dostawców i odbiorców. Ponadto, oprócz chęci uniknięcia kosztów, a także ryzyka transakcji, do motywów internalizacji zalicza się dążenie do monopolizacji wiedzy i know-how (Rymarczyk, 2004, s. 46).

Według tej teorii, aby stać się atrakcyjnym kandydatem do fuzji lub przejęcia, firma musi posiadać składnik wartości niematerialnych, który sprawia, że jest ona rentowna. Może on przybierać kilka form, takich jak znajomość określonego rynku, know-how w zakresie stosowania określonej technologii lub doskonała reputacja w kwestii jakości produktu. Zazwyczaj składnik ten musi charakteryzować się dwoma głównymi cechami. Po pierwsze, musi mieć atrybuty dobra publicznego. Oznacza to, że jego koszt użytkowania w przedsiębiorstwie musi wynosić zero. Po drugie, musi wiązać się z wysokimi kosztami transakcji, tak aby najbardziej efektywną pod względem kosztów metodą przeniesienia aktywów była fuzja lub nabycie, a nie zakup lub dzierżawa. Teoria internalizacji zakłada, że nabywca spółki przejmowanej chce nabyć ten składnik wartości niematerialnych. Zapewni mu to przewagę konkurencyjną, która ostatecznie powinna przełożyć się na wzrost rentowności. Jednakże obecność składnika wartości niematerialnych, jeśli jest już rozpoznana, to najczęściej przez konkurenta. Oznacza to, że teoria internalizacji wyjaśnia przede wszystkim fuzje poziome.

### 3.2. Teoria kompetencji technologicznych

Rosnące znaczenie technologii doprowadziło do sformułowania nowej teorii, która stanowi część teorii internalizacji. Trzon współczesnej teorii firmy stanowią następujące koncepcje: neoklasyczna teoria firmy, menedżerskie teorie firmy, behawioralna teoria firmy, teoria agencji, teoria praw własności i teoria kosztów transakcyjnych (Gorynia, 1998, s. 36). Jest to teoria kompetencji technologicznych opracowana niedawno przez Johna Cantwella. Opiera się ona w rzeczywistości na umiędzynarodowieniu składnika wartości niematerialnych o charakterze technologicznym. Teoria ta zakłada, że technologia składa się z dwóch elementów: jednego, który może być zakodowany, na przykład, w formie pisemnej informacji o technologii, planach itp. oraz drugiego, którego nie można zakodować, na przykład niektórych informacji potrzebnych do obsługi technologii, części wiedzy, sposobu jej działania itp. To właśnie ten ostatni element stanowi w rzeczywistości kompetencję technologiczną, tj. składnik wartości niematerialnych. Uważa się, że kompetencja technologiczna

ma kluczowe znaczenie dla sukcesu przedsiębiorstwa. Teoria ta ma pewne konsekwencje. Po pierwsze, jeżeli przedsiębiorstwo docelowe należy do przemysłu, który sprzyja wykorzystaniu technologii, potencjalny nabywca będzie bardziej skłonny zlokalizować tam obiekty B&R, promując w ten sposób lokalne innowacje. Po drugie, w przypadku gdy lokalne przedsiębiorstwa mają niski potencjał technologiczny, fuzje i przejęcia mogą zachęcać do produkcji na wyższym poziomie technologicznym. Po trzecie, w przypadkach pośrednich, tj. gdy przedsiębiorstwa przeprowadzają badania, ale nie znajdują się na granicy technologicznej, fuzje i przejęcia mogą prowadzić do pełnej absorpcji przemysłu docelowego.

### 3.3. Teoria kosztów transakcyjnych

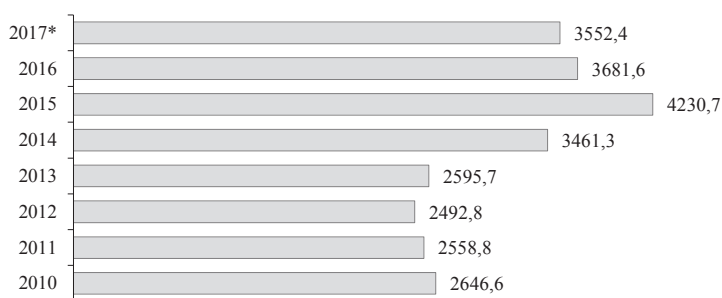
Teoria kosztów transakcyjnych jest – obok teorii agencji i teorii praw własności – jednym z najważniejszych składników nowej ekonomii instytucjonalnej (Gorynia, 2007, s. 114–115). Aby zapewnić dostępność surowców, zmniejszyć niepewność dostaw lub obniżyć koszty związane z dostawami tych surowców, przedsiębiorstwo może podjąć decyzję o współpracy z zainteresowanym dostawcą. Jest to podstawa teorii kosztów transakcyjnych. Teoria ta odnosi się głównie do transakcji o charakterze wertykalnym. Ma to większe znaczenie, jeżeli liczba nabywców i sprzedawców uczestniczących w rynku jest zredukowana, dostęp do danych dotyczących cen i kosztów jest ograniczony, a koszty związane ze zmianą dostawcy nie są małe. Podstawy tej teorii opracował w latach 30. XX wieku R. Coase, który zauważył, że alternatywnym mechanizmem alokacji zasobów wobec rynku jest hierarchiczna struktura podejmowania decyzji w ramach danego systemu zarządzania w przedsiębiorstwie oraz że podstawowym czynnikiem decydującym o powstawaniu, rozmiarach i strukturze przedsiębiorstw jest motyw oszczędności w obszarze kosztów wykorzystania mechanizmu cenowego, czyli kosztów regulacji alokacji zasobów przez rynek. Poziom kosztów transakcyjnych zależy od sześciu podstawowych czynników: liczby uczestników zawieranych transakcji, struktury rynkowej, charakterystyki występujących w transakcjach zasobów i aktywów, rodzaju zawieranych kontraktów, zakresu niepewności postępowania partnerów transakcji oraz typu i formy własności. W teorii kosztów transakcji firma traktowana jest jako „struktura regulacji”, umożliwiająca minimalizację kosztów transakcyjnych.

Podsumowując – powyższe trzy teorie pokazują, jak różne mogą być motywy skłaniające przedsiębiorstwa do łączenia się lub przejmowania innych przedsiębiorstw. Można założyć, że wszystkie te motywy mają ostatecznie długoterminowy cel, jakim jest zwiększenie rentowności przedsiębiorstwa. Rozsądne wydaje się więc założenie, nawet jeśli nie zawsze tak jest, że bez względu na motywy transakcji, ostatecznym celem kierownictwa spółki przejmującej jest zawsze zwiększenie zysków w perspektywie długoterminowej. Jednak realizacja celu, jakim jest maksymalny długoterminowy zysk, jest powiązana z tak wieloma innymi czynnikami, że statystyczny pomiar pojedynczego wpływu fuzji lub przejęcia na zyski może okazać się bardzo trudny.

#### 4. Fuzje i przejęcia w gospodarce światowej

Przez kilka ostatnich lat wartość fuzji i przejęć na świecie kształtowała się na poziomie około 2,5 bln USD rocznie. Jest to wartość o połowę niższa od wartości transakcji fuzji i przejęć, jaka miała miejsce na świecie w 2007 roku, czyli przed kryzysem finansowym. W ostatnich latach dochodziło do dużej liczby przejęć małych i średnich przedsiębiorstw, na co wskazuje stosunkowo wysoki iloraz liczby transakcji do ich wartości. Rok 2015 był rekordowym rokiem dla fuzji i przejęć. Od początku stycznia zawarto na całym świecie umowy tego typu warte łącznie 3,49 bln USD, gdy w 2014 roku wyniosły one 2,8 bln USD. Choć rynek ten rośnie, to spada na nim rola Europy. Na przejęcia europejskich spółek wydano w 2014 roku 763,6 mld USD, czyli 22% wartości umów fuzji i przejęć z całego świata. W przedkryzysowym 2007 roku odsetek ten wynosił 41%.

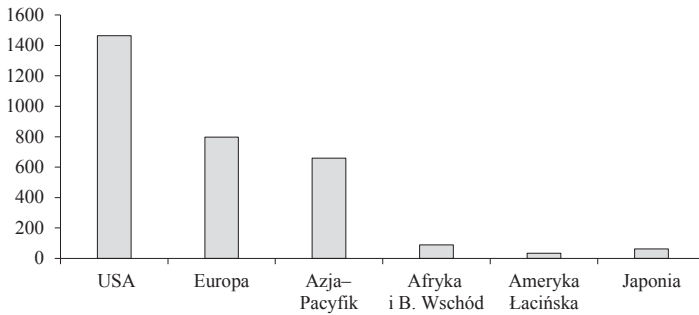
Wartość fuzji i przejęć na świecie w 2017 roku przekroczyła 3,5 bln USD, czyli była o 3,5% niższa niż rok wcześniej. Z raportu kancelarii prawnej Allen & Overy na temat rynku fuzji i przejęć w 2017 roku wynika, że było znacząco mniej wielkich transakcji (o wartości ponad 5 mld USD) i wyraźnie więcej transakcji o wartości od 500 mln USD do jednego miliarda USD. Obserwując zachowanie analizowanego rynku fuzji i przejęć, można zauważyć, że po roku 2011 nastąpił spadek wartości M&A, a następnie, w roku 2013, jego wzrost, który osiągnął apogeum w 2015 roku (rys. 1). Natomiast w latach 2016 i 2017 obserwuje się spadek wartości transakcji, który można wytłumaczyć sytuacją polityczną na świecie, w tym Brexitem, sytuacją w Hiszpanii związaną z Katalonią, z zapowiadaną przez prezydenta Donalda Trumpa reformą podatkową, co spowodowało, że przedsiębiorstwa ostrożnie podchodziły do dużych, przekraczających miliard dolarów, przejęć. Na spadek wartości transakcji wpłynęła także niepewność związana z wynikami wyborów w Niemczech, jak również napięcia na półwyspie Koreańskim i Bliskim Wschodzie.



\* Dane wstępne.

**Rysunek 1.** Wartość ogłoszonych transakcji fuzji i przejęć na świecie w latach 2010–2017 (mld USD)

Źródło: opracowanie na podstawie Dealogic, stan na 2 stycznia 2018 r.



**Rysunek 2.** Wartość transakcji fuzji i przejęć na świecie w 2016 roku (mld USD)

Źródło: jak pod rys. 1.

## 5. Polski rynek fuzji i przejęć

W Polsce rynek fuzji i przejęć rozwijał się w XX wieku, lecz dopiero zmiany systemowe i reformy przeprowadzone po 1989 roku otworzyły całkowicie rynek dla prywatnych inwestorów. Początki polskiego rynku fuzji i przejęć związane były z rozpoczęciem procesów prywatyzacji, która była efektem przemian gospodarczych i zmian ustroju politycznego, jakie nastąpiły po 1989 roku. Przez pierwsze dziesięć lat gospodarki rynkowej dochodziło głównie do prywatyzacji przedsiębiorstw przez krajowych i zagranicznych inwestorów. Skarb Państwa sprzedawał pakiety kontrolne zainteresowanym podmiotom. Wprawdzie nie było to klasyczne nabycie, ale spełniane były motywy realizacji transakcji. Dynamiczny rozwój fuzji i przejęć w Polsce miał miejsce na przełomie 1999/2000, natomiast w 2001 roku, wraz z pogorszeniem koniunktury gospodarczej w Polsce, jak i na całym świecie, zaobserwowano spadek aktywności związanej z transakcjami fuzji i przejęć; sytuacja ta trwała do 2004 roku. Wstąpienie Polski do Unii Europejskiej przyczyniło się do liberalizacji przepływów kapitałowych, co pozwoliło na istotną zmianę postrzegania polskiej gospodarki przez zagranicznych inwestorów, a to wyraźnie spowodowało wzrost liczby zawieranych transakcji przejęć i połączeń. Pozytywna sytuacja na rynku M&A trwała do 2008 roku i zakończyła się wraz ze światowym kryzysem finansowym.

Jak wynika z raportu „Emerging Europe M&A Report 2016/17”, opracowanego przez kancelarię CMS, w minionym roku zawarto na polskim rynku 279 transakcji fuzji i przejęć, których łączna wartość przekroczyła 11,2 mld euro. Najwięcej fuzji i przejęć miało miejsce w branży nieruchomości i budownictwa, w produkcji, usługach i telekomunikacji. W porównaniu z 2015 rokiem, liczba transakcji M&A spadła, za to wzrósł ich wolumen. W rekordowym pod względem wartości fuzji i przejęć na rynku polskim 2016 roku, trzy transakcje przekroczyły wartość 10 mld zł. Zgodnie z danymi opublikowanymi przez miesięcznik Forbes, największą transakcją w 2016 roku było przejęcie Allegro, największej w Polsce firmy

internetowej, przez Cinven Pereira MEP (12,7 mld zł). Kolejną pozycją było przejęcie Pekao SA przez PZU i PFR (11,2 mld zł), a następnie przejęcie Kompanii Piwowarskiej przez japońską firmę Asahi. Do Japończyków należą już producenci: czekolady Wedel oraz majonezu Mosso, a od 2 lat również największy polski producent piwa – Kompania Piwowarska. Za browary znajdujące się w pięciu krajach Europy Środkowej Asahi zapłaciło równowartość 32 mld zł, w tym najwięcej, bo 11 mld zł, za producenta „Tyskiego” i „Żubra”. Warto jednak zwrócić uwagę na szczególnie interesujący czwarty kwartał, obfitujący w transakcje o znacznej wartości. Wartość 10 największych transakcji zaprezentowano w tabeli 1.

**Tabela 1**

10 największych fuzji i przejęć w 2016 roku

Ranking	Przejmujący	Przejmowany	Wartość (PLN)
1.	Cinven Pereira, MEP	Allegro	12,70 mld
2.	PZU i PFR	Pekao SA	11,20 mld
3.	Asahi	Kompania Piwowarska	11,00 mld
4.	Carlos Fernandez-Gonzalez	AmRest	1,62 mld
5.	Alior Bank	Bank BPH	1,46 mld
6.	PKO Leasing	Raiffeisen Leasing Polska	850,00 mln
7.	Emest Investment	GetBack	825,00 mln
8.	Bridgepoint/Cornerstone	Smyk	726,00 mln
9.	China Everbright	Novago	547,00 mln
10.	Fortum	Duon	462,00 mln

Źródło: opracowano na podstawie <https://www.forbes.pl/rankingi/najwieksze-fuzje-i-przejecia> (20.03.2018).

## Uwagi końcowe

Przeprowadzone badania, których wynikiem jest m.in. niniejszy artykuł, miały na celu dokonanie przeglądu teorii, wyjaśniając motyw fuzji lub przejęcia przedsiębiorstwa oraz ich wzbogacenie o elementy, które pojawiły się w związku ze zmianami otoczenia, w którym działają przedsiębiorstwa, jak i ze zmianami ich strategii rozwoju. Przegląd ten służy do wysekcjonowania i analizy motywów prowadzonych M&A, zarówno z punktu widzenia przedsiębiorstwa zagranicznego, jak i krajowego. Rozwój technologii, globalizacja i konsolidacja, rewolucja informacyjna i gwałtowne zmiany środowiska konkurencyjnego wymagają nieustannej dyskusji na temat strategii rozwoju. Fuzje i przejęcia stają się zatem jednym z głównych sposobów maksymalizacji wartości rynkowej podmiotów gospodarczych oraz wzmacniania ich pozycji konkurencyjnej na rynku zarówno krajowym, jak i zagranicznym. Jednak realizacja celu, jakim jest maksymalny długoterminowy zysk, jest powiązana z tak wieloma innymi czynnikami, że statystyczny pomiar pojedynczego wpływu fuzji lub przejęcia na zyski może okazać się bardzo trudny.

## Literatura

- Agrawal, A., Jaffe, J., Mandelker, G. (1992). The Post-merger Performance of Acquiring Firms: Re-examination of an Anomaly. *Journal of Finance*, 47.
- Calipha, R., Tarba, S., Brock, D. (2010). Mergers and acquisitions: a review of phases, motives, and success factors. W: C.L. Cooper, S. Finkelstein (koord.), *Advances in Mergers and Acquisitions*, vol. 9, Elsevier.
- Eckbo, B.E. (1986). Mergers and the Market for Corporate control: The Canadian Evidence. *Canadian Journal of Economics*, 19 (2).
- Emerging Europe M&A Report 2016/17.
- Frąckowiak, W. (2009). *Fuzje i przejęcia*. Warszawa: PWE.
- Gorynia, M. (2007). *Studia nad transformacją i internacjonalizacją gospodarki polskiej*. Warszawa: Difin.
- Gorynia, M. (1998). *Zachowania przedsiębiorstw w okresie transformacji. Mikroekonomia przejścia*. Poznań: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu.
- Healey, P., Khakee, A., Motte, A., Needham, B. (red.) (1997). *Making Strategic Spatial Plans*. London: UCL Press.
- Herdan, A. (2008). Charakterystyka procesów łączenia się przedsiębiorstw. W: A. Herdan (red.), *Fuzje, przejęcia... Wybrane aspekty integracji*. Kraków: Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego.
- Jarell, G.A., Poulsen, A.B. (1989). The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence from three decades. *Financial Management*, 18 (3).
- Jensen, M.C., Ruback, R.S. (1983). The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, 11 (1–4).
- Korpus, J. (2013). *Czynniki podatności spółek na wrogie przejęcia*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
- Loughran, T. Vih, A.M. (1997). Do Long-Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions? *Journal of Finance*, 52.
- Meier, O., Schier, G. (2003). *Fusions Acquisitions: Stratégie, finance, management*. Paris: Dunod.
- Mueller, C. (red.) (1980). *The Determinants and Effects of Mergers: An International Comparison*. Cambridge (MA): Oelgeschlager, Gunn & Hain.
- Pierścionek, Z. (1996). *Strategie rozwoju firmy*. Warszawa: PWN.
- Rymarczyk, J. (2004). *Internacjonalizacja i globalizacja przedsiębiorstwa*. Warszawa: PWE.
- Sasiak, R. (2000). *Fuzje i przejęcia spółek publicznych*. Katowice: Zakamycze.
- Sułkowski, Ł. (2017). *Fuzje uczelni – czy w szaleństwie jest metoda*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.

## MERGERS AND ACQUISITIONS – THEORETICAL ASPECTS

**Abstract:** *Purpose* – The research goal of this study was, based on literature studies, and an attempt to analyze mergers and acquisitions of the world and Polish economy.

*Methodology/approach* – The article uses the analytical and descriptive method using domestic and foreign literature sources.

*Result* – As a result of the conducted research the theoretical aspects of the merger and acquisition phenomenon were approximated, the concepts of mergers and acquisitions were systematized and an attempt was made to explain this phenomenon.

*Originality/value* – The article does not exhaust the extensive problems of mergers and acquisitions of enterprises and constitutes a theoretical set of fundamental knowledge in the area of economic theory, focused on mergers and acquisitions, through the prism of which a company can be perceived. There are still many issues that need to be specified – empirical studies on verification of the growth of the company's value seem to be particularly important.

**Keywords:** mergers and acquisitions, transaction, enterprises

## Cytowanie

- Ambukita, E. (2018). Fuzje i przejęcia aspekty teoretyczne. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 197–207. DOI: 10.18276/finfu.2018.92-17.





## Model biznesu w raportach zintegrowanych polskich spółek giełdowych

Bogusława Bek-Gaik, Aleksandra Rapacz\*

**Streszczenie:** *Cel* – Celem artykułu jest omówienie praktyki ujawniania modelu biznesu w sprawozdawczości zintegrowanej (*integrated reporting* – IR) w praktyce polskich spółek giełdowych.

*Metodologia badania* – W artykule wykorzystano studia literatury przedmiotu, analizę treści publikacji korporacyjnych oraz obserwację praktyki gospodarczej.

*Wynik* – Badanie przeprowadzono na próbie 11 spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Przeanalizowano 25 raportów zintegrowanych sporządzonych za lata 2013–2016. Wykazano, że ujawnienia na temat modelu biznesu w praktyce są bardzo różnorodne. Spółki w większości przyjmują swoje własne, indywidualne rozwiązania. Tylko niektóre spółki giełdowe ujawniają model biznesu zgodnie ze strukturą ramową zaproponowaną przez IIRC. Wiele zastrzeżeń można jednak mieć do jakości ujawnień w publikowanych raportach zintegrowanych.

*Oryginalność/wartość* – Ujawnienia na temat modelu biznesu są stosunkowo nowym obszarem badawczym, znajdującym się we wczesnej fazie wdrażania w praktyce gospodarczej.

**Słowa kluczowe:** model biznesu, sprawozdawczość zintegrowana, raportowanie zintegrowane, sprawozdanie z wartości

### Wprowadzenie

Model biznesu jest przedmiotem ożywionej dyskusji zarówno w literaturze przedmiotu, jak i praktyce gospodarczej spółek giełdowych<sup>1</sup>. Pojęcie to nabrało znaczenia zwłaszcza w momencie pojawienia się Międzynarodowych Ram Raportowania Zintegrowanego (IIRC, 2013b) oraz Dyrektywy Unijnej 2014/95/UE, odnoszącej się do ujawniania informacji niefinansowych i informacji dotyczących różnorodności (Dz.Urz. UE, L 330/1, z 15.11.2014). Dokumenty te wymagają od niektórych organizacji publikowania w ramach sprawozdania rocznego z działalności spółki, danych finansowych a także pewnych informacji niefinansowych. W obszarze informacji niefinansowych, obok ujawnienia informacji dotyczących strategii spółki, ładu korporacyjnego czy też informacji środowiskowych i społecznych,

---

\* dr hab. Bogusława Bek-Gaik prof. AGH, Akademia Górniczo-Hutnicza w Krakowie, Wydział Zarządzania, Katedra Ekonomii, Finansów i Zarządzania Środowiskiem, e-mail: bbek@zarz.agh.edu.pl; mgr Aleksandra Rapacz, doktorantka, Akademia Górniczo-Hutnicza w Krakowie, Wydział Zarządzania, e-mail: aleksandra.rapacz93@gmail.com.

<sup>1</sup> Bini, Dainelli, Giunta, 2016; Bek-Gaik, 2016; Bek-Gaik, Rymkiewicz, 2016, 2017; Drzewiecki, 2011, 2013; Falencikowski, 2013; George, Bock, 2011; Gołębiowski, Dudzik, Lewandowska, Witek-Hajduk, 2008; Jabłoński, 2016; Karwowski, 2015; Krasodomka, 2012; Magretta, 2002; Michalak, 2012, 2015; Nogalski, 2009; Osterwalder, 2009; Richardson, 2008; Rudny, 2013.

istotną kwestią jest również ujawnianie modelu biznesu. Model biznesowy został wskazany jako zasadniczy element treści raportu zintegrowanego, co wynika m.in. z faktu, że każdy interesariusz chce znać model biznesu, czyli ogólną koncepcję przedstawiającą logikę prowadzenia biznesu danej organizacji. W szczególności spółki sporządzające raport zintegrowany powinny zgodnie z wytycznymi IIRC, prezentując swój model biznesowy, ujawnić kluczowe kapitały (zasoby), jakimi dysponuje dana organizacja, kluczowe działania oraz wskaźniki dokonań (finansowe i niefinansowe). Korzyści płynące z ujawnień informacji niefinansowych, zwłaszcza stosowanego modelu biznesowego w procesie tworzenia wartości przedsiębiorstwa, są bardzo istotne w ocenie działalności jednostki przez interesariuszy w dynamicznie zmieniającym się otoczeniu. Pozwalają interesariuszom poznać logikę prowadzenia biznesu danej organizacji, umożliwiając tym samym wiarygodną ocenę jej dokonań zarówno finansowych, jak i niefinansowych.

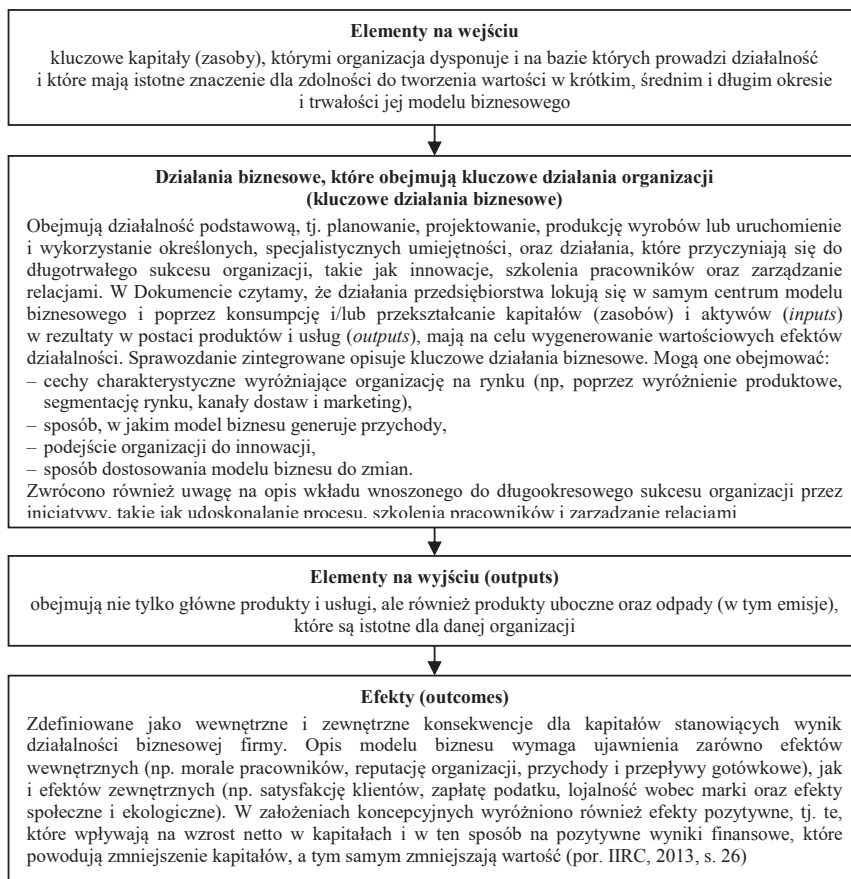
Celem niniejszego artykułu jest omówienie praktyki ujawniania modelu biznesu w sprawozdawczości zintegrowanej (*integrated reporting* – IR) w praktyce polskich spółek giełdowych. Badanie przeprowadzono na próbie 11 spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, analiza obejmowała 25 raportów zintegrowanych sporządzonych za lata 2013–2016. Przeanalizowano ujawnienia na temat modelu biznesu w tym: miejsce jego ujawnienia w raporcie zintegrowanym, sposób prezentacji oraz podjęto próbę oceny jakości ujawnień na temat modelu biznesu.

## 1. Model biznesu w raporcie zintegrowanym

Model biznesu stanowi kluczowy element raportu zintegrowanego oraz zasadniczy element jego treści (Bek-Gaik, 2016). W *The International <IR> Framework* (IIRC, 2013b) wyraźnie podkreślono, że sprawozdawczość zintegrowana ma się koncentrować wokół modelu biznesowego danej organizacji, jej zasobów i relacji, z których korzysta i które kształtuje, nazywanych, jak już wcześniej wspomniano, „kapitałami”. Model biznesu dla celów raportowania zintegrowanego został zdefiniowany jako „wybrany system złożony z nakładów i aktywów początkowych (*inputs*), działalności biznesowej, efektów końcowych działalności (*outputs*) oraz rezultatów, który to system ma kreować określoną wartość w krótkim, średnim i długim terminie” (IIRC, 2013a). Jako elementy składowe modelu biznesu w strukturze ramowej IIRC wymienia się (IIRC, 2013b, s. 4):

- prezentację firmy – co jednostka robi, jaką ma strukturę lub w jakich obszarach prowadzi działalność,
- strategię biznesową – kluczowe aspekty strategii przedsiębiorstwa,
- łańcuch wartości – miejsce w łańcuchu wartości i zależności od kluczowych nakładów i aktywów wejściowych (*inputs*),
- wyniki finansowe – w jaki sposób model biznesowy steruje rentownością lub generowaniem przychodów,

- kreowanie wartości – w jaki sposób nakłady i aktywa wejściowe (*inputs*) firmy, podejmowane działania i zależności prowadzą do wartości oraz pożądanych rezultatów.



**Rysunek 1.** Kluczowe elementy modelu biznesu zgodnie z IR Framework

Źródło: opracowanie własne na podstawie IIRC (2013a).

Można stwierdzić, że model biznesu (BM) to fundamentalna koncepcja dla zrozumienia, jak organizacje działają i jak tworzą wartość. Należy zaznaczyć, że termin „model biznesowy” został szeroko omówiony w Dokumencie Dyskusyjnym IIRC z września 2011 roku pt. „W kierunku Zintegrowanego Raportowania – Informowanie o wartości XXI wieku” (Towards Integrated Reporting – Communicating Value in the 21st Century) (IIRC, 2011), gdzie został przedstawiony, jako jeden z dwóch głównych tematów dla przyszłego ukierunkowania sprawozdawczości organizacji. W marcu 2013 roku został opublikowany przez IIRC (2013a), *Business Model Background Paper for IR*, wnioski z którego zostały

uwzględnione w Strukturze Ramowej IR Framework. Celem Dokumentu było uzgodnienie rozbieżnych podejść i koncepcji w odniesieniu do modelu biznesu i raportowania modelu biznesowego, a także wypracowanie wspólnej i powszechnie akceptowanej definicji modelu biznesowego oraz jego wykorzystanie w Raportowaniu Zintegrowanym (<IR>). Kluczowe elementy modelu biznesu (rys. 1), zgodnie z IR Framework, to:

- elementy wejściowe (*inputs*) (IIRC, 2013b, s. 4.14–4.15),
- działania biznesowe (IIRC, 2013b, s. 4.16–4.17),
- elementy na wyjściu (*outputs*) (IIRC, 2013b, s. 4.18),
- efekty (*outcomes*) (IIRC, 2013b, s. 4.19–4.20) (rys. 1).

Wymienione elementy są kluczowe dla prezentacji modelu biznesowego danej organizacji i znalazły odzwierciedlenie w zaproponowanej mapie modelu biznesowego (IIRC, 2013a). Jak się wydaje, zaprezentowana mapa ujawnień zapewnia pełną prezentację logiki prowadzenia biznesu oraz ułatwia zrozumienie procesu kreowania wartości w organizacji. W literaturze przedmiotu podkreśla się również, że aby zapewnić efektywną komunikację, holistyczny i wieloaspektowy przekaz o modelu biznesu, informacja o nim musi być przekazana za pośrednictwem pewnej opowieści (Bek-Gaik, Rymkiewicz 2016, s. 36–52). Opowieść ta może być wyrażona w różnych formach: w postaci liczb, szkiców/wizualizacji oraz narracji. W literaturze przedmiotu podkreśla się, że narracja jest formą kluczową. Powstaje jednak pytanie, jak odnieść się do tego praktyka gospodarcza.

## **2. Ujawnienia informacji dotyczących modelu biznesu w raportach zintegrowanych polskich spółek giełdowych w latach 2013–2016**

W celu oceny sposobu prezentacji modelu biznesu w sprawozdaniu zintegrowanym zrealizowano badanie empiryczne. Przeanalizowano sposób ujawniania modelu biznesowego w raportach zintegrowanych spółek giełdowych w Polsce w latach 2013–2016<sup>2</sup>. Przeanalizowano 11 spółek, tj. 25 raportów zintegrowanych. Podstawowe informacje dotyczące raportów zintegrowanych przedstawiono w tabeli 1. Analizie poddano zarówno formę prezentacji raportów zintegrowanych polskich spółek giełdowych, jak również miejsce ujawnienia informacji kluczowych elementów stosowanego modelu biznesowego oraz zgodność prezentacji ze strukturą ramową raportowania zintegrowanego (IIRC, 2013b).

Jak wiadomo, historia raportowania zintegrowanego w Polsce jest krótka, ponieważ spółki rozpoczęły sporządzanie raportów zintegrowanych od momentu wprowadzenia wejścia w życie Międzynarodowych Ram Raportowania Zintegrowanego, stąd też ocena ujawnień na temat modelu biznesu w praktyce polskich spółek giełdowych jest ograniczona.

---

<sup>2</sup> Badania na temat ujawnień modelu biznesu prowadzili m.in. Bagnoli, Redigolo (2015), Bini, Dainelli, Giunta (2016), Bek-Gaik, Rymkiewicz (2015a, 2015b), Eccles, Krzus (2014), Eccles, Krzus, Ribot (2015), Lai, Melloni, Stacchezzini (2013, 2015), Walińska, Bek-Gaik, Gad, Rymkiewicz (2015).

**Tabela 1**

Kluczowe informacje na temat raportów zintegrowanych polskich spółek giełdowych, opublikowane w latach 2013–2016

Badana spółka	Rok publikacji	Liczba stron raportu	Dostęp do raportu w wersji interaktywnej	Występowanie pojęcia „model biznesu” w raporcie zintegrowanym	Prezentacja kluczowych kapitałów	Wytyczne IIRC
PKN ORLEN	2014	–	+	+	+	+
	2015	351	+	+	+	+
	2016	521	+	+	+	+
Grupa PGE	2015	–	+	+	+	+
	2016	–	+	+	+	+
Grupa Lotos	2013	469	+	+	+	+
	2014	468	+	–	– <sup>c</sup>	+
	2015	272	+	–	+	+
	2016	184	+	–	–	+
Tauron Polska Energia	2015	–	+	+	–	+
	2016	–	+	+	+	+
KGHM Polska Miedź	2013	306	–	–	–	+
	2014	158	+	–	–	+
	2015	175	+	+	+	+
	2016	214	+	+	+	+
Grupa Azoty	2013	168	–	–	–	–
	2014	148	–	–	–	–
	2015	142	–	–	–	–
LW Bogdanka	2014	144	–	–	–	+
	2015	141	–	+	–	+
	2016	210	–	+	+	+
Orange Polska	2016	225	+	+	+	+
ING Bank Śląski	2016	215	+	–	+	+
Budimex	2016	122	–	+	+	–
mBank	2016	–	+	+	+	+

Źródło: opracowanie własne.

Pierwszymi spółkami, które sporządziły raport zintegrowany w 2013 roku, były: Grupa Lotos, KGHM Polska Miedź oraz Grupa Azoty. W kolejnych latach raporty zintegrowane sporządziły PKN ORLEN, Grupa PGE, Tauron Polska Energia oraz LW Bogdanka. Większość spółek nadal publikuje raporty zintegrowane, jednak Grupa Azoty w 2016 roku zrezygnowała z prezentacji zintegrowanej formy raportu. W 2016 roku do grupy spółek publikujących raporty zintegrowane dołączyły kolejne spółki: Orange Polska, ING Bank Śląski, Budimex oraz mBank.

Większość spółek deklaruje, że sporządza raporty zintegrowane w oparciu o wytyczne wprowadzone przez IIRC w strukturze ramowej raportowania zintegrowanego. Według wytycznych zaproponowanych przez IIRC raportowanie informacji niefinansowych

powinno opierać się między innymi na ujawnianiu informacji dotyczących stosowanego modelu biznesowego oraz sposobie kreowania wartości przedsiębiorstwa w oparciu o kluczowe kapitały. W przypadku ujawnień dotyczących modelu biznesowego spośród badanych raportów tylko trzy spółki (PKN ORLEN, Tauron Polska Energia, Orange Polska) we wszystkich sporządzonych raportach zintegrowanych użyły wprost pojęcia „model biznesu” oraz zaprezentowały go w sposób przedstawiony w ramach Business Model Background Paper for IR. Pozostałe spółki: Grupa PGE, Budimex oraz mBank zaprezentowały model biznesowy wyłącznie w formie opisu. KGHM Polska Miedź oraz LW Bogdanka rozpoczęły prezentację informacji na temat modelu biznesowego w raportach sporządzanych w latach późniejszych od pojawienia się pierwszego zintegrowanego raportu. W przypadku Grupy Lotos model biznesowy zaprezentowany został jako model tworzenia wartości oraz model budowy wartości. Indywidualne rozwiązania odnośnie do stosowanego modelu biznesowego przyjęły Grupa Azoty oraz ING Bank Śląski. Dokonując szczegółowej charakterystyki sposobu prezentacji modelu biznesowego polskich spółek giełdowych (tab. 2), można zaobserwować znaczący postęp w ewolucji raportowania informacji na temat modelu biznesowego. W przypadku PKN Orlen, model biznesowy od pierwszego opublikowanego raportu zintegrowanego prezentowany jest w odniesieniu do wytycznych opublikowanych przez IIRC, natomiast KGHM Polska Miedź, mimo że publikuje raporty zintegrowane już od 2013 roku, dopiero w trzecim udostępnionym raporcie zawarła szczegółowe informacje na temat stosowanego modelu biznesowego.

Obserwowana tendencja ujawnienia informacji na temat modelu biznesowego zmierza w kierunku zgodności z zaproponowanym sposobem ujawniania w strukturze ramowej raportowania zintegrowanego czyli spółki coraz częściej ujawniają swoje kluczowe kapitały, sposób ich przetwarzania w ramach przyjętego modelu biznesowego i efekty działalności. Coraz bardziej szczegółowo prezentowane są również mierniki, zarówno finansowe, jak i niefinansowe, kluczowe KPI, w celu prezentacji stopnia realizacji zmierzonych celów organizacji założonych w realizowanym modelu biznesowym. Wiele spółek opublikowało w ramach raportów zintegrowanych wskaźniki KPI w postaci np. interaktywnej tablicy (np. PKN Orlen oraz Grupa PGE), ale także w formie opisu czy też infografiki prezentujące wyniki finansowe i niefinansowe osiągnięte poprzez wdrażanie modelu biznesowego oraz zależności między nimi.

**Tabela 2**

Miejsce ujawnienia oraz sposób prezentacji informacji na temat modelu biznesu polskich spółek giełdowych w latach 2013–2016

Spółka	Sposób prezentacji modelu biznesu	Miejsce ujawnienia informacji na temat modelu biznesu
1	2	3
	2014	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>– model biznesu zaprezentowano w postaci interaktywnego narzędzia raportu zintegrowanego (schemat modelu biznesu, w tym wyszczególnione trzy główne elementy łańcucha budowy wartości: wydobywanie, <i>downstream</i>, detal),</li> <li>– raport zbudowany w oparciu o kluczowe kapitały,</li> <li>– zaprezentowano kluczowe wskaźniki efektywności (KPI) w odniesieniu do poszczególnych kapitałów</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– zaprezentowano schemat modelu biznesu na stronie głównej raportu zintegrowanego, w rozdziale „Łańcuch budowy wartości Grupy Orlen”,</li> <li>– wskaźniki efektywności zaprezentowano na stronie głównej raportu w postaci interaktywnego narzędzia,</li> <li>– inne kluczowe elementy modelu biznesu zaprezentowano w różnych miejscach raportu zintegrowanego</li> </ul>
	2015	
PKN Orlen	<ul style="list-style-type: none"> <li>– model biznesu zaprezentowano w postaci graficznej (z podziałem na trzy główne segmenty: wydobywanie, <i>downstream</i>, detal),</li> <li>– raport zbudowany w oparciu o kluczowe kapitały,</li> <li>– zaprezentowano kluczowe wskaźniki efektywności (KPI) w odniesieniu do poszczególnych kapitałów</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– zaprezentowano schemat modelu biznesu na stronie głównej raportu zintegrowanego, w rozdziale „Grupa Orlen i otoczenie”, w tradycyjnej wersji raportu w rozdziale pierwszym (s. 13),</li> <li>– kapitały omówiono w rozdziale pierwszym „Grupa Orlen i otoczenie” (s. 50–65),</li> <li>– wskaźniki efektywności zaprezentowano na stronie głównej raportu w postaci interaktywnego narzędzia, w tradycyjnej wersji raportu w rozdziałach „Nasza strategia” oraz „Odpowiedzialna firma” (s. 74–82, 141)</li> </ul>
	2016	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>– model biznesu zaprezentowano w postaci interaktywnego narzędzia (w tym wyszczególnione trzy główne elementy łańcucha budowy wartości: wydobywanie, <i>downstream</i>, detal),</li> <li>– raport zbudowany w oparciu o kluczowe kapitały,</li> <li>– zaprezentowano kluczowe wskaźniki efektywności (KPI) w odniesieniu do poszczególnych kapitałów</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– zaprezentowano schemat modelu biznesu na stronie głównej raportu, w rozdziale „Grupa Orlen i otoczenie”, w tradycyjnej wersji raportu w rozdziale pierwszym (s. 26),</li> <li>– kapitały omówiono w rozdziale pierwszym „Grupa Orlen i otoczenie” (s. 88–89),</li> <li>– wskaźniki efektywności zaprezentowano na stronie głównej raportu w postaci interaktywnego narzędzia; w tradycyjnej wersji raportu w rozdziale „Nasza strategia” (s. 132–138)</li> </ul>
	2015	
Grupa PGE	<ul style="list-style-type: none"> <li>– model biznesowy przedstawiony w formie interaktywnej grafiki, na stronie głównej raportu (w tym główne segmenty: wytwarzanie, obrót i sprzedaż),</li> <li>– w raporcie zaprezentowano kluczowe kapitały,</li> <li>– w raporcie przedstawiano kluczowe wskaźniki efektywności (KPI) w odniesieniu do poszczególnych kapitałów</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– zaprezentowano schemat modelu biznesu na stronie głównej raportu, w zakładce „Model biznesowy i działalność”,</li> <li>– kapitały omówiono w zakładce „Kapitały”,</li> <li>– wskaźniki efektywności zaprezentowano na stronie głównej raportu w postaci interaktywnego narzędzia, w zakładce „Kapitały”</li> </ul>

1	2	3
	<p>2016</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– model biznesowy przedstawiono w formie grafiki, na stronie głównej raportu (w tym główne segmenty: energetyka konwencjonalna, energetyka odnawialna, obrót i dystrybucja),</li> <li>– w raporcie zaprezentowano kluczowe kapitały,</li> <li>– zaprezentowano kluczowe wskaźniki efektywności w odniesieniu do poszczególnych kapitałów</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– zaprezentowano schemat modelu biznesu na stronie głównej raportu, w zakładce „Rozwój”,</li> <li>– kapitały nie zostały szczegółowo opisane w raporcie,</li> <li>– wskaźniki efektywności zaprezentowano na stronie głównej raportu w postaci interaktywnego narzędzia, w zakładce „Rozwój – kluczowe wskaźniki”</li> </ul>
	<p>2013</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– model biznesowy przedstawiono w formie opisu (w tym, główne segmenty: handlowy, finansowy, zarządczy, operacyjny, poszukiwawczo-wydobywczy),</li> <li>– raport zbudowany w oparciu o kluczowe kapitały,</li> <li>– podstawowe wskaźniki finansowe</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– zaprezentowano opis modelu biznesu na stronie głównej raportu, w rozdziale „Organizacja i jej Raport”, w tradycyjnej wersji raportu w rozdziale pierwszym (s. 13–14),</li> <li>– kapitały omówione w oddzielnych rozdziałach (kapitał produkcyjny – s. 127, kapitał relacyjny – s. 181, kapitał społeczny – s. 211, kapitał ludzki – s. 244, kapitał intelektualny – s. 279)</li> </ul>
	<p>2014</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– w raporcie nie pojawia się pojęcie „model biznesu”, występuje natomiast pojęcie „model działania”,</li> <li>– raport zbudowany w oparciu o kluczowe kapitały,</li> <li>– opublikowano kluczowe wskaźniki efektywności</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– model działania przedstawiono na stronie głównej raportu, w rozdziale „Strategia i model działania”, w tradycyjnej wersji raportu na s. 99–103,</li> <li>– opis kapitałów rozproszony po całym raporcie,</li> <li>– wskaźniki zaprezentowane na stronie głównej raportu w postaci opisu, w zakładce „Wyniki i perspektywy”, w tradycyjnej wersji na s. 121–128</li> </ul>
Grupa Lotos	<p>2015</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– w raporcie nie pojawia się pojęcie „model biznesu”, występuje natomiast pojęcie „modelu budowy wartości”, w tradycyjnej wersji raportu zaprezentowano go w formie graficznej, w wersji on-line – w formie interaktywnej,</li> <li>– raport zbudowany w oparciu o kluczowe kapitały,</li> <li>– opublikowano kluczowe wskaźniki efektywności</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– modelu budowy wartości został przedstawiony na stronie głównej raportu W tradycyjnej wersji raportu w rozdziale „Nasz biznes” (s. 32–33),</li> <li>– kapitały omówiono w rozdziale „Nasz biznes” (s. 32–33),</li> <li>– wskaźniki zaprezentowano na stronie głównej raportu w postaci interaktywnych danych, w zakładce „Dane interaktywne”, w tradycyjnej wersji w rozdziale „Innowacje kluczem do trwałego sukcesu” (s. 91–93)</li> </ul>
	<p>2016</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– w raporcie nie pojawia się pojęcie „model biznesu”, występuje natomiast pojęcie „model tworzenia wartości” w formie opisu oraz grafiki, w ramach prezentowanego modelu przedstawiono kluczowe działania, perspektywy rozwoju oraz założone wyniki,</li> <li>– raport zbudowany w oparciu o kluczowe kapitały,</li> <li>– opublikowano kluczowe wskaźniki efektywności</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– opis i grafikę prezentujące kluczowe elementy przyjętego modelu, umieszczono na głównej stronie raportu w postaci interaktywnego panelu, w tradycyjnej wersji raportu pojęcie modelu tworzenia wartości zamieszczone zostało w rozdziale dotyczącym strategii (s. 46–52),</li> <li>– wskaźniki zaprezentowano na stronie głównej raportu w postaci interaktywnych danych, w zakładce „Dane interaktywne”, w tradycyjnej wersji w rozdziale „Efektywność w działaniu” (od s. 76)</li> </ul>



1	2	3
Tauron Polska Energia	<p>2015</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– model biznesowy przedstawiono w formie interaktywnej matrycy i animacji, za pomocą której zaprezentowano kluczowe obszary działalności przedsiębiorstwa (takie jak: pracownicy, akcjonariusze, klienci, otoczenie, społeczność lokalna itp.),</li> <li>– zaprezentowano wybrane dane finansowe oraz operacyjne</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– model biznesu przedstawiono na głównej stronie raportu,</li> <li>– brak opisu kluczowych kapitałów,</li> <li>– wybrane dane opublikowano w postaci interaktywnego narzędzia na stronie głównej raportu</li> </ul>
	<p>2016</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– model biznesowy przedstawiono w formie animacji, za pomocą której zostały zaprezentowane kluczowe obszary działalności przedsiębiorstwa,</li> <li>– w raporcie zaprezentowano kluczowe kapitały,</li> <li>– zaprezentowano kluczowe wskaźniki efektywności (KPI) w odniesieniu do poszczególnych kapitałów</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– model biznesu przedstawiono na głównej stronie raportu, poprzedzony listem prezesa,</li> <li>– kluczowe kapitały przedstawiono na głównej stronie raportu,</li> <li>– wskaźniki efektywności zaprezentowano na stronie głównej raportu w postaci interaktywnego narzędzia</li> </ul>
	<p>2013</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– brak jasno zdefiniowanego modelu biznesu,</li> <li>– zaprezentowano przedmiot i zakres działalności, system budowy wartości,</li> <li>– brak opisu kluczowych kapitałów,</li> <li>– zaprezentowano sposób realizacji celów strategicznych</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– informacje dotyczące procesu kreowania wartości przedsiębiorstwa (s. 24–25)</li> </ul>
KGHM Polska Miedź	<p>2014</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– model biznesowy spółki zaprezentowano w wersji graficznej, prezentującej łańcuch tworzenia wartości pod nazwą „model tworzenia wartości”,</li> <li>– brak opisu kluczowych kapitałów,</li> <li>– opis wskaźników efektywności (KPI)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– model tworzenia wartości wraz z obszernym opisem zintegrowanej działalności Spółki, w wersji tradycyjnej na s. 23–26, w wersji on-line na głównej stronie raportu,</li> <li>– wskaźniki efektywności (s. 117)</li> </ul>
	<p>2015</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– model biznesowy przedstawiono w formie rozbudowanej grafiki,</li> <li>– brak opisu kluczowych kapitałów,</li> <li>– opis wskaźników efektywności (KPI) zawarto w raporcie w odniesieniu do relacji inwestorskich i dialog z interesariuszami</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– model biznesu w tradycyjnej wersji raportu w rozdziale „Nasz biznes”(s. 12),</li> <li>– wskaźniki efektywności opisano w rozdziale „Ład korporacyjny” (s. 124–129)</li> </ul>
	<p>2016</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– model biznesowy przedstawiono w formie rozbudowanej grafiki,</li> <li>– raport zbudowany w oparciu o kluczowe kapitały,</li> <li>– zaprezentowano kluczowe wskaźniki efektywności</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– model biznesu w tradycyjnej wersji raportu w rozdziale „Nasza strategia” (s. 21–23), w wersji on-line w zakładce „Strategia – jak tworzymy wartość”,</li> <li>– identyfikacja kluczowych kapitałów w rozdziale „Nasza strategia” (s. 21–23),</li> <li>– zestawienie danych w rozdziale „Raportujemy wskaźniki pozafinansowe” (od s. 199)</li> </ul>

1	2	3
	2013	
	– brak jasno zdefiniowanego modelu biznesu, pojawia się natomiast opis modelu zarządzania i wartości, – brak opisu kluczowych kapitałów – prezentacja podstawowych wskaźników efektywności	– opis modelu zarządzania i wartości grupy w części „Wprowadzenie” (s. 34–37), – pozastawowe dane niefinansowe, związane z zużyciem surowców oraz wpływem na środowisko opisano w raporcie (od s. 81)
	2014	
Grupa Azoty	– zaprezentowano model zarządzania – brak opisu kluczowych kapitałów, – prezentacja podstawowych wskaźników efektywności	– opis modeli zarządzania przedsiębiorstwem w rozdziale „Strategia i misja” (s. 17), – pozastawowe wskaźniki efektywności omówiono w rozdziale „Strategia w działaniu” (s. 56–57)
	2015	
	– brak jasno zdefiniowanego modelu biznesu, – brak opisu kluczowych kapitałów, – wskaźniki efektywności pojawiają się w raporcie spółki	– wspomniane wskaźniki efektywności pojawiają się w rozdziale „Jakie są wyniki programu Azoty PRO” (s. 18–19)
	2014	
	– brak jasno zdefiniowanego modelu biznesu, – brak opisu kluczowych kapitałów, – brak identyfikacji kluczowych wskaźników efektywności (KPI)	
	2015	
LW Bogdanka	– model biznesowy przedstawiono w formie opisu, – brak prezentacji kluczowych kapitałów, – brak identyfikacji kluczowych wskaźników efektywności (KPI)	– model biznesu w tradycyjnej wersji raportu w rozdziale „Najnowocześniejsza Kopalnia w Europie” (s. 8)
	2016	
	– brak jasno zdefiniowanego modelu biznesu, pojawia się natomiast nazwa „model budowania wartości”, – raport zbudowano w oparciu o kluczowe kapitały, – prezentacja kluczowych wskaźników efektywności (KPI)	– model budowania wartości w tradycyjnej wersji raportu w rozdziale „Zintegrowany model budowania wartości” (s. 28–34), – kapitały omówiono w oddzielnych rozdziałach (kapitał finansowy – s. 35, kapitał produkcyjny – s. 67, kapitał ludzki – s. 83, kapitał intelektualny – s. 103, kapitał społeczny – s. 109, kapitał naturalny – s. 125)
	2016	
Orange Polska	– model biznesowy przedstawiono w formie schematu obrazującego proces kreowania wartości przedsiębiorstwa w oparciu o stosowany model biznesowy, – w raporcie zaprezentowano kluczowe kapitały, – zaprezentowano kluczowe wskaźniki efektywności (KPI) w odniesieniu do poszczególnych kapitałów	– model biznesowy w tradycyjnej wersji raportu w rozdziale „Nasz model biznesowy i tworzenie wartości” (s. 20–21), – identyfikacja kluczowych kapitałów w rozdziale „Nasz model biznesowy i tworzenie wartości” (s. 25), – wskaźniki efektywności zaprezentowano na stronie głównej raportu w postaci opisu w rozdziale „Wyniki modelu biznesowego” (od s. 62)

1	2	3
	2016	
ING Bank Śląski	<ul style="list-style-type: none"> <li>– brak jasno zdefiniowanego modelu biznesu, elementy modelu biznesowego pojawiły się natomiast w opisie procesu kreowania wartości przedsiębiorstwa,</li> <li>– raport zbudowano w oparciu o kluczowe kapitały,</li> <li>– brak identyfikacji kluczowych wskaźników efektywności (KPI)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– elementy modelu biznesowego pojawiły się w rozdziale „Jak tworzymy wartość” w wersji on-line raportu,</li> <li>– kluczowe kapitały przedstawiono w rozdziale „Jak tworzymy wartość” w wersji on-line raportu</li> </ul>
	2016	
Budimex	<ul style="list-style-type: none"> <li>– model biznesowy spółki zaprezentowano w formie opisu w tradycyjnej formie raportu,</li> <li>– w raporcie zaprezentowano kluczowe kapitały,</li> <li>– w raporcie zaprezentowano wybrane kluczowe mierniki efektywności (KPI)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– model biznesowy w tradycyjnej wersji raportu w rozdziale „Model wartości” (s. 27),</li> <li>– kluczowe kapitały przedstawiono w rozdziale „Model wartości” (s. 28–29),</li> <li>– o wskaźnikach efektywności (KPI) wspomniano w poszczególnych rozdziałach w odniesieniu do omawianych kwestii</li> </ul>
	2016	
mBank	<ul style="list-style-type: none"> <li>– model biznesowy grupy przedstawiono w formie obszernego opisu,</li> <li>– raport zbudowany w oparciu o kluczowe kapitały,</li> <li>– zaprezentowano kluczowe wskaźniki efektywności (KPI) w odniesieniu do poszczególnych kapitałów</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– elementy modelu biznesowego pojawiły się w rozdziale „O Grupie mBanku – Model biznesowy” w wersji on-line raportu,</li> <li>– kluczowe kapitały przedstawiono w rozdziale „O Grupie mBanku – Proces tworzenia wartości” w wersji on-line raportu,</li> <li>– wskaźniki efektywności zaprezentowano na stronie głównej raportu w postaci interaktywnego narzędzia</li> </ul>

Źródło: opracowanie własne.

## Uwagi końcowe

Podsumowując dotychczasowe rozważania można stwierdzić, że prezentacja modelu biznesowego w raportach zintegrowanych badanych spółek jest bardzo różnorodna. Należy wskazać, że badane spółki odnoszą się w raportach zintegrowanych do prawie wszystkich elementów modelu biznesu zaproponowanych przez IIRC w strukturze ramowej, ale w bardzo różnorodny sposób. Również jakość i dokładność poszczególnych kategorii ujawnień jest bardzo zróżnicowana. Bardzo słabo wyartykułowane są powiązania między poszczególnymi elementami modelu biznesu i ich udział w kreowaniu wartości. W obszarze kreowania wartości opis modelu biznesu koncentruje się na opisie głównych celów i strategii działania. Z kolei prezentacja wyników działalności w opisie modelu biznesu koncentruje się na produktach, odpadach i emisjach. Rezultaty działalności to głównie prezentacja kluczowych KPI.

Pozytywny jest fakt, że Spółki coraz częściej używają pojęcia model biznesowy, wyróżniają kluczowe kapitały organizacji zgodnie z sugestiami IIRC oraz sposób ich przetwarzania w celu kreowania wartości. Spółki zmieniły również podejście do publikacji kluczowych mierników finansowych oraz niefinansowych. Można stwierdzić, że sposób ujawniania modelu biznesu ewaluuje i jest z roku na rok coraz bardziej zgodny z wytycznymi, stworzonymi przez Międzynarodową Radę ds. Sprawozdawczości Zintegrowanej (IIRC). Prezentacja kluczowych kapitałów dla przedsiębiorstw również jest bardziej dostrzegalna. Warto również zauważyć, że wraz z kolejnymi publikowanymi raportami zmniejszyła się ich objętość na rzecz jakości i coraz więcej spółek przedstawia interaktywne wersje raportu, dostępne na stronie internetowej spółki.

Reasumując, model biznesu jest bardzo ważnym elementem dla inwestorów, służącym do oceny zdolności organizacji do tworzenia i utrzymywania wartości na przestrzeni czasu. Należy ciągle aktualizować i doskonalić zaproponowaną w strukturze ramowej formę opisu modelu biznesu. Wnioski z przeprowadzonej analizy wskazują jednoznacznie, że ujawnianie modelu biznesu i jednoznaczna identyfikacja jego kluczowych elementów nie jest łatwym zadaniem i wymaga ciągłego doskonalenia w celu zapewnienia wszystkim interesariuszom przejrzystej i transparentnej informacji o sposobie i logice prowadzenia biznesu danej jednostki.

## Literatura

- Bagnoli, C., Redigolo, G. (2015). Business Model in IPO Prospectuses: Insights from Italian Innovation Companies. *Journal of Management & Governance*, 1–34.
- Bek-Gaik, B. (2016). Model Biznesu w sprawozdawczości organizacji – przegląd badań. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, 268.
- Bek-Gaik, B., Rymkiewicz, B. (2015a). Model Biznesu w sprawozdawczości polskich spółek publicznych na przykładzie branży energetycznej. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, nr 398.
- Bek-Gaik, B., Rymkiewicz, B. (2015b). *Sprawozdawczość Zintegrowana w praktyce polskich spółek giełdowych*. Kraków: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie.
- Bek-Gaik, B., Rymkiewicz, B. (2016). Tendencje rozwoju sprawozdawczości zintegrowanej w praktyce polskich spółek giełdowych. *Finanse. Rynki Finansowe. Ubezpieczenia*, 1 (79).
- Bek-Gaik, B., Rymkiewicz, B. (2017). Model Biznesu w raportowaniu organizacji – wybrane problemy, *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu. Research Papers of Wrocław University of Economics*, 471.
- Bini, L., Dainelli, F., Giunta, F. (2016). Business Model Disclosure in the Strategic Report. *Journal of Intellectual Capital*, 1 (17).
- Drzewiecki, J. (2011). Model biznesu a strategia organizacji: podobieństwa, różnice. *Nauki o Zarządzaniu*, 8.
- Drzewiecki, J. (2013). Model biznesu jako narzędzie zarządzania strategicznego: zastosowanie, dylematy i wyzwania. *Przedsiębiorczość i Zarządzanie*, 13 (14), 65–76.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/95/UE z dnia 22 października 2014 r. zmieniająca dyrektywę 2013/34/UE w odniesieniu do ujawniania informacji niefinansowych i informacji dotyczących różnorodności przez niektóre duże jednostki oraz grupy, Dz. Urz. UE z dnia 15.11.2014, nr L 330/1.
- Eccles, R.G., Krzus, M. (2014). *Integrated Reporting Movement: Meaning, Momentum, Motives, and Materiality*. Wiley.
- Eccles, R.G., Krzus, M., Ribot, S. (2015). Model of Best Practice in Integrated Reporting 2015. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2 (27), 108.

- Falencikowski, T. (2013). *Spójność modeli biznesu. Koncepcja i pomiar*. Warszawa: CeDeWu.
- George, G., Bock, A.J. (2011). The Business Model in Practice and its Implications for Entrepreneurship Research. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 1 (35).
- Gołębiowski, T., Dudzik, T.M., Lewandowska, M., Witek-Hajduk, M. (2008). *Modele biznesu polskich przedsiębiorstw*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
- IIRC (2013a). Business Model Background Paper for <IR>. Pobrano z: [http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/03/Business\\_Model.pdf](http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/03/Business_Model.pdf).
- IIRC (2013b). The International <IR> Framework. Pobrano z: <http://integratedreporting.org/wpcontent/uploads/2013/12/13-12-08-THEINTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK2-1.pdf>.
- Jabłoński, M. (2016). Model biznesu w raportach okresowych sprawozdawczości przedsiębiorstw i wyniki. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 1 (79).
- Karwowski, M. (2015). Model biznesu jako nowe wyzwanie sprawozdawczości zewnętrznej. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 388.
- Krasodomska, J. (2012). Zintegrowana sprawozdawczość spółek w 2020 roku. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 66 (122), 101–110.
- Lai, A., Melloni, G., Stacchezzini, R. (2013). *Disclosing Business Model in the “Integrated Report”: Evidence from European Early Adopters*. Pobrano z: [http://www.aidea2013.it/docs/400\\_aidea2013\\_accounting.pdf](http://www.aidea2013.it/docs/400_aidea2013_accounting.pdf) (odczyt: 25.02.2016)
- Lai, A., Melloni, G., Stacchezzini, R. (2015). The Tone of Business Model Disclosure: An Impression Management Analysis of the Integrated Reports. *Journal of Management & Governance*, 1–26.
- Magretta, J., (2002). Why Business Models Matter. *Harvard Business Review*, 5 (80), 86–93.
- Michalak, J. (2012). Model biznesowy i jego wpływ na odwzorowanie sytuacji finansowej jednostki w systemie rachunkowości. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 66 (122).
- Michalak, J. (2015). Prezentacja modelu biznesowego w raportach rocznych wybranych spółek wysokich technologii z Wielkiej Brytanii. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, 245.
- Nogalski, B. (2009). Modele biznesu jako narzędzie reorientacji strategicznej przedsiębiorstw. *MBA*, 2, 7–8.
- Osterwalder, A., Pigneur, Y. (2009). *Business Model Generation*. Pobrano z: <http://www.businessmodelgeneration.com/> (10.04.2018).
- Richardson, J. (2008). *The Business Model: An Integrative Framework for Strategy Execution*. *Strategic Change*, 5/6 (17), 133–144.
- Rudny, W. (2013). Model biznesowy a tworzenie wartości. *Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, 141.
- Walińska, E., Bek-Gaik, B., Gad, J., Rymkiewicz, B. (2015). *Sprawozdawczość przedsiębiorstwa jako narzędzie komunikacji z otoczeniem. Wymiar finansowy i niefinansowy*. Łódź: Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.
- <http://www.raportzintegrowany.orlen.pl> (18.04.2018).
- <https://raportzintegrowany2015.orlen.pl/pl> (18.04.2018).
- <https://raportzintegrowany2016.orlen.pl> (18.04.2018).
- <https://raportzintegrowany.gkpg.pl> (18.04.2018).
- <http://raportzintegrowany2016.gkpg.pl> (18.04.2018).
- <http://2013.raportroczny.lotos.pl> (18.04.2018).
- <http://2014.raportroczny.lotos.pl> (18.04.2018).
- <http://2015.raportroczny.lotos.pl> (18.04.2018).
- <http://raportroczny.lotos.pl> (18.04.2018).
- <http://raport2015.tauron.pl> (18.04.2018).
- <http://raport2016.tauron.pl> (18.04.2018).
- <http://kghm.com> (18.04.2018).
- <http://raportroczny.kghm.com/pl> (18.04.2018).
- <http://2016.raportroczny.kghm.com> (18.04.2018).
- <http://grupaaoty.com/de/grupa/raport.html> (18.04.2018).
- <http://www.orange-ir.pl/pl> (18.04.2018).
- <http://ri.lw.com.pl/raporty-okresowe> (18.04.2018).
- <http://www.budimex.pl/pl/zrownowazony-rozwoj/csr/raporty-csr> (18.04.2018).
- <http://ri.lw.com.pl/raport-marketingowy> (18.04.2018).
- <https://www.mbank.pl/raport-roczny/2016> (18.04.2018).

### THE BUSINESS MODEL IN INTEGRATED REPORTS OF POLISH LISTED COMPANIES

**Abstract:** *Purpose* – The purpose of this article is to discuss the practice of disclosing the business model in integrated reporting (integrated reporting – IR) in practice of Polish listed companies.

*Design/methodology/approach* – The article uses literature studies, analysis of the content of corporate publications and the observation of economic practice.

*Findings* – The study was conducted on a sample of 11 companies listed on the Warsaw Stock Exchange as at 20 April 2018. In total, Authors analyzed 25 integrated reports prepared for the years 2013–2016. It has been shown that the disclosures about the business model in practice are very diverse. Most companies adopt their own individual solutions, only some listed companies disclose the business model according to the framework structure proposed by the IIRC. However, many reservations can be made to the quality of disclosures in the published integrated reports.

*Originality/value* – Disclosures about the business model are a relatively new research area that is at an early stage of implementation in business practice.

**Keywords:** business model, integrated reporting, value report

### Cytowanie

Bek-Gaik, B., Rapacz, A. (2018). Model biznesu w raportach zintegrowanych polskich spółek giełdowych. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 209–222. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-18.

## Finansowanie nieodsetkowe polskich przedsiębiorstw – analiza sektorowa\*

Tomasz S. Berent\*\*

**Streszczenie:** *Cel* – Celem badania jest analiza struktury finansowania polskich przedsiębiorstw, ze szczególnym akcentem na finansowanie inne niż dłużne, tzn. nieodsetkowe. Wielkość takiego finansowania określa skalę efektów dźwigniowych, wynikających z obecności nieopisywanych w literaturze dźwigni nieodsetkowych.

*Metodologia badania* – Badanie przeprowadzono na dużej próbie około 15 tysięcy firm za okres 2006–2015. W pracy analizowano trzy wskaźniki struktury pasywów: zobowiązań ogółem, zadłużenia oraz zobowiązań nieodsetkowych, w podziale na wielkość firmy oraz jej przynależność sektorową.

*Wynik* – W badanym okresie majątek firm finansowany był zobowiązaniami nieodsetkowymi w około 30% – niemal dwukrotnie więcej niż skala finansowania długiem. W odróżnieniu od długu, wielkość zobowiązań nieodsetkowych jest mocno skorelowana z koniunkturą gospodarczą. Wielkość firmy jest powiązana ze skalą finansowania nieodsetkowego, przy czym zależność ta jest ujemna, gdy wielkość mierzona jest przez aktywa, i dodatnia (z wyjątkiem firm największych), gdy miernikiem są przychody. Mniejsza skala finansowania nieodsetkowego dla firm z największymi przychodami wynika z obecności w próbie firm budowlanych i produkcyjnych. Dla sektora transportu i handlu zależność ta jest pełna.

*Oryginalność/wartość* – Wykazanie ścisłej monotoniczności między wielkością przychodów i finansowaniem nieodsetkowym (nieobecnej dla całej próby) dla firm handlowych oraz transportowych stanowi platformę dla dalszych badań nad nieopisywaną w literaturze i trudno identyfikowalną dla całej próby dźwignią nieodsetkową, wywołaną przez finansowanie nieodsetkowe.

**Słowa kluczowe:** finansowanie nieodsetkowe, struktura kapitału, dźwignia finansowa, kredyt kupiecki

### Wprowadzenie

Niniejszy artykuł podejmuje tematykę finansowania nieodsetkowego, często utożsamianego z kredytem kupieckim czy handlowym<sup>1</sup>, w ujęciu sektorowym. Ustalenie skali i cech tego finansowania jest niezbędne dla zrozumienia wywołanego nim procesu lewarowania nieodsetkowego, głównego obszaru badawczego autora w tematyce zarządzania kapitałem obrotowym firmy. W odróżnieniu od bogatej literatury poświęconej zarządzaniu tym kapitałem, a szczególnie finansowaniu nieodsetkowemu (por. Nadiri, 1969; Schwartz, 1974;

\* Artykuł jest wynikiem badań statutowych Kolegium Gospodarki Światowej SGH, finansowanych ze środków Ministerstwa Nauki i Szkolnictwa Wzszego.

\*\* dr hab. Tomasz S. Berent prof. SGH, Szkoła Główna Handlowa, Kolegium Gospodarki Światowej, Al. Niepodległości 162, 02-554 Warszawa, e-mail: tomasz.berent@sgh.waw.pl.

<sup>1</sup> W pracy zamiennie stosuje się (nierównoważne definicyjnie) pojęcia: zobowiązania nieodsetkowe oraz kredyt kupiecki.

Smith, 1987, Chant, Walker, 1988; z polskiej literatury Pluta, 1995; Wędzki, 2000; Zawadzka, 2009), a tym bardziej dźwigni finansowej, problem lewarowania wynikający z finansowania zobowiązaniami nieodsetkowymi pozostaje na obrzeżach dyscypliny finansów i zarządzania. Modele teoretyczne oraz badania empiryczne dotyczące tak zarządzania kapitałem obrotowym, jak i dźwigni finansowej, trafiły dawno do podręczników z obydwu dyscyplin i jako takie są podstawą nauczania na wszystkich etapach kształcenia zawodowego i uniwersyteckiego. O dźwigniach nieodsetkowych nie mówi się prawie wcale. Wyjątkiem są prace Nissima i Penmana (por. 2003). Te jednak dotyczą bardziej wyceny firmy niż samych dźwigni.

Jak wykazano w pracy Berenta (2016), proces lewarowania nieodsetkowego jest analogiczny do tego wywołanego przez finansowanie długiem. Stąd aparat pojęciowy oraz narzędzia stworzone do analizy dźwigni finansowej (Berent, 2013) mogą być używane przy analizie lewarowania nieodsetkowego. W innej pracy Berenta (2017) sformułowano tezę, że w odróżnieniu od dźwigni finansowej, działającej podobnie dla wszystkich firm, dźwignia nieodsetkowa działa odmiennie dla firm małych i dużych. W szczególności dla firm małych, z ograniczonym dostępem do rynku finansowego, w tym rynku długu, finansowanie nieodsetkowe może prowadzić do sytuacji, w której zwiększone ryzyko, wywołane tym finansowaniem, nie jest należycie wynagrodzone. Z kolei dla firm dużych, nie tylko posiadających szerszy dostęp do finansowania długiem, ale – co ważniejsze – mogących wykorzystywać, kosztem swoich dostawców, swoją pozycję rynkową, finansowanie nieodsetkowe oznacza nie tylko większe ryzyko dla kapitału własnego, ale ryzyko, które jest hojnie wynagradzane. Postawiona teza wskazuje na symetryczny wzrost ryzyka dla kapitału własnego dla wszystkich firm, niezależnie od ich wielkości, oraz niesymetryczny sposób jego wynagrodzenia w zależności od wielkości firmy.

W artykule Berenta (2017) podjęto próbę empirycznego zdiagnozowania obecności dźwigni nieodsetkowych. Analiza korelacji między wielkością firmy a ryzykiem oraz wielkością i rentownością firmy dała jedynie słabe potwierdzenie sformułowanej tezy. Celem przedstawionej tu analizy sektorowej jest zwiększenie dokładności i siły testów używanych przy diagnozowaniu obecności dźwigni nieodsetkowych. Wydaje się, że dźwignie nieodsetkowe, wynikłe z finansowania kredytem kupieckim, będą bardziej istotne dla jednych sektorów (np. handlu) i mniej dla innych. Ograniczenie badania dźwigni nieodsetkowych do sektorów, dla których wielkość firmy rzeczywiście decyduje o skali finansowania nieodsetkowego, daje nadzieję na skuteczne zidentyfikowanie obecności postulowanych dźwigni.

Badanie wykorzystuje bazę danych, obejmującą 15 tysięcy niefinansowych firm polskich, pozyskaną od firmy COFACE oraz okres 2006–2015<sup>2</sup>. W pracy stosuje się trzy podstawowe wskaźniki struktury pasywów:

- wskaźnik zobowiązań ogółem (Zob./Pasywa), liczony jest jako iloraz zobowiązań i rezerw na zobowiązania do wartości pasywów razem,

---

<sup>2</sup> Baza danych została sfinansowana przez NCN w ramach odrębnego grantu programu OPUS 9.



- wskaźnik zadłużenia (Dług/Pasywa), liczony jest jako iloraz zobowiązań odsetkowych, rozumianych jako suma krótkoterminowych zobowiązań finansowych<sup>3</sup> oraz zobowiązań długoterminowych<sup>4</sup>, do wartości pasywów razem,
- wskaźnik zobowiązań nieodsetkowych (NIBL/pasywa), liczony jako iloraz zobowiązań nieodsetkowych NIBL (*non-interest bearing liabilities*), rozumianych jako inne niż finansowe zobowiązania krótkoterminowe<sup>5</sup>, do wartości pasywów razem.

Poza danymi finansowymi używa się jedynie miary koniunktury makroekonomicznej, liczonej przez wskaźnik wzrostu PKB. Wydaje się, że skala ewentualnych procesów dźwigniowych, wywołanych finansowaniem zobowiązaniami nieodsetkowymi, tak z resztą jak sama skala tego finansowania, powinna być powiązana z sytuacją makroekonomiczną.

W pierwszym rozdziale przedstawiono statystyki, opisujące skalę finansowania zobowiązaniami w podziale na zobowiązania dłużne oraz nieodsetkowe; w rozdziale 2 – analizę skali finansowania zobowiązaniami w zależności od wielkości przedsiębiorstwa, w rozdziale 3 – w zależności od przynależności sektorowej firmy. W rozdziale 4 zaprezentowano wyniki w zależności łącznie od wielkości firmy oraz przynależności sektorowej. W uwagach końcowych sformułowano wnioski dotyczące przede wszystkim finansowania nieodsetkowego.

## 1. Finansowanie zobowiązaniami spółek w okresie 2006–2015

Tabela 1 zawiera informacje na temat skali zobowiązań w okresie 2006–2015, dla próby polskich spółek niepublicznych dla każdego roku (różnej liczebności) osobno. Jak wynika z tabeli, zobowiązania stanowiły ponad 50% sumy bilansowej w każdym roku analizowanego okresu, z czego większość to zobowiązania nieodsetkowe (zob. też rys. 1)<sup>6</sup>. Zadłużenie firm w tym czasie, nie licząc niereprezentatywnego roku 2006<sup>7</sup>, pozostało niezmiennie na stałym, a w porównaniu z zobowiązaniami nieodsetkowymi, niskim poziomie 16–17% sumy bilansowej.

---

<sup>3</sup> W bilansie spółki są to pozycje oznaczone jako kredyty i pożyczki, zobowiązania z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych oraz inne zobowiązania finansowe.

<sup>4</sup> Całość zobowiązań długoterminowych uznano za zobowiązania finansowe.

<sup>5</sup> Zobowiązania nieodsetkowe są to przede wszystkim zobowiązania z tytułu dostaw i usług, zaliczki otrzymane na dostawy, zobowiązania wekslowe, zobowiązania z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń i wynagrodzeń.

<sup>6</sup> Aby wyeliminować wpływ wartości skrajnych, jako wartości średnie dla danego roku stosuje się wielkość mediany.

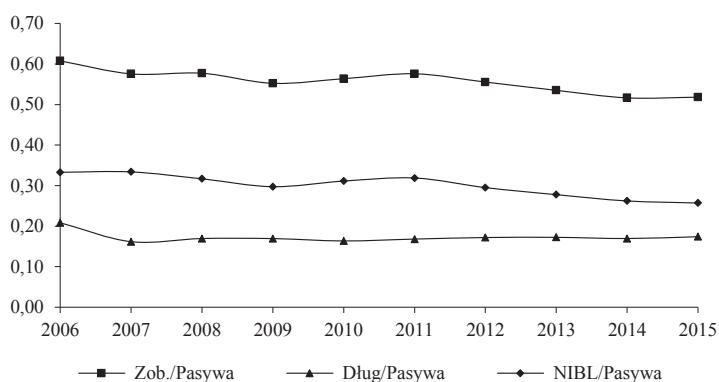
<sup>7</sup> Mała liczebność próby w 2006 r. (poniżej 500, w porównaniu z kilkunastoma tysiącami w kolejnych latach, sprawia, że dane z tego roku mogą być mniej dokładne. Liczebność próby w 2015 r. wynosząca (w zależności od wskaźnika) kilka tysięcy, choć mniejsza niż w okresie 2007–2014, wydaje się wystarczająco duża.

**Tabela 1**

Struktura finansowania spółek w okresie 2016–2015

Rok	Zob./Pasywa	Liczba firm	Dług/Pasywa	Liczba firm	NIBL/Pasywa	Liczba firm
2006	0,61	493	0,21	312	0,33	479
2007	0,58	12 658	0,16	9 377	0,33	12 331
2008	0,58	13 664	0,17	10 405	0,32	13 378
2009	0,55	14 613	0,17	10 886	0,30	14 224
2010	0,56	14 832	0,16	11 163	0,31	14 347
2011	0,58	14 697	0,17	11 231	0,32	14 152
2012	0,56	14 663	0,17	11 173	0,30	14 088
2013	0,54	13 650	0,17	10 369	0,28	13 093
2014	0,52	12 014	0,17	9 118	0,26	11 468
2015	0,52	4 522	0,17	3 320	0,26	4 004
Średnia	0,55		0,17		0,30	

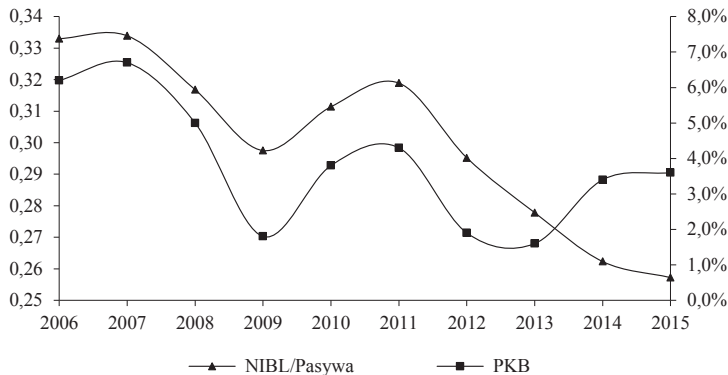
Źródło: opracowanie własne.

**Rysunek 1.** Struktura finansowania spółek w okresie 2006–2015

Źródło: opracowanie własne.

W badanym okresie wielkość zobowiązań ogółem spadła z poziomu około 60% w 2006–2007 do 52% w 2015 roku. Spadek ten, szczególnie wyraźny w drugiej połowie badanego okresu, wynikał przede wszystkim ze spadku finansowania zobowiązaniami nieodsetkowymi, którego udział w pasywach spadł z 33% w 2006–2007 do 26% w 2014–2015. Na uwagę zasługuje wysoka korelacja wskaźnika zobowiązań ogółem z sytuacją makroekonomiczną Polski, mierzoną wskaźnikiem PKB. Wskaźnik korelacji Pearsona wyniósł 0,64 dla całego okresu 2006–2015 i był szczególnie wysoki dla okresu do 2013 roku – 0,86. W odróżnieniu od ożywienia gospodarczego lat 2010–2011, po 2013 roku, silniejszej gospodarce nie towarzyszył wzrost zobowiązań spółek. Korelacja wielkości finansowania nieodsetkowego ze

wzrostem gospodarczym była jeszcze silniejsza i wynosiła 0,67 dla całego okresu i aż 0,96 do 2013 roku (rys. 2).



**Rysunek 2.** Wskaźnik NIBL/pasywa a PKB, 2006–2015

Źródło: opracowanie własne.

## 2. Finansowanie zobowiązaniami a wielkość spółki

Poniżej zaprezentowano analizę skali finansowania zobowiązaniami w podziale na wielkość firmy. Podziału całej populacji dokonano na podstawie trzech kryteriów skali: sumy bilansowej, wielkości przychodów ze sprzedaży, wielkości zysku operacyjnego.

Im większe przychody ze sprzedaży, tym większy (w relacji do wartości pasywów) poziom zobowiązań firmy. Dla grupy 20% najmniejszych firm pod względem sprzedaży, udział zobowiązań ogółem w finansowaniu firmy wyniósł w badanym okresie średnio 0,24, dla kolejnych 20% firm – dwa razy tyle (0,48), dla trzeciej, środkowej grupy – 0,66, dla czwartej, przedostatniej – aż 0,86. Wyjątkiem – we wszystkich latach – są firmy największe, których udział zobowiązań w finansowaniu ogółem wynosi średnio dla badanego okresu jedynie 0,51, mniej niż dla całej próby (0,55). Podziały według kryterium przychodowego oraz dochodowego prowadzą do niemal identycznych wniosków<sup>8</sup>.

Powyższych wyników nie potwierdza podział spółek według kryterium bilansowego, dla którego zależność pomiędzy wielkością aktywów, a wskaźnikiem zobowiązań ogółem właściwie nie istnieje. Co więcej, zakres wartości średnich wskaźnika zobowiązań ogółem dla poszczególnych grup różni się pomiędzy podgrupami znacznie mniej niż w podziale dokonany za pomocą przychodów: 0,50–0,65, według podziału przychodowego

<sup>8</sup> Należy pamiętać, że analiza dotyczy median. Wydaje się, że z tego powodu wnioski sformułowane na podstawie przychodów są podobne do tych, wyciągniętych z podziałów dokonanych na podstawie zysku.

to aż 0,20–0,90. Z powyższego wynika, że bilans stanowi stosunkowo słaby dyskryminator. Z tego powodu, wyniki według podziału bilansowego będą komentowane jedynie zdawkowo.

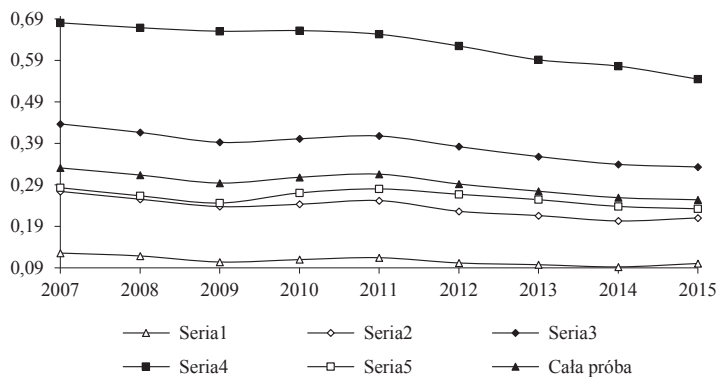
Dla finansowania odsetkowego wnioski są podobne. Relacja wskaźnika Dług/Pasywa z przychodami (zyskami) jest w pełni monotoniczna z wyjątkiem firm największych. Firmy najmniejsze niemal w ogóle nie korzystają z długu, wskaźnik zadłużenia wynosi 0,02 według obydwu podziałów dokonanych na podstawie rachunku wyników. Wraz ze wzrostem przychodów (oraz zysku operacyjnego), wskaźnik zadłużenia rośnie do kolejno 0,10–0,12, 0,22–0,24, 0,40–0,43, by następnie spaść dla grupy firm największych do poziomu bliższego wartości średniej dla próby – 0,15–0,17. Podobnie, zakres wartości wskaźnika jest znacznie większy od tego, liczonego na podstawie kryterium bilansowego, choć tym razem istnieją ślady dodatniej zależności pomiędzy wielkością aktywów i zadłużeniem<sup>9</sup>.

Przechodząc do głównej (pod względem zarówno wielkości, jak i przedmiotu zainteresowania niniejszej pracy) pozycji finansowania zobowiązaniami, jakim są zobowiązania nieodsetkowe, ich skala pozostaje w niemalże całkowicie monotonicznej relacji z wielkością firmy, niezależnie, czy podziału wielkości firmy dokonuje się według kryterium bilansowego, czy zgodnie z rachunkiem wyników. Przy czym, im większa suma bilansowa spółki, tym mniejszy wskaźnik zobowiązań nieodsetkowych, natomiast, gdy wielkość firmy mierzona jest wielkością przychodów bądź zyskiem operacyjnym, wskaźnik NIBL/Pasywa rośnie wraz ze wzrostem wielkości firmy. Tu ponownie wyjątkiem są firmy największe. Według kryterium przychodowego, spółki najmniejsze jedynie w 11% finansują się zobowiązaniami nieodsetkowymi, większe w 24%, średnie – 39%. Dla największym firm jest to jednak tylko 26%, poniżej średniej (30%), i znacznie poniżej 63% dla firm z czwartej podgrupy (rys. 3)<sup>10</sup>.

Wskaźnik zobowiązań nieodsetkowych, jak zauważono w rozdziale 1, jest mocno skorelowany z koniunkturą gospodarczą. Dodatnia korelacja występuje dla wszystkich podgrup, wydzielanych według wszystkich kryteriów. Wyjątkiem jest (ponownie) grupa największych firm, ale tylko według kryterium dochodowego, dla których współczynnik Pearsona wynosi praktycznie zero (–0,05).

<sup>9</sup> Skala wzrostu wskaźnika zadłużenia (stabilnego dla wszystkich podgrup w całym okresie) jest dla kryterium bilansowego niewielka: od 0,15 dla spółek najmniejszych, do 0,18 dla największych. Może dziwić ujemna korelacja pomiędzy skalą zadłużenia oraz PKB dla pierwszych czterech podgrup i większości podokresów (wskaźnik korelacji w przedziale od -0,3 do -0,9) – im silniejsza gospodarka, tym relatywnie mniej długu. Korelacja ta jest dodatnia dla firm największych (w zależności od okresu badania wynosi 0,4-0,6). Korelację liczy się dla całego okresu, jak i po wyłączeniu 2016 r., podobne wyniki daje analiza z wyłączeniem ostatniego roku (lub dwóch).

<sup>10</sup> Wskaźnik NIBL/Pasywa w roku 2007 jest wyższy niż w roku 2015 dla każdej podgrupy.



**Rysunek 3.** Wskaźnik NIBL/Pasywa według wielkości przychodów; seria1 – spółki najmniejsze

Źródło: opracowanie własne.

W Berent (2017), szukając dźwigni nieodsetkowych, zakładano implícite, że spółki większe posiadają więcej zobowiązań nieodsetkowych. Brak pełnej monotoniczności pomiędzy wielkością firmy (mierzoną przychodami), a skalą finansowania nieodsetkowego jest zaskakujący i będzie analizowany bardziej szczegółowo w dalszej części niniejszego artykułu.

### 3. Finansowanie zobowiązaniami a przynależność sektorowa

Spółki z próby należą łącznie do 20 różnych sektorów, zdefiniowanych według klasyfikacji NACE stosowanej w Unii Europejskiej (fr. *nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne*), z czego ok. 90% należy do czterech sektorów: produkcja, budownictwo, handel i transport. W dalszej części pracy, analizę sektorową ogranicza się jedynie do tych sektorów. Ponownie, w większości wniosków, wyłącza się z analizy rok 2006.

Jak wynika z tabeli 2, największe poziom zobowiązań, ponad 60% w stosunku do wielkości aktywów, występuje w sektorze transportu i handlu. Najmniejszą skalą finansowania zobowiązaniami charakteryzuje się sektor produkcji, ze wskaźnikiem zobowiązań ogółem na poziomie 51%. Sektor ten ma również najmniejszy wskaźnik zobowiązań nieodsetkowych, co nie dziwi o tyle, że sektor produkcji charakteryzuje się najmniejszym udziałem aktywów obrotowych w całości majątku – jedynie 0,57. Aktywa obrotowe są największe dla sektora budownictwa i handlu, i wyniosły średnio w badanych okresie 80% całego majątku. Dla sektorów tych, finansowanie zobowiązaniami nieodsetkowymi jest w konsekwencji znacznie ważniejsze, na co wskazuje wskaźnik zobowiązań nieodsetkowych na poziomie 0,36–0,37.

**Tabela 2**

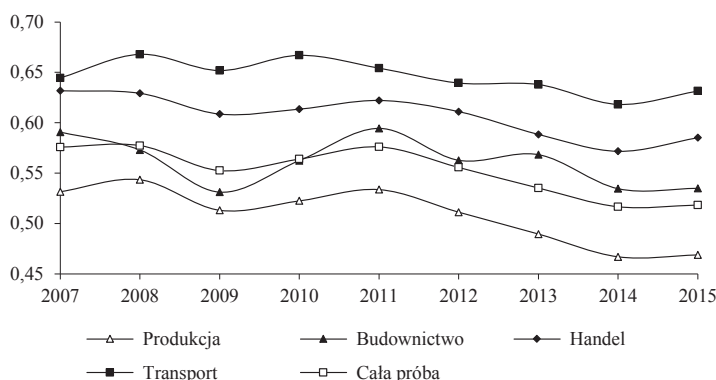
Finansowanie zobowiązaniami a przynależność sektorowa

	Produkcja	Budownictwo	Handel	Transport	Cała próba
Wskaźnik zobowiązań ogółem	0,51	0,56	0,61	0,65	0,55
Wskaźnik zadłużenia	0,18	0,10	0,18	0,20	0,17
Wskaźnik zobowiązań nieodsetkowych	0,24	0,36	0,37	0,34	0,30
Aktywa obrotowe/Aktywa razem	0,57	0,80	0,80	0,59	

Źródło: opracowanie własne.

Jak wynika z rysunku 4, kolejność sektorów pod względem skali finansowania zobowiązaniami była stała (transport, handel, budownictwo, produkcja) dla każdego roku badanego okresu. Korelacja skali finansowania zobowiązaniami z PKB była najsłabsza dla sektora transportu – wskaźnik korelacji Pearsona dla okresu 2007–2015 wyniósł zaledwie 0,27, dwa razy mniej niż dla pozostałych sektorów. Wynik ten o tyle nie dziwi, że sektor transportu, poprzez swoją międzynarodową aktywność, jest stosunkowo najmniej powiązany z gospodarką krajową.

Dług to średnio w badanej próbie jedynie około 30% całych zobowiązań dla sektorów produkcji, handlu i transportu. Dla budownictwa – jeszcze mniej (poniżej 20% zobowiązań). Na uwagę zasługuje ujemna korelacja pomiędzy PKB, a skalą zadłużenia dla dwóch sektorów: budownictwa oraz handlu. Współczynnik Pearsona wynosi odpowiednio  $-0,41$  oraz  $-0,46$ , bez ostatnich dwóch lat jest nawet niższy – odpowiednio  $-0,61$  oraz  $-0,75$ . Wniosek ten jest szczególnie ważny dla sektora handlu, gdyż, o czym była wyżej mowa, zadłużenie sektora budownictwo było znacznie mniejsze.

**Rysunek 4.** Wskaźnik zobowiązań ogółem dla różnych sektorów

Źródło: opracowanie własne.

**Tabela 3**

Wskaźnik zobowiązań nieodsetkowych dla różnych sektorów

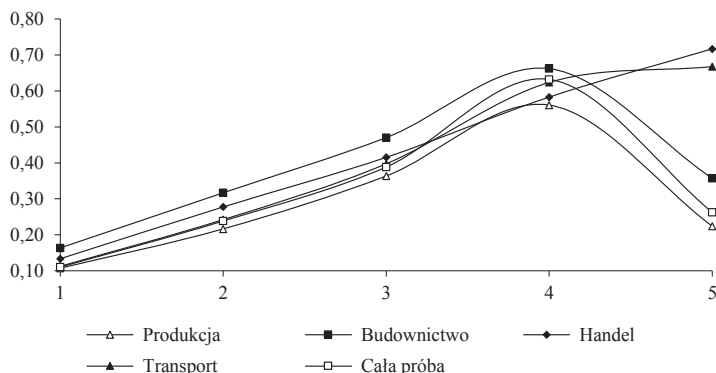
Rok	Produkcja	Budownictwo	Handel	Transport	Cała próba
2006	0,25	0,39	0,42	0,58	0,33
2007	0,28	0,40	0,42	0,35	0,33
2008	0,26	0,38	0,40	0,35	0,32
2009	0,24	0,35	0,37	0,34	0,30
2010	0,26	0,36	0,38	0,37	0,31
2011	0,26	0,39	0,39	0,37	0,32
2012	0,24	0,36	0,36	0,34	0,30
2013	0,23	0,35	0,34	0,32	0,28
2014	0,22	0,33	0,33	0,30	0,26
2015	0,22	0,33	0,33	0,32	0,26
Średnia 2007–2015	0,24	0,36	0,37	0,34	0,30

Źródło: opracowanie własne.

Jak wynika z tabeli 3, największe finansowanie zobowiązaniami nieodsetkowymi (pomijając 2006 r.) wykazywał sektor handlu, wyprzedzony przez budownictwo jedynie w 2013 r. Sektory te, wraz z sektorem transportu, finansowały swój majątek zobowiązaniami nieodsetkowymi w co najmniej 30% w każdym roku analizy. Poziom ten w żadnym roku nie został osiągnięty przez sektor produkcji. Skala finansowania nieodsetkowego była szczególnie mocno skorelowana z koniunkturą gospodarczą w sektorach produkcji, budownictwa i handlu, co z uwagi na skalę tego finansowania, jest szczególnie istotne dla dwóch ostatnich sektorów.

#### 4. Finansowanie zobowiązaniami a przynależność sektorowa i wielkość spółki

W rozdziale 2 pokazano, że skala zobowiązań zarówno odsetkowych, jak i nieodsetkowych rośnie wraz ze wzrostem przychodów ze sprzedaży. Nie byłby to wniosek zaskakujący, gdyby nie fakt, że firmy największe stanowiły wyjątek. Ich zaangażowanie w finansowanie zobowiązaniami, w tym kredytem kupieckim, oscyluje wokół średniej dla całej populacji. Brak pełnej monotoniczności utrudnia weryfikację tezy o odmiennym działaniu dźwigni nieodsetkowych dla dużych i małych podmiotów. Co więcej, brak tej monotoniczności jest zadziwiający. Nie wydaje się bowiem prawdopodobne, aby duża spółka np. w sektorze handlu nie wykorzystwała swojej pozycji konkurencyjnej i nie finansowała się zobowiązaniami nieodsetkowymi.



**Rysunek 5.** Wskaźnik zobowiązań nieodsetkowych dla różnych sektorów i 5 podgrup według wielkości przychodów; serial1 – spółki najmniejsze

Źródło: opracowanie własne.

W niniejszym rozdziale prezentuje się skrótowo wnioski płynące z połączenia analizy sektorowej i analizy wielkości firmy. Okazuje się, że – tak jak oczekiwano – dla sektora handlu (oraz dla sektora transportu), zależność pomiędzy skalą działalności mierzona wielkością przychodów firmy oraz skalą finansowania zobowiązaniami jest całkowicie monotoniczna, i to dla każdego rodzaju tych zobowiązań: odsetkowych i nieodsetkowych (rys. 5). Duże firmy nie są już wyjątkiem. Obserwowany wcześniej spadek finansowania nieodsetkowego dla firm największych wynikał zatem z obecności w próbie firm produkcyjnych oraz budowlanych<sup>11</sup>.

## Uwagi końcowe

Poniżej sformułowano najważniejsze wnioski i to tylko te, które w bezpośredni sposób odnoszą się do skali i charakteru finansowania zobowiązaniami nieodsetkowymi, głównego przedmiotu zainteresowania niniejszej pracy.

Wniosek 1.

**Finansowanie zobowiązaniami nieodsetkowymi stanowi zdecydowaną większość finansowania zobowiązaniami.** W badanym okresie, majątek firm niepublicznych finansowany był zobowiązaniami nieodsetkowymi, w tym kredytem kupieckim, w ok. 30%, niemal dwukrotnie więcej niż skala finansowania długiem.

Wniosek 2.

**W odróżnieniu od długu, wielkość zobowiązań nieodsetkowych zależy od koniunktury gospodarczej.** W okresie silnej (słabej) koniunktury, spółki zwiększają (zmniejszają)

<sup>11</sup> Wyniki są niemal identyczne przy zastosowaniu kryterium dochodowego.



poziom finansowania zobowiązaniami nieodsetkowymi. Zależność ta była bardzo mocna szczególnie w okresie 2006–2013, kiedy to współczynnik korelacji pomiędzy średniorocznym udziałem zobowiązań nieodsetkowych w finansowaniu ogółem spółek, a wskaźnikiem PKB wyniósł 0,96.

Wniosek 3.

**Wielkość firmy w dużej mierze determinuje skalę finansowania zobowiązaniami nieodsetkowymi, przy czym kierunek zależności zależy od sposobu definiowania skali.**

Jak wynika z badania, im większe przychody spółki, tym (relatywnie) większe finansowanie zobowiązaniami nieodsetkowymi. Spółki najmniejsze finansują swój majątek za pomocą zobowiązań nieodsetkowych jedynie w 11%, podczas gdy firmy z podgrupy czwartej – aż w 63%. Niespodziewanie wyjątkiem są firmy największe, których wskaźnik zobowiązań nieodsetkowych wynosi jedynie 26%, poniżej średniej (30%). Odwrotne są wnioski, gdzie spółki podzielono według wielkości majątku. Tym razem, większa spółka oznacza mniejsze proporcjonalne finansowanie zobowiązaniami nieodsetkowymi. Wskaźnik zobowiązań nieodsetkowych dla firmy najmniejszych wynosi 0,41, dla firm największych prawie dwa razy mniej – 0,23.

Wniosek 4.

**Dla sektora handlu (oraz transportu), większe przychody oznaczają większą skalę finansowania nieodsetkowego w całym zakresie analizy.** Brak pełnej monotoniczności relacji: przychody–skala finansowania nieodsetkowego jest rezultatem włączenia do próby firm produkcyjnych i budowlanych. Bez nich, tzn. dla firm z sektora handlu i transportu, zależność pomiędzy przychodami, a stosowaniem finansowania nieodsetkowego obowiązuje również dla największych spółek. Dla największych firm handlowych (transportowych) aż 72% (67%) całego majątku spółki jest finansowana zobowiązaniami nieodsetkowymi.

Jak wynika z powyższego, sektor handlu, zgodnie z oczekiwaniami, stanowi najlepszy obszar badań nad zjawiskiem nieodsetkowego finansowania majątku firmy. Po pierwsze, udział aktywów obrotowych dla tego sektora jest największa (80%). Po drugie, skala tego finansowania w finansowaniu majątku jest największa (37%). Po trzecie, istnieje w pełni monotoniczna relacja (z dokładnością do wartości median w podziale na 5 podgrup) pomiędzy wielkością firmy (mierzoną jej przychodami) oraz wielkością (w relacji do wartości aktywów) finansowania nieodsetkowego. Sektor handlu wydaje się zatem najlepszym kandydatem, aby na jego podstawie badać, wynikiłe z obecności finansowania nieodsetkowego, dźwigni niefinansowe.

## Literatura

- Berent, T. (2017). Dźwignia wynikająca z finansowania nieodsetkowego – badanie korelacji. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 89, 369–379.
- Berent, T. (2016). Finansowanie zobowiązaniami nieodsetkowymi procesy dźwigniowe – model teoretyczny. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 79, 871–888.

- Berent, T. (2013). *Ogólna teoria dźwigni finansowej*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
- Chant, E.M., Walker, D.A. (1988). Small Business Demand for Trade Credit. *Applied Economics*, 861–876.
- Nadiri, M.I. (1969). The Determinants of Trade Credit in the U.S. Total Manufacturing Sector. *Econometrica*, 37, 408–423.
- Nissim, D., Penman, S. (2003). Financial Statement Analysis of Leverage and How It Informs About Profitability and Price-to-Book Ratios. *Review of Accounting Studies*, 8, 531–560.
- Pluta, W. (1995). Finansowanie zakupów kredytem handlowym. *Rachunkowość*, 6, 290–292
- Schwartz, R.A. (1974). An Economic Model of Trade Credit. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 9, 643–657.
- Smith, J.K. (1987). Trade Credit and Informational Asymmetry. *Journal of Finance*, 42, 863–872.
- Wędzki, D. (2000). *Teoria zintegrowanego zarządzania kredytem handlowym w przedsiębiorstwie*. Kraków: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie.
- Zawadzka, D. (2009). *Determinanty popytu małych przedsiębiorstw na kredyt handlowy. Identyfikacja i ocena*. Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.

### NON-INTEREST BEARING FINANCING OF POLISH FIRMS – INDUSTRY ANALYSIS

**Abstract:** *Purpose* – The purpose of this article is to analyze the financing structure of Polish firms with a special focus on non-interest bearing liabilities. The size of this financing determines the strength of non-financial leverage.

*Design/methodology/approach* – The data set includes some 15.000 Polish firms over 2006–2017 period. Three leverage ratios are computed: Total Liability/Assets, Non-Interest Bearing Liability/Assets, Interest Bearing Liability (Debt)/Assets. The ratios are grouped according to firm size and industry.

*Findings* – Non-interest bearing liability, or NIBL, account for some 30% of total assets in the sample studied – twice more than the contribution of debt. In contrast to debt, NIBL are strongly correlated with GDP. The size of NIBL is negatively linked with the size firm's assets and positively correlated (except the largest companies) with firm's revenue. The relatively lower NIBL for the firms with largest revenue results from the inclusion of production and construction firms in the sample. For trade (and transportation) the positive correlation between the size and NIBL is perfect.

*Originality/value* – The evidence of perfect monotonicity between NIBL and revenue (absent in the whole sample) for trading (and transportation) firms provides an adequate launch-pad for further research on non-financial leverage process triggered by the presence on non-interest bearing liability.

**Keywords:** non-interest bearing liability, capital structure, operating leverage, gearing, trade credit

### Cytowanie

- Berent, T.S. (2018). Finansowanie nieodsetkowe polskich przedsiębiorstw – analiza sektorowa. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 223–234. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-19.

## Efektywność wybranych funduszy inwestycyjnych

Justyna Bogolebska\*

**Streszczenie:** *Cel* – Celem artykułu była ocena efektywności funduszy inwestycyjnych, które swoje aktywa inwestują w akcje małych i średnich spółek na rynku polskim.

*Metodologia badania* – Zaprezentowano tradycyjne mierniki oceny efektywności funduszy inwestycyjnych – wskaźnik Sharpa, Treynora i Jensena. Tradycyjną grupę wskaźników efektywności porównano ze stopami zwrotu dla indeksów giełdowych – mWIG40 i sWIG80.

*Wynik* – Osiągnięte przez fundusze wyniki należy ocenić negatywnie, mimo dodatnich wyników dla poszczególnych wskaźników. Wskazane jest ich również porównanie na tle innych instrumentów finansowych bądź innej grupy funduszy inwestycyjnych.

*Oryginalność/wartość* – Przedstawione wyniki są kompendium wiedzy przede wszystkim dla inwestorów indywidualnych poszukujących różnych możliwości inwestowania.

**Słowa kluczowe:** fundusze inwestycyjne, wskaźniki efektywności, małe i średnie spółki

### Wprowadzenie

Poszukiwanie nowych możliwości lokowania nadwyżki finansowej stawia przed inwestorami konieczność dokonywania pogłębionych analiz w zakresie zwrotu zainwestowanego kapitału. Wyniki dają informacje na temat historycznych efektów funduszy inwestycyjnych. Duża liczba nowych funduszy inwestycyjnych i ich wysoka popularność daje możliwości inwestycyjne i szeroki wachlarz wyboru dla tego rodzaju instrumentów finansowych. W związku z tym przedstawiono wybrane miary efektywności dla funduszy inwestycyjnych, które w swojej polityce inwestycyjnej jako najważniejszy cel stawiają inwestowanie w akcje spółek małych i średnich – notowanych na GPW. Wielkość spółek określana jest najczęściej na podstawie wartości kapitalizacji oraz udziału procentowego w wybranych indeksach giełdowych (np. mWIG40, sWIG80). Celem artykułu jest ocena miar efektywności dla wybranej grupy funduszy inwestycyjnych. W części empirycznej artykułu dla grup polskich funduszy inwestycyjnych przedstawiono wskaźniki Sharpa, Treynora i Jensena. W związku z przyjętą polityką inwestycyjną dla wybranej grupy funduszy, wskaźniki efektywności porównano ze stopami zwrotu dla dwóch indeksów giełdowych – mWIG40 oraz sWIG80. Tematyka artykułu wpisuje się w dyskusję dotyczącą efektywności zarządzania funduszami inwestycyjnymi.

---

\* dr Justyna Bogolebska, Uniwersytet Łódzki, Wydział Zarządzania, ul. Jana Matejki 22/26, 90-237 Łódź, e-mail: justyna.bogolebska@uni.lodz.pl.

## 1. Fundusze inwestycyjne a efektywność ich zarządzania

Zgodnie z definicją podawaną przez GPW (największy rynek w Polsce dla funduszy inwestycyjnych), „[f]undusz inwestycyjny jest instytucją zbiorowego inwestowania, która lokuje powierzone jej środki w celu osiągnięcia dochodu, który rozdziela wśród swoich uczestników. W zależności od formy prawnej fundusz zbywa jednostki uczestnictwa lub emituje certyfikaty inwestycyjne. Lokaty funduszu mogą obejmować instrumenty finansowe oraz inne prawa majątkowe (GPW, biblioteka internetowa) Działalność funduszu inwestycyjnego polega na lokowaniu kapitałów pochodzących od inwestorów w instrumenty finansowe. Celem nadrzędnym funduszy inwestycyjnych jest wypracowanie korzyści dla osób, które pozostawiły do dyspozycji funduszu swoje środki finansowe.

Dodatkowo istnieją również odpowiednie regulacje prawne, których zadaniem jest określenie istoty funduszy inwestycyjnych, np. ustawa o funduszach inwestycyjnych z dnia 27 maja 2004 roku. Artykuł 3 ust. 1 tej ustawy mówi, że: „[f]undusz inwestycyjny jest osobą prawną, której wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie środków pieniężnych zebranych w drodze publicznego, a w przypadkach określonych w ustawie również niepublicznego, proponowania nabycia jednostek uczestnictwa albo certyfikatów inwestycyjnych, w określone w ustawie papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego i inne prawa majątkowe (Ustawa, 2004). Istnieje szereg opracowań w literaturze zagranicznej i polskiej przedstawiającej problematykę efektywności funduszy inwestycyjnych. Omawianie pojęcie efektywności, należy rozpocząć od hipotezy rynku efektywnego – zmiany cen walorów na rynku są wynikiem reakcji inwestorów zarówno na napływające informacje dotyczące podmiotów emitujących papiery wartościowe, jak i na wydarzenia związane z gospodarką jako całością (Haugen, 1996). Efektywność rynku, omawiana w kontekście informacyjnym, została przyjęta w artykule jako podstawowa koncepcja służąca interpretacji uzyskanych wartości wskaźników. Uczestnicy rynku, jakimi są w przypadku funduszy inwestycyjnych inwestorzy i zawodowi analitycy, mają wpływ na kształtowanie się cen papierów wartościowych poprzez aktywne dokonywanie transakcji (Kaniel, Saar, Titman, 2008).

W literaturze przedmiotu wyróżnia się dwie grupy miar efektywności funduszy inwestycyjnych. Do grupy metod tradycyjnych zalicza się m.in. współczynniki Sharpe’a i Treynora oraz jednoczynnikowy współczynnik alfa Jensena. W grupie metod nowoczesnych największe znaczenie przypisuje się nowoczesnym miarom efektywności i uwzględnia się odstępstwo od normalnego rozkładu. W analizach uwzględnia się wpływ również innych rodzajów ryzyka (np. wielkości i wartości spółek giełdowych, wartości narażonej na stratę) oraz niesymetryczne podejście do ryzyka (m.in. współczynnik Omega, współczynnik Sortino, czteroczynnikowy model Carharta) (Miziołek, Trzebiński, 2017). Miary efektywności są informacją dla inwestorów, czy fundusz osiąga zadowalające wyniki.

## 2. Struktura funduszy inwestycyjnych w Polsce

Początek i rozwój rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce według dostępnych danych przypada na lata 2004–2007. Wspólne inwestowanie i profesjonalne zarządzanie powierzonymi środkami stało się atrakcyjną i nową alternatywą na rynku krajowym. Na podstawie obserwacji rynku kapitałowego wydaje się, że powyższy trend utrzymuje się do chwili obecnej. Sprzyjał temu wzrost gospodarczy Polski w latach 2004–2007. Interesujące jest również pojawienie się na przestrzeni czasu ilości i rodzajów funduszy inwestycyjnych. Sposób i polityka inwestycyjna funduszu są odmienne dla każdego z nich i zależą od przyjętych wcześniej w statucie założycielskim odpowiednich założeń. Kryterium podziału funduszy inwestycyjnych i ich metodologia przyjęta w artykule jest tożsama z metodologią podziału dla bazy danych funduszy inwestycyjnych<sup>1</sup>. Polityka inwestycyjna jest najważniejszym kryterium podziału funduszy. W związku z powyższym oznacza to, że fundusze inwestycyjne otwarte i zamknięte mogą znaleźć się w tej samej, jednorodnej pod względem prowadzonej polityki inwestycyjnej, grupie. Kryterium służącym przypisaniu funduszy do danej grupy jest określona w prospekcie informacyjnym struktura odpowiednich klas aktywów, w które inwestuje fundusz (instrumenty udziałowe, papiery dłużne, inne) oraz specjalizacja geograficzna lub walutowa. Istnieje również specjalizacja geograficzna funduszy, jednak ze względu na ograniczoną objętość artykułu została ona pominięta.

Na podstawie zasad podziału funduszy na segmenty i grupy w ramach klasyfikacji można wyróżnić:

- fundusze akcji,
- fundusze mieszane,
- fundusze absolutnej stopy zwrotu,
- fundusze dłużne,
- fundusze gotówkowe i pieniężne,
- fundusze ochrony kapitału,
- fundusze nieruchomości,
- fundusze sekurytyzacyjne,
- fundusze aktywów niepublicznych.

Zgodnie z podziałem funduszy inwestycyjnych na poszczególne kategorie w tabeli 1 przedstawiono dane dla lat 2005–2017. Zaprezentowane dane przedstawiają liczbę poszczególnych funduszy w kolejnych latach. Widać wyraźnie, że do roku 2016 liczba funduszy inwestycyjnych wzrastała, osiągając w 2016 roku 1407 aktywnych funduszy działających na polskim rynku giełdowym. W 2017 roku liczba funduszy nieznacznie spadła, jednak należy mieć na uwadze, że zebrane dane za 2017 rok są niepełne, ponieważ zebranie wszystkich informacji zakończyło się 30.11.2017 roku. Dane liczbowe dotyczą polskiego rynku funduszy inwestycyjnych, w zależności od ich rodzajów i polityki inwestycyjnej. Przyczyną tego stanu mogą być poniższe czynniki:

<sup>1</sup> aza danych – Analizy Online dla polskich funduszy inwestycyjnych – dostęp płatny, 30.11.2017.

- wzrost zamożności społeczeństwa,
- większa świadomość i wiedza z zakresu inwestowania środków,
- wzrost popytu na usługi doradcze oferowane przez fundusze inwestycyjne.

**Tabela 1**

Struktura funduszy inwestycyjnych i ich liczba w latach 2005–2017

Rodzaje funduszy	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Absolutnej stopy zwrotu	2	3	5	7	17	28	39	59	72	95	118	130	144
Akcji	35	51	100	136	147	161	158	168	181	188	210	223	232
– akcji polskich	25	35	51	59	58	68	74	88	92	95	99	102	105
– akcji zagranicznych	10	16	49	77	89	93	84	80	89	93	111	121	127
Aktywów niepublicznych	3	5	35	96	138	192	239	296	329	361	425	485	412
Dłużne	57	57	58	56	59	64	73	95	103	119	128	149	158
– dłużne PLN	31	33	36	36	38	44	56	73	78	86	89	95	99
– dłużne zagraniczne	26	24	22	20	21	20	17	22	25	33	39	54	59
Gotówkowe i pieniężne	22	25	25	29	32	32	35	40	45	49	50	56	58
– gotówkowe i pieniężne PLN	22	25	25	29	31	31	33	38	43	47	48	54	56
– gotówkowe i pieniężne zagraniczne					1	1	2	2	2	2	2	2	2
Mieszane	78	109	128	138	147	145	151	164	155	151	158	177	181
– mieszane polskie	48	62	72	76	83	81	88	94	93	92	93	99	97
– mieszane zagraniczne	30	47	56	62	64	64	63	70	62	59	65	78	84
Nieruchomości	3	7	8	13	15	18	23	26	27	31	46	54	57
Rynku surowców		1	2	7	8	7	8	15	11	11	12	17	17
Sekurytyzacyjne	3	11	18	21	22	23	35	47	63	77	95	116	123
Razem	203	269	379	503	585	670	761	910	986	1082	1242	1407	1382

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych – Analizy Danych Online (30.11.2017).

Wzrost liczby funduszy inwestycyjnych jest skorelowany również ze wzrostem miesięcznej wartości aktywów netto funduszy inwestycyjnych. Na podstawie raportów Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami należy odczytać, że wartość aktywów netto wzrosła w kwietniu w roku 2017 do poziomu 275,7 mld zł, uzyskując w ten sposób wartość o 2,5 mld zł większą niż miesiąc wcześniej (porównanie danych dla wartości aktywów netto funduszy inwestycyjnych uzyskanych w marcu 2017 r.). Wartość środków finansowych ulokowanych w funduszach detalicznych przekroczyła 140 mld zł.

### 3. Metodologia badania efektywności funduszy inwestycyjnych

Do oceny mierników efektywności funduszy inwestycyjnych wybrano grupę 19 funduszy inwestycyjnych. Badana grupa nie jest reprezentatywna i na podstawie badań nie można

wyciągnąć wniosków dla całej zbiorowości, jednak można ocenić efektywność zarządzania funduszami inwestycyjnymi, które swoje aktywa przeznaczają głównie na zakup akcji małych i średnich spółek. Wielkość spółek określana jest najczęściej na podstawie wartości kapitalizacji oraz udziału procentowego w wybranych indeksach giełdowych (np. mWIG40, sWIG80). W badaniu wykorzystano mierniki Sharpa, Treynora i Jensena. Wszystkie wskaźniki przedstawione zostały za okres 2012–2017. Współczynnik efektywności inwestycji Sharpe'a pozwala ocenić wyniki portfela na podstawie miary ryzyka całkowitego i stopy zwrotu (Witkowska, 2009). Miara wskaźnika pozwala na określenie wielkości premii za ryzyko (licznik równania). Wyższa wartość współczynnika Sharpe'a charakteryzuje inwestycje o większej efektywności (Witkowska, 2009). Wartość ujemna oznacza, że fundusz wykazał w danym okresie przeciętny wynik poniżej rynkowej stopy wolnej od ryzyka – jednak samej interpretacji należy dokonać ostrożnie. Miary wskaźników Sharpa i Treynora różnią się tym, że w obliczeniach wskaźnika Treynora za właściwą miarę ryzyka przyjęto ryzyko systematyczne (niedywersyfikowalne) portfela (Witkowska, 2009). Dodatkowo przyjęto, że rynek jest w równowadze i oczekiwania inwestorów realizują się na poziomie średniej. Ostatnia miara, wskaźnik Jensena, informuje o skuteczności i efektywności menadżera zarządzającego oraz o rezultacie doboru składników do portfela inwestycyjnego (Witkowska, 2009). Jeśli wartość wskaźnika będzie mniejsza od zera, to dana inwestycja (portfel) nie jest warta inwestycji. Wskaźnik Jensena może być stosowany wyłącznie do oceny efektywności funduszy inwestycyjnych akcyjnych, zrównoważonych oraz stabilnego wzrostu. Powyższe trzy wskaźniki efektywności funduszy zaliczane są do grupy wskaźników tradycyjnych, dlatego też w literaturze przedmiotu używane są najczęściej. W związku z tym w artykule przyjęto jako miary wskaźniki Sharpa, Treynora i Jensena, definiujące efektywność funduszy inwestycyjnych – w grupie funduszy inwestujących środki pieniężne w małe i średnie spółki. Tradycyjną grupę wskaźników efektywności porównano z stopami zwrotu dla indeksów giełdowych – mWIG40 i sWIG80.

#### 4. Ocena miar efektywności funduszy inwestycyjnych

W badaniu empirycznym obliczono wskaźniki efektywności dla 19 funduszy inwestycyjnych. Wyniki uzyskane przez poszczególne fundusze są do siebie zbliżone. Poszczególne fundusze uzyskały dodatnie wartości wskaźników efektywności. Należy jednak zwrócić uwagę, że pomimo uzyskanych wartości dodatnich, należy wyniki całego portfela uznać za niezadowolające.

Najwyższy poziom wskaźnika Sharpa wykazuje fundusz inwestycyjny PKO Akcji Małych i Średnich Spółek, natomiast najniższy – Aviva Investors Małych Spółek. Najniższą wartość wskaźnika Treynora wykazał fundusz inwestycyjny UniAkcje Małych i Średnich Spółek. W badaniu empirycznym przedstawiono również stopy zwrotu z dwóch indeksów giełdowych – mWIG40 i sWIG80. Wymienione indeksy giełdowe są wśród 19 funduszy inwestycyjnych najczęstszym obszarem zainteresowania inwestycyjnego. Zgodnie z przyjętą

**Tabela 2**

Efektywność funduszy inwestycyjnych – wskaźnik Sharpa, Treynora, Jensena

Fundusz	Sharpa	Treynora	Jensena
Allianz Akcji Małych i Średnich Spółek	0,1499	0,0053	0,0132
Aviva Investors Małych Spółek	0,0883	0,0032	0,0091
Investor Top 25 Małych Spółek	0,2244	0,0084	0,0148
Ipopema m-INDEKS FIO kategoria A	0,2854	0,0101	0,0182
KBC Akcji Małych i Średnich Spółek	0,2024	0,0070	0,0157
KBC Portfel Akcji Średnich Spółek	0,2236	0,0080	0,0176
MetLife Akcji Małych Spółek	0,1094	0,0040	0,0127
MetLife Akcji Średnich Spółek	0,1460	0,0052	0,0140
Millennium Dynamicznych Spółek	0,2077	0,0073	0,0145
NN Średnich i Małych Spółek	0,2731	0,0096	0,0162
Noble Fund Akcji Małych i Średnich Spółek	0,2324	0,0082	0,0150
Pioneer Dynamicznych Spółek	0,2126	0,0075	0,0139
Pioneer Małych i Średnich Spółek Rynku Polskiego	0,1957	0,0068	0,0144
PKO Akcji Małych i Średnich Spółek	0,3076	0,0115	0,0153
PZU Akcji Małych i Średnich Spółek	0,1155	0,0041	0,0129
Rockbridge Akcji Dynamicznych Spółek	0,1597	0,0057	0,0122
Skarbiec Małych i Średnich Spółek	0,2867	0,0101	0,0174
UniAkcje Małych i Średnich Spółek	0,1825	0,0064	0,0139

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych – Analizy Online.

**Tabela 3**

Stopy zwrotu z dwóch indeksów giełdowych

Indeks giełdowy	2018 rok	2017 rok	2016 rok	2015 rok	2014 rok	2013 rok	2012 rok
mWIG40 (%)	-6,03	14,99	18,18	2,40	4,13	31,06	17,42
sWIG80 (%)	-2,85	2,36	7,93	9,11	-15,55	37,28	22,92

Źródło: opracowanie własne na podstawie statystyk GPW w Warszawie.

polityką inwestycyjną większości funduszy w zbadanej grupie, doradcy inwestycyjni najczęściej wybierają akcje spółek notowanych w indeksie mWIG40 oraz sWIG80. W związku z tym wydaje się być uzasadniona analiza stóp zwrotu powyższych indeksów w relacji do wskaźników efektywności osiąganych przez poszczególne fundusze. Wyniki efektywności grupy 19 funduszy należy więc uznać za słabe i zdecydowanie poniżej oczekiwań inwestorów. Przesłankami dla osiągnięcia takich wyników może być ograniczona ilość zawieranych przez fundusze transakcji, zbyt wolne reagowanie na sygnały informacyjne z rynku oraz ograniczenia inwestycyjne zapisane w polityce inwestycyjnej poszczególnych funduszy. W kontekście oceny stóp zwrotu dla poszczególnych indeksów – mWIG40 i sWIG80



– osiągnięte wyniki efektywności wydają się być zaskakujące i zdecydowanie poniżej oczekiwań. Analizując przedstawione wskaźniki, należy zwrócić uwagę na niskie wartości, co może wynikać również z pewnych ograniczeń (Clarke, Silva, Thorley, 2002; Zamojska 2012):

- polityki inwestycyjnej funduszu, określającej zbiór walorów, z których może się składać portfel inwestycyjny, oraz adekwatny poziom ekspozycji na ryzyko,
- możliwości zajmowania tylko długiej pozycji (brak możliwości korzystania z krótkiej sprzedaży).

Poziom osiągniętych wyników przez fundusze może wynikać również z następujących przesłanek, które już wcześniej zostały zbadane – na wynik funduszy może mieć także wpływ efekt charakterystyki kraju. Istnieje silna dodatnia zależność między osiągniętymi wynikami przez poszczególne fundusze a poziomem rozwoju finansowego kraju. Fundusze mają lepsze wyniki w krajach o wysokich obrotach na rynku finansowym i niskim poziomie kosztów związanych z przeprowadzaniem transakcji na tym rynku (Ferreira, Keswani, Miquel, Ramos, 2011; Zamojska, 2012).

## Uwagi końcowe

W artykule przedstawiono wyniki przeprowadzonych badań empirycznych, których celem była realizacja celu badawczego. Na podstawie wyników trzech wskaźników efektywności (wskaźnik Sharpa, Treynora oraz Jensena) oceniono, czy zarządzający powierzonymi środkami osiągają dodatnie i zadowalające wyniki. Osiągnięte przez fundusze wyniki należy przyjąć i ocenić zdecydowanie poniżej oczekiwań inwestorów. Wskazane jest ich również porównanie na tle innych instrumentów finansowych bądź innej grupy funduszy inwestycyjnych. Wyniki efektywności dla 19 funduszy inwestycyjnych nie dają możliwości oceny efektywności funduszy inwestycyjnych w ogóle. W ocenianej grupie należy wskazać, że pomimo dodatnich wyników osiągniętych przez fundusze, należy ocenić daną grupę jako nieatrakcyjną dla inwestorów. Wyniki sformułowane na podstawie zebranych danych są zależne od determinantów mikroekonomicznych i makroekonomicznych. Do pierwszej grupy zaliczamy style inwestowania, koszty uczestnictwa, atrakcyjność innych instrumentów finansowych, pobierane opłaty za zarządzanie. Do grupy drugiej można zaliczyć: rozwój gospodarczy kraju oraz wielkość oszczędności, którymi dysponują inwestorzy indywidualni. Przedstawione przykłady determinant makroekonomicznych i mikroekonomicznych nie stanowią katalogu zamkniętego, który ma wpływ na zmianę wielkości stóp zwrotu funduszy inwestycyjnych. W omawianej grupie funduszy inwestycyjnych nie można wskazać żadnego funduszu dominującego, który w pozytywny sposób mógłby zostać oceniony na tle pozostałych.

## Literatura

- CBOS (2013). *Wizerunek funduszy inwestycyjnych. Raport z badania*. Pobrano z: <http://www.cbos.pl> (30.07.2017).
- Clarke, R., Silva, H., Thorley, S. (2002). Portfolio Constraints and the Fundamental Law of Active Management. *Financial Analysts Journal*, 5 (58).
- Duda-Piechaczek, E. (2008). *Fundusze inwestycyjne w praktyce*. Gliwice: Wydawnictwo Złote Myśli.
- Ferreira, M.A., Keswani, A., Miguel, A.F., Ramos, S.B. (2012). The Determinants of Mutual Fund Performance: A Cross-Country Study. *Review of Finance*, 2 (26).
- Gabryelczyk, K. (2006). *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność*. Kraków: Oficyna Ekonomiczna.
- Haugen, R.A. (1996). *Teoria Nowoczesnego Inwestowania*. Warszawa: WIGPress.
- Ignatiuk, S. (2012). Fundusze inwestycyjne jako forma lokowania środków pieniężnych. *Economy and Management*, 3.
- Kamińska-Szmaj, I. (red.) (2001). *Słownik Wyrazów Obcych*. Wrocław: Wydawnictwo Europa.
- Kaniel, R., Saar, G., Titman S. (2008). Individual Investor Trading and Stock Returns. *Journal of Finance*, 1 (63).
- Kwiecień, P. (2012). *Fundusze inwestycyjne – jakie są ich rodzaje, gdzie i jak inwestują nasze pieniądze, jak wybrać najlepszy*. Warszawa: Wiedza i Praktyka.
- Miziołek, T., Trzebiński, A.A. (2017). Efektywność polskich funduszy inwestycyjnych – przegląd metod i literatury. *Finanse*, 1.
- Raport Europejskiego Banku Centralnego (2009). *Manual On Investment Fund Statistics*. Germany: Central Bank. Pobrano z <http://www.ecb.europa.eu> (6.12.2017).
- Ustawa z 2.10.2004 r. o funduszach inwestycyjnych. Dz.U. nr 146, poz. 1546.
- Witkowska, D. (2009). Efektywność wybranych funduszy akcyjnych w latach 2005–2007. *Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej*, 74.
- Zamojska, A. (2012). *Efektywność funduszy inwestycyjnych w Polsce. Studium teoretyczno-empiryczne*. Warszawa: CH. Beck.

### RATES OF RETURN AND MANAGEMENT FEES – COMPARATIVE ANALYSIS OF INVESTMENT FUNDS

**Abstract:** *Aim* – The aim of the article is to assess the effectiveness of investment funds that invest their assets in shares of small and medium-sized companies on the Polish market.

*Design/methodology/approach* – The traditional measures of the investment fund effectiveness assessment were presented – the Sharp, Treynor and Jensen rates.

*Result* – The results achieved by the funds should be accepted and assessed positively. It is also advisable to compare them against other financial instruments or other groups of investment funds. In the assessed group it should be pointed out that despite the positive results achieved by the funds – the group should be assessed as moderately attractive to individual investors.

*Originality/value* – The presented results are a compendium of knowledge primarily for individual investors looking for various investment opportunities.

**Keywords:** investment funds, performance indicators, small and medium-sized companies

## Cytowanie

- Bogolebska, J. (2018). Efektywność wybranych funduszy inwestycyjnych. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 235–242. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-20.

## Reakcja inwestorów na politykę wypłat dywidendy a zmiany koniunktury giełdowej\*

Leszek Czapiewski, Jarosław Kubiak\*\*

**Streszczenie:** *Cel* – Celem artykułu jest określenie związku między wartością wypłacanych dywidend a wielkością nadwyżkowych stóp zwrotu spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 1998–2014. Badania prowadzono z wyróżnieniem okresu koniunktury oraz dekoniunktury.

*Metodologia badania* – Jako metodę badawczą wykorzystano analizę zdarzeń ze skumulowaną nadwyżkową stopą zwrotu CAAR jako miarą reakcji inwestorów na stosowaną politykę dywidendy. Jako benchmark wykorzystano trzy modele: średniej stopy zwrotu, indeksowy oraz rynkowy.

*Wynik* – Przeprowadzone badania nie dają jednoznacznych wyników. Jednak, w większości przypadków, potwierdzają hipotezę o informacyjnej zawartości dywidend.

*Oryginalność/wartość* – Wyniki badań empirycznych zawierają dane dotyczące wszystkich przypadków w okresie 1998–2014, w których można było stwierdzić wzrost lub spadek wartości wypłacanych dywidend analizowanych w czasie hossy oraz bessy na rynku.

**Słowa kluczowe:** polityka dywidend, cykl giełdowy, cykl koniunkturalny, teoria sygnalizacji, analiza zdarzeń

### Wprowadzenie

Literatura dotycząca czynników wpływających na politykę dywidend jest bardzo bogata. Decyzje podejmowane przez spółki w tym zakresie próbuje się wyjaśniać za pomocą wielu teorii, często wzajemnie się wykluczających („prodywidendowych” i „antydywidendowych”). W poszczególnych badaniach analizuje się wpływ czynników zarówno mikroekonomicznych jak i makroekonomicznych na poziom dywidend wypłacanych inwestorom. Jednym z czynników makroekonomicznych jest koniunktura na rynku kapitałowym. Prowadzone badania odwołują się do teorii o zawartości informacyjnej dywidend, w której dywidenda jest traktowana jako sygnał określający jakość przedsiębiorstwa.

Celem artykułu jest zbadanie wpływu zmian w polityce dywidend przedsiębiorstw niefinansowych, na wielkość ponadnormatywnych stóp zwrotu, odrębnie w okresie hossy oraz bessy, na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 1998–2014. Wpływ ten

---

\* Badania zostały sfinansowane ze środków projektu badawczego przyznanego przez Narodowe Centrum Nauki (2015/19/D/HS4/01950).

\*\* dr Leszek Czapiewski, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Al. Niepodległości 10, 61-875 Poznań, e-mail: leszek.czapiewski@ue.poznan.pl; dr hab. Jarosław Kubiak, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Al. Niepodległości 10, 61-875 Poznań, e-mail: jaroslaw.kubiak@ue.poznan.pl.

zostanie zbadany przy użyciu metody analizy zdarzeń. Zdarzeniem będzie komunikat o decyzji Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy (WZA) o wysokości dywidendy przypadającej na jedną akcję.

## **1. Koniunktura giełdowa a reakcja rynku na politykę dywidend w świetle dotychczasowych badań**

Zgodnie z teorią sygnalizacji, wysokość dywidend jest sygnałem dla inwestorów określającym przewidywania menedżerów w zakresie przyszłej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa.

Inicjacja wypłaty dywidendy czy wzrost jej wartości jest pozytywnym sygnałem określającym jakość przedsiębiorstwa (Bhattacharya, 1979; Miller, Rock, 1985). Inwestorzy mogą szczególnie mocno reagować na zmianę polityki dywidend. Dotychczasowe badania (Pettit, 1972; Aharony, Swary, 1980; Brickley, 1983; Healy, Palepu, 1988; Michaely, Thaler, Womack, 1995) zasadniczo wskazują na pozytywną zależność pomiędzy zmianą wartości dywidendy a zmianą ceny akcji. Zależności te dotyczą zarówno rynku amerykańskiego, jak i europejskiego (Tuzimek, 2012).

Problem reakcji cen akcji na zmiany polityki dywidend był także badany w odniesieniu do spółek notowanych na GPW w Warszawie. Słoński i Zawadzki (2012) nie potwierdzili zależności pomiędzy kierunkiem zmian w polityce dywidend a średnimi zwykłymi stopami zwrotu. Zauważyli natomiast, że sam fakt wypłacenia dywidendy, niezależnie od jej wysokości lub kierunku zmian, powodował średni wzrost akcji ponad wartość oczekiwaną. Tuzimek (2012) najwyższą wartość skumulowanych ponadprzeciętnych stóp zwrotu odnotował w przypadku inicjacji dywidend. W grupie dywidend wzrostowych i w grupie dywidend stabilnych wartości te były niższe. Natomiast najniższą, ale nadal dodatnią, skumulowaną wartość ponadprzeciętnych stóp zwrotu odnotowano w grupie dywidend spadkowych. Jest to obserwacja odmienna w stosunku do rynków rozwiniętych, mogąca wskazywać na to, że na GPW w Warszawie sam fakt wypłaty dywidendy mógł być odbierany pozytywnie. Podobną konkluzję ze swoich badań zaprezentowali Słoński i Zawadzki (2012). Frasyniuk-Pietrzyk i Walczak (2014) skoncentrowały się w swoich badaniach na reakcji inwestorów na wypłatę dywidend wyłącznie w spółkach, które regularnie wypłacały dywidendę. W przypadku wzrostów wartości dywidendy, nadwyżkowa stopa zwrotu była dodatnia, a w przypadku spadków wartości dywidend – ujemna, przy czym nadwyżkowa stopa zwrotu była istotna statystycznie jedynie w dniu WZA.

Analizując teorię informacyjnej zawartości dywidend pod kątem fazy, w jakiej znajduje się rynek, inwestor powinien relatywnie wyżej docenić informacje wynikające z ogłoszeń o wypłacie dywidendy sprzecznych z silnymi cyklami rynkowymi. Na przykład obniżki dywidend w czasie hossy i wzrosty dywidend podczas bessy powinny zawierać więcej informacji o jakości spółki niż obniżki dywidend na rynkach bessy i wzrosty dywidend na rynkach hossy. W takim przypadku można się spodziewać znaczących różnic w anormalnych

(ponadnormatywnych) stopach zwrotu dla podobnych ogłoszeń o wypłatach dywidendy. Tłumaczy się to występowaniem różnicy w ilości przesyłanych w ten sposób informacji. Below i Johnson (1996), badając rynek amerykański (spółki z indeksu S&P 500) wykazali, że dobre wiadomości (wzrost wartości dywidend) i złe wiadomości (spadek wartości dywidend) są postrzegane inaczej w zależności od tego, w jakiej fazie znajduje się rynek. Kurs akcji wykazuje dużo silniejszą pozytywną reakcję na ogłoszenia o zwiększeniu dywidendy w czasie bessy niż w trakcie hossy (Below, Johnson, 1996). Podobne wnioski wysnułi Faloye i Oluwole (2014) na podstawie giełdy w Londynie, analizując spółki z indeksu FTSE 100. Autorzy zaobserwowali w dniu zdarzenia większą reakcję rynku na zapowiedź wzrostu wypłaty dywidend w okresie bessy niż w okresie hossy (przeciętna ponadnormatywna stopa zwrotu w czasie bessy wyniosła 0,49%, a w czasie hossy 0,39%). Natomiast w przypadku spadku wypłaty dywidend w okresie bessy zaobserwowano w dniu zdarzenia statystycznie istotną pozytywną ponadnormatywną stopę zwrotu (0,05%), a w okresie hossy ujemną anormalną stopę zwrotu (−0,31%). Wymienione wyżej obserwacje były statystycznie istotne na poziomie 5%.

W Polsce badania związku cyklu giełdowego z polityką dywidendy prowadzili niezależnie Kowerski i Pieloch-Babiarz. Kowerski (2011) w badaniach przeprowadzonych na GPW w Warszawie obejmujących lata 1992–2009 wykazał, że na decyzje dywidendowe większy wpływ mogą mieć zmiany koniunktury na rynku kapitałowym niż zmiany kondycji gospodarki. Autor przedstawił analizy, z których wynika, że im wyższa dynamika zmian indeksu WIG w końcu roku  $t - 1$  w stosunku do stanu z końca roku  $t - 2$ , tym wyższe prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy w roku  $t$ . Pieloch-Babiarz (2015) przeprowadziła badania 42 spółek sektora przemysłu elektromaszynowego, notowanych na GPW w latach 2001–2014. Wśród analizowanych przedsiębiorstw większą skłonność do wypłaty dywidendy zaobserwowano w okresie dekoniunktury giełdowej. Z drugiej jednak strony w niektórych latach dekoniunktury giełdowej rynek wyżej wyceniał spółki niewypłacające dywidendy, a średnia wartość zwykłej i ważonej premii dywidendowej była niższa w latach spadków kursów akcji.

## 2. Opis próby badawczej i zastosowanej metody badań

W artykule przeanalizowano wypłaty dywidend w latach 1998–2014. Efekt polityki dywidendy określano na podstawie zmiany wartości wypłacanych dywidend w kolejnych okresach. Metodą badawczą była często wykorzystywana w tym obszarze analiza zdarzeń (Perepeczo, 2010; Czapiewski, Kubiak, 2017). Za dzień zdarzenia  $t - 0$  przyjęto datę uchwały podjętej na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy (WZA). Podobnie jak w badaniach Dasilasa i Leventisa (2011) oraz Faloye'a i Oluwole'a (2014) przyjęto, że okno estymacji składało się z 200 notowań poprzedzających okno zdarzenia  $\langle t - 220; t - 21 \rangle$ , natomiast okno zdarzenia obejmowało 41 dni:  $\langle t - 20; t + 20 \rangle$ . Do ustalenia stóp odniesienia (tzw. teoretycznych stóp zwrotu – benchmarku) użyto trzech modeli: indeksowego, rynkowego (tak

jak Below, Johnson (1996) oraz Faloye, Oluwole (2014)) oraz modelu średniej stopy zwrotu. Istotność średnich nadwyżkowych stóp zwrotu oraz ich skumulowanych wartości sprawdzono za pomocą testu *t*-studenta. Badania przeprowadzono na podstawie skorygowanych o operacje na papierach notowaniach spółek. Dane zostały zaczerpnięte z serwisu GPW Infostrefa, bazy Operacji na Papierach GPW oraz *Roczników Gieldowych*.

Nadwyżkowe stopy zwrotu określano dla czterech typów zdarzeń. Badano osobno:

- przypadki wzrostów wypłaty dywidendy w okresach hossy,
- przypadki wzrostów wypłaty dywidendy w okresach bessy,
- przypadki spadków wypłaty dywidendy w okresach hossy,
- przypadki spadków wypłaty dywidendy w okresach bessy.

Podziału okresu badawczego na okresy bessy i hossy dokonano na podstawie analizy poziomu indeksu WIG. Zdarzenia przyporządkowano do danego okresu na podstawie analizy notowań indeksu w okresie 12 miesięcy poprzedzających dzień WZA. Jeżeli notowanie indeksu w dniu poprzedzającym dzień zdarzenia było wyższe od jego kursu sprzed 12 miesięcy, to zdarzenie kwalifikowano do okresu hossy. W odwrotnej sytuacji (wartość indeksu WIG była dzień przed WZA niższa od wartości indeksu 12 miesięcy wcześniej) zdarzenie kwalifikowano do bessy.

Celem badania było sprawdzenie, czy reakcja rynku na ogłoszenie komunikatu o wypłacie dywidendy jest mocniejsza w sytuacji, gdy polityka dywidendy jest sprzeczna z fazą cyklu rynkowego. A zatem badanie służyło udzieleniu odpowiedzi na dwa pytania:

1. Czy zgodnie z oczekiwaniami w przypadku wzrostu wypłat dywidend wyższa ponadnormatywna stopa zwrotu wystąpi w okresie bessy niż w okresie hossy?
2. Czy zgodnie z oczekiwaniami w przypadku spadku wartości dywidend wyższa negatywna reakcja rynku wystąpi w warunkach hossy niż bessy?
3. Wyniki badań empirycznych

W tabelach 1 i 2 zamieszczono wartości nadwyżkowych stóp zwrotu (z danego dnia oraz skumulowanych dla okna zdarzenia<sup>1</sup>) wszystkich przypadków wzrostów wartości wypłacanej dywidendy. W tabeli 1 zaprezentowano te wartości w przypadku gdy wzrost wartości dywidend następował w okresach hossy, a w tabeli 2 – w przypadku okresów bessy. W tabelach zamieszczono także istotność wyników przy wykorzystaniu parametrycznego testu *t*-studenta. Wyniki analiz zilustrowano odpowiednio na rysunku 1 i 2.

W przypadku wzrostu wartości dywidend zarówno w okresie hossy, jak i bessy, można zaobserwować pozytywną reakcję rynku. Jest ona jednak, wbrew przypuszczeniom, mocniejsza w przypadku wzrostu wartości wypłacanych dywidend w okresie hossy. W tych warunkach można zaobserwować wyraźnie wyższe skumulowane ponadnormatywne stopy zwrotu w dniu zdarzenia oraz w okresie 10 dni po zdarzeniu. Stopy te są istotne statystycznie w całym tym okresie. W przypadku bessy istotną statystycznie reakcję rynku można

<sup>1</sup> Ze względu na ograniczenia dotyczące objętości artykułu, zaprezentowano wartości nadwyżkowych stóp zwrotu oraz ich skumulowanych wartości dla poszczególnych dni z okna zdarzenia  $\langle t - 10; t + 10 \rangle$ . Nie wpływa to jednak na wnioski z badań, które prowadzono dla okna zdarzenia  $\langle t - 20; t + 20 \rangle$  – wyniki i wnioski są zgodne.

**Tabela 1**

Reakcja na wzrost wartości dywidend w okresie hossy – wartości AAR i CAAR (%)  
– 265 przypadków

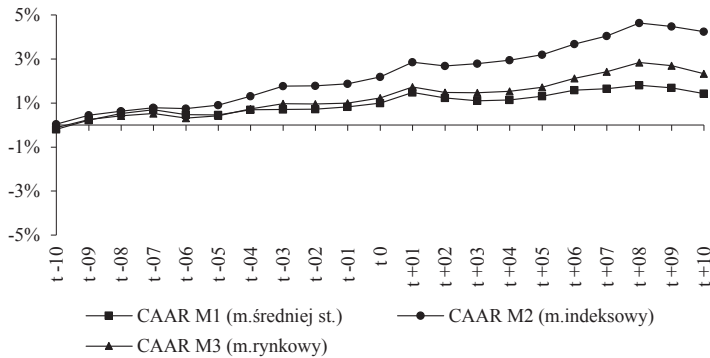
	AAR M1	AAR M2	AAR M3	CAAR M1	CAAR M2	CAAR M3
t – 10	0,05	0,05	0,07	–0,20	0,04	–0,12
t – 09	0,02	–0,04	–0,02	0,23	0,45 **	0,25
t – 08	0,33 **	0,25	0,20	0,53 **	0,62 **	0,43 *
t – 07	–0,11	0,01	–0,08	0,70 **	0,79 ***	0,52 *
t – 06	–0,13	–0,01	–0,10	0,47	0,75 **	0,31
t – 05	–0,02	0,09	0,05	0,46	0,91 ***	0,42
t – 04	0,16	0,19	0,17	0,70 *	1,32 ***	0,74 **
t – 03	0,02	0,16	0,12	0,71 *	1,77 ***	0,97 ***
t – 02	–0,15	–0,02	–0,11	0,73 *	1,78 ***	0,96 **
t – 01	–0,05	0,14	0,04	0,82 *	1,88 ***	1,00 **
t 0	0,36 **	0,44 ***	0,43 ***	1,00 **	2,19 ***	1,23 ***
t + 01	0,24	0,33 **	0,25 *	1,48 ***	2,86 ***	1,73 ***
t + 02	–0,01	0,00	–0,03	1,23 **	2,68 ***	1,48 ***
t + 03	0,00	0,10	0,03	1,11 *	2,79 ***	1,47 ***
t + 04	0,11	0,15	0,12	1,14 *	2,95 ***	1,53 ***
t + 05	0,23 *	0,22 *	0,25 **	1,31 **	3,19 ***	1,72 ***
t + 06	0,31 **	0,39 ***	0,36 ***	1,59 **	3,68 ***	2,12 ***
t + 07	0,02	0,20	0,12	1,65 ***	4,04 ***	2,43 ***
t + 08	–0,03	0,13	–0,02	1,81 ***	4,63 ***	2,84 ***
t + 09	–0,17	–0,12	–0,10	1,69 ***	4,48 ***	2,70 ***
t + 10	–0,08	–0,09	–0,13	1,43 **	4,25 ***	2,33 ***

M1 – model średniej st.; M2 – model indeksowy; M3 – model rynkowy.

\*\*\*, \*\*, \* – istotność wyników na poziomie  $\alpha = 0,01; 0,05; 0,1$ .

Źródło: opracowanie własne.

zaobserwować dla AAR w pierwszym dniu po zdarzeniu ( $t - 1$ ) oraz dla CAAR w przypadku stosowania modelu indeksowego jako punktu odniesienia, w większości dni po WZA. Wyniki te potwierdzają zatem z jednej strony teorię informacyjnej zawartości dywidend, gdyż wzrost dywidend wywołuje pozytywną reakcję rynku, ale z drugiej strony, przeciwnie do ustaleń Belowa i Johnsona (1996), w okresie bessy wzrost wartości dywidend wywołuje nieco słabszą reakcję pozytywną niż w okresie hossy. Wyjaśnięń takiego stanu rzeczy można poszukiwać między innymi w dorobku finansów behawioralnych. Można przypuszczać, że inwestorzy w okresie hossy są bardziej skłonni do inwestowania i akceptowania wyższych cen akcji spółek, które postrzegają jako atrakcyjne.



**Rysunek 1.** Reakcja na wzrost wartości dywidend w okresie hossy – wartości CAAR

Źródło: tab. 1.

**Tabela 2**

Reakcja na wzrost wartości dywidend w okresie bessy – wartości AAR i CAAR (%)  
– 141 przypadków

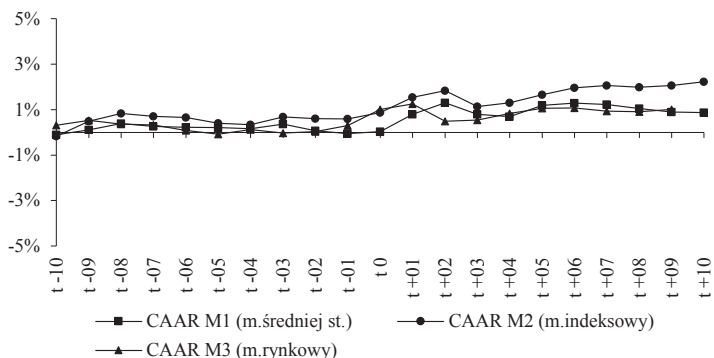
	AAR M1	AAR M2	AAR M3	CAAR M1	CAAR M2	CAAR M3		
t-10	0,11	0,05	0,05	-0,10	-0,17	-0,16		
t-09	0,19	0,35	0,29	0,11	0,48	0,31		
t-08	0,00	-0,03	-0,03	0,39	0,83	0,53		
t-07	-0,04	0,02	-0,05	0,26	0,71	0,36		
t-06	-0,30	-0,33	*	0,22	0,65	0,32		
t-05	-0,29	-0,36		0,22	0,41	0,08		
t-04	0,13	0,12	0,13	0,16	0,34	-0,08		
t-03	-0,10	0,05	-0,07	0,36	0,68	0,12		
t-02	0,01	0,08	0,04	0,07	0,60	-0,03		
t-01	-0,16	-0,05	-0,06	-0,05	0,59	0,04		
t0	0,12	0,09	0,14	0,03	0,87	0,30		
t+01	0,95	***	0,84	***	0,88	***	1,00	
t+02	0,19	0,01	0,03	1,30	1,83	**	1,24	*
t+03	-0,30	-0,30	-0,38	*	0,80	1,14	0,49	
t+04	-0,36	*	-0,35	-0,31	0,69	1,30	0,54	
t+05	0,26	0,27	0,21	1,19	1,65	*	0,83	
t+06	0,02	0,09	0,09	1,29	1,97	**	1,06	
t+07	-0,17	-0,23	-0,17	1,22	2,06	**	1,08	
t+08	0,14	0,19	0,12	1,04	1,99	**	0,94	
t+09	0,06	0,05	0,08	0,90	2,06	**	0,91	
t+10	-0,09	-0,02	-0,01	0,87	2,23	**	1,01	

M1 – model średniej st.; M2 – model indeksowy; M3 – model rynkowy.

\*\*\*, \*\*, \* – istotność wyników na poziomie  $\alpha = 0,01; 0,05; 0,1$ .

Źródło: opracowanie własne.





**Rysunek 2.** Reakcja na wzrost wartości dywidend w okresie bessy – wartości CAAR

Źródło: tab. 2.

W tabelach 3 i 4 oraz na rysunkach 3 i 4 przedstawiono wyniki nadwyżkowych stóp zwrotu dla przypadków spadku wartości dywidend – odpowiednio obserwowanych w czasie hossy (tab. 3 i rys. 3) oraz w okresie bessy (tab. 4 i rys. 4).

**Tabela 3**

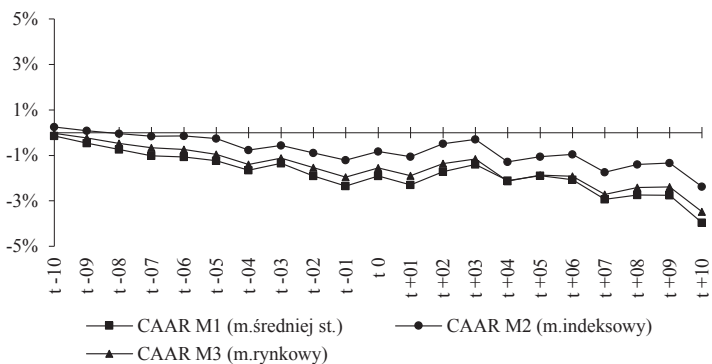
Reakcja na spadek wartości dywidend w okresie hossy – wartości AAR i CAAR (%) – 125 przypadków

	AAR M1	AAR M2	AAR M3	CAAR M1	CAAR M2	CAAR M3
t - 10	-0,05	0,03	-0,05	-0,14	0,25	-0,02
t - 09	0,00	0,04	0,05	-0,45	0,08	-0,23
t - 08	-0,18	-0,14	-0,16	-0,75 **	-0,05	-0,47
t - 07	-0,17	-0,14	-0,12	-1,02 **	-0,16	-0,66 *
t - 06	-0,05	0,06	-0,01	-1,07 *	-0,15	-0,74
t - 05	-0,24	-0,15	-0,19	-1,24 **	-0,26	-0,96 *
t - 04	-0,29	-0,39	-0,32	-1,65 ***	-0,77	-1,39 ***
t - 03	0,22	0,16	0,20	-1,35 **	-0,56	-1,12 **
t - 02	-0,33 *	-0,19	-0,25	-1,91 ***	-0,89 *	-1,54 ***
t - 01	-0,19	0,02	-0,11	-2,35 ***	-1,21 **	-1,96 ***
t 0	0,40 *	0,42 *	0,41 *	-1,91 ***	-0,83	-1,55 ***
t + 01	-0,05	0,07	0,03	-2,30 ***	-1,05 *	-1,90 ***
t + 02	0,32	0,38 *	0,36 *	-1,72 **	-0,48	-1,36 **
t + 03	0,06	0,12	0,10	-1,40	-0,29	-1,16
t + 04	-0,51 **	-0,53 **	-0,57 **	-2,10 **	-1,28 *	-2,14 ***
t + 05	0,19	0,29	0,28	-1,90 **	-1,06	-1,87 **
t + 06	0,02	0,17	0,12	-2,08 **	-0,96	-1,91 **
t + 07	-0,39 **	-0,38 **	-0,37 **	-2,93 ***	-1,74 **	-2,72 ***
t + 08	0,20	0,15	0,20	-2,75 ***	-1,40 *	-2,41 ***
t + 09	0,19	0,26	0,23	-2,75 ***	-1,34	-2,38 **
t + 10	-0,47	-0,46	-0,42	-3,96 ***	-2,37 **	-3,47 ***

M1 – model średniej st.; M2 – model indeksowy; M3 – model rynkowy.

\*\*\*, \*\*, \* – istotność wyników na poziomie  $\alpha = 0,01; 0,05; 0,1$ .

Źródło: opracowanie własne.



**Rysunek 3.** Reakcja na spadek wartości dywidendy w okresie hossy – wartości CAAR

Źródło: tab. 3.

**Tabela 4**

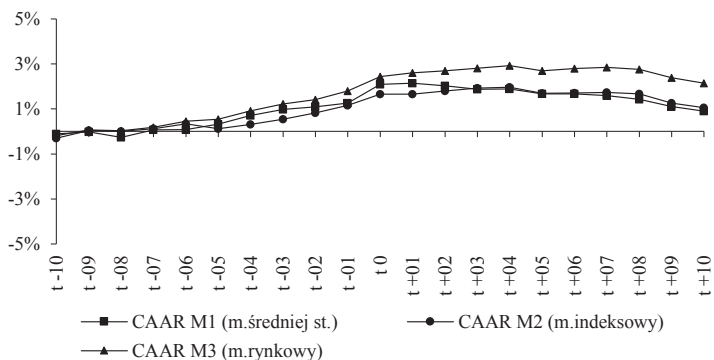
Reakcja na spadek wartości dywidend w okresie bessy – wartości AAR i CAAR (%)  
– 78 przypadków

	AAR M1	AAR M2	AAR M3	CAAR M1	CAAR M2	CAAR M3
t-10	-0,10	-0,33	-0,17	-0,11	-0,31	-0,18
t-09	0,09	0,38	0,24	-0,02	0,05	0,07
t-08	-0,17	-0,08	-0,10	-0,26	0,01	0,03
t-07	0,32	0,11	0,19	0,07	0,13	0,19
t-06	0,02	0,02	0,10	0,08	0,34	0,45
t-05	0,19	-0,21	0,06	0,32	0,12	0,55
t-04	0,27	0,12	0,23	0,71	0,31	0,91
t-03	0,32	0,20	0,27	0,97	0,55	1,22 *
t-02	0,09	0,19	0,15	1,10	0,82	1,42 **
t-01	0,28	0,37	0,41	1,26	1,16	1,79 **
t 0	0,78 **	0,40	0,56	2,09 **	1,66 **	2,44 ***
t+01	0,32	0,22	0,38	2,14 **	1,66 *	2,61 ***
t+02	-0,22	-0,04	-0,09	2,03 *	1,80 *	2,70 ***
t+03	0,03	0,18	0,17	1,88 *	1,93 **	2,81 ***
t+04	-0,07	0,00	0,00	1,89 *	1,97 **	2,92 ***
t+05	-0,18	-0,35	-0,27	1,68	1,70 *	2,70 ***
t+06	0,05	-0,04	0,08	1,67	1,71	2,80 **
t+07	0,05	0,00	0,08	1,59	1,73	2,85 ***
t+08	-0,08	-0,09	-0,08	1,43	1,67	2,76 **
t+09	-0,34	-0,38	-0,37	1,10	1,26	2,39 **
t+10	-0,07	-0,11	-0,14	0,91	1,06	2,14 *

M1 – model średniej st.; M2 – model indeksowy; M3 – model rynkowy.

\*\*\*, \*\*, \* – istotność wyników na poziomie  $\alpha = 0,01; 0,05; 0,1$ .

Źródło: opracowanie własne.



**Rysunek 4.** Reakcja na spadek wartości dywidendy w okresie bessy – wartości CAAR

Źródło: tab. 4.

W przypadku spadku wartości dywidend w okresie hossy można zaobserwować negatywną reakcję rynku. Skumulowana ponadnormatywna stopa zwrotu w oknie zdarzenia przyjmuje wartości ujemne i są one w większości istotne statystycznie. Natomiast w okresie bessy reakcja rynku na obniżenie wartości dywidend jest pozytywna. Można przypuszczać, że inwestorzy doceniają sam fakt wypłaty dywidendy w okresie kryzysu na rynku – i stąd dodatnie ponadnormatywne stopy zwrotu. Skumulowane ponadnormatywne stopy zwrotu są istotne statystycznie w dniu zdarzenia oraz w kolejnych pięciu dniach po WZA (w przypadku modelu rynkowego istotność statystyczna występuje do końca okna zdarzenia). Warto zwrócić uwagę, że – zgodnie z teorią zawartości informacyjnej dywidend – reakcja rynku na spadki w okresie hossy jest silniejsza niż w okresie bessy. Uzyskane wyniki w tym przypadku są zasadniczo zbieżne z obserwacjami Faloye’a i Oluwole’a (2014).

## Uwagi końcowe

Wyniki przeprowadzonych badań nie są jednoznaczne. Z jednej strony analizy dokonane dla przypadków spadku wartości dywidendy potwierdziły przypuszczenia oparte na teorii informacyjnej zawartości dywidend, w myśl której silniejsza – negatywna reakcja rynku – wystąpiła w przypadku hossy. Natomiast w przypadku bessy rynek docenił sam fakt wypłaty dywidendy – choć należy zaznaczyć, że większości przypadków zaobserwowanych nadwyżkowych stóp zwrotu nie była w oknie zdarzenia istotna statystycznie. Z drugiej natomiast strony – w przypadku analizy wzrostu wartości dywidend – wbrew oczekiwaniom rynek mocniej nagradzał takie decyzje w okresie hossy. Zdaniem autorów może to mieć podłoże psychologiczne i być związane z większą skłonnością inwestorów do akceptacji wyższych cen akcji w warunkach hossy. Oczywiście weryfikacja takiej hipotezy

wymagałby dalszych szczegółowych badań, prowadzonych również z wykorzystaniem innych metod badawczych.

Należy także zaznaczyć, że jednoznacznie potwierdziły się oczekiwania pozytywnej reakcji rynku na wzrost wartości dywidend – niezależnie od tego, czy miało to miejsce w okresie hossy, czy bessy. Ta obserwacja także jest zgodna z tezami teorii informacyjnej zawartości dywidend.

## Literatura

- Aharony, J., Swary, I. (1980). Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stock-holders' Returns: An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 35.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and The Bird in the Hand Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 1 (10).
- Below, S., Johnson, K. (1996). Analysis of Shareholder Reaction to Dividend Announcements in Bull and Bear Markets. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 3 (9).
- Brickley, J. (1983). Shareholder Wealth, Information Signalling and the Specially Designed Dividend. *The Journal of Financial Economics*, 12.
- Czapiewski, L., Kubiak, J. (2017). Reakcja inwestorów na zapowiedzi wysokości dywidend spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (86).
- Dasilas, A., Leventis, S. (2011). Stock Market Reaction to Dividend Announcements: Evidence from the Greek Stock Market. *International Review of Economics and Finance*, 20.
- Faloye, B., Oluwole, F. (2014). Dividend announcement on share prices in a bull and a bear market phase. *Journal of Economics and International Finance*, 6.
- Frasyniuk-Pietrzyk, M., Walczak, M. (2014). Wpływ informacji o wypłacie dywidendy na notowania spółek na GPW w Warszawie w latach 2006–2013. *Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu*, 7.
- Healy, P., Palepu, K. (1988). Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions. *The Journal of Financial Economics*, 21.
- Kowerski, M. (2011). *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*. Kraków–Rzeszów–Zamość: Konsorcjum Akademickie Wydawnictwo WSE w Krakowie – WSiZ w Rzeszowie – WSZiA w Zamościu.
- Michaely, R., Thaler, R., Womack, K. (1995). Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift? *The Journal of Finance*, 50.
- Miller, M.H., Rock, K. (1985). The Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 4 (40).
- Perepeczo, A. (2010). Analiza zdarzenia i jej zastosowania. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 632.
- Pettit, R. (1972). Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency. *The Journal of Finance*, 27.
- Pieloch-Babiarz, A. (2015). Cateringowe aspekty wypłaty dywidendy a koniunktura giełdowa. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H – Oeconomia*, 4.
- Słoński T., Zawadzki, B. (2012). Analiza reakcji inwestorów na zmianę wielkości wypłacanej dywidendy przez spółki notowane na GPW w Warszawie. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H – Oeconomia*, 1.
- Tuzimek, R. (2012). Wpływ wypłat dywidendy na wartość akcji spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 254.

## INVESTORS' REACTION TO DIVIDEND ANNOUNCEMENT AND STOCK MARKET PHASES

**Abstract:** *Purpose* – The main aim of this paper was to test the relation between changes in dividends paid, and the amount of abnormal returns. The issue was empirically tested for companies listed on the Warsaw Stock Exchange between 1998 and 2014, so in a bull and a bear market phase.

*Design/methodology/approach* – Event study analysis with the cumulative abnormal rate of return was used as a measure of investors' reaction to the change in the value of dividends. Three models were used as a benchmark, namely: the index, the market and the mean-adjusted models.

*Findings* – The results are ambiguous. However, in most of the cases they confirm the hypothesis on the informational content of dividends.

*Originality/value* – The research study includes data on all dividend payments of companies listed on the Warsaw Stock Exchange in the period 1998–2014. The research concerns all of the cases, in which it was possible to calculate the increase or decrease in the value of dividends paid during the bull market and the bear market phase, respectively.

**Keywords:** dividend policy, signalling theory, event study analysis, bull and bear market

## Cytowanie

Czapiewski, L., Kubiak, J. (2018). Reakcja inwestorów na politykę wypłat dywidendy a zmiany koniunktury giełdowej. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 243–253. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-21.



# Kształtowanie zysków w spółkach notowanych na GPW. Czy charakterystyka inwestorów instytucjonalnych ma znaczenie?\*

Michał Kałdoński, Tomasz Jewartowski\*\*

**Streszczenie:** *Cel* – Odpowiedź na pytanie, czy istnieje zależność między stabilnością udziałów inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie spółek notowanych na GPW a poziomem kształtowania zysków zarówno typu realnego, jak i memoriałowego.

*Metodologia badania* – Jako podstawowe narzędzie do analizy zależności opisanej w celu opracowania wykorzystano analizę regresji wielorakiej, przy czym parametry równania regresji szacowano w oparciu o dwu-etapową procedurę Heckmana, w celu ograniczenia problemu samoselekcji próby.

*Wynik* – Przeprowadzone badania wykazały istotną negatywną zależność między stabilnością udziałów inwestorów instytucjonalnych a kształtowaniem zysków typu realnego. Nie znaleziono żadnej zależności między stabilnością udziałów inwestorów instytucjonalnych a kształtowaniem zysków typu memoriałowego.

*Oryginalność/wartość* – Artykuł wypełnia lukę badawczą w zakresie roli inwestorów instytucjonalnych w ograniczaniu kształtowania zysków przez spółki notowane na GPW.

**Słowa kluczowe:** kształtowanie zysków, stabilność udziałów inwestorów instytucjonalnych, koszty agencji, struktura własności spółek

## Wprowadzenie

Inwestorzy instytucjonalni są w stanie efektywnie monitorować zarządzających (Shleifer, Vishny, 1986), przyczyniając się tym samym do ograniczenia kosztów agencji wynikających z tego, że zarządzający nie zawsze podejmują decyzje korzystne dla akcjonariuszy. Problem agencji – a w ślad za tym potencjalna rola inwestorów instytucjonalnych – nabiera znaczenia w spółkach giełdowych, o rozproszonym akcjonariacie, szczególnie w modelu anglosaskim, z silną pozycją zarządzających.

Polskie spółki giełdowe cechuje odmienna struktura własności – na ogół większościowy akcjonariusz kontroluje spółkę (poprzez podległy mu zarząd) – zatem potencjalne konflikty interesów w większym stopniu powstają na linii akcjonariusze mniejszościowi–akcjonariusz

---

\* Opracowanie powstało w ramach projektu badawczego finansowanego ze środków Narodowego Centrum Nauki nr 2014/13/B/HS4/01556.

\*\* dr hab. Michał Kałdoński, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, e-mail: [michal.kaldonski@ue.poznan.pl](mailto:michal.kaldonski@ue.poznan.pl);  
dr hab. Tomasz Jewartowski, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, e-mail: [tomasz.jewartowski@ue.poznan.pl](mailto:tomasz.jewartowski@ue.poznan.pl).

większościowy niż na linii zarządzający–akcjonariusze. Dodatkowo, w Polsce, podobnie jak w całej Europie kontynentalnej, istotną rolę na rynku finansowym odgrywają banki, jako dominująca grupa pośredników finansowych. To one w dużym stopniu wypełniają także funkcje kontrolne, z czego korzyści pośrednio mogą uzyskiwać akcjonariusze mniejszościowi.

Pojawia się w takim wypadku pytanie o rolę inwestorów instytucjonalnych w zakresie monitorowania zarządzających spółkami w takim szczególnym otoczeniu instytucjonalnym. Niniejsze opracowanie podejmuje tę problematykę w kontekście problemu kształtowania zysków (*earnings management*) w spółkach giełdowych.

W opracowaniu, za Healy i Wahlenem (1999), przyjmujemy, że kształtowanie zysków polega na świadomym działaniu zarządzających, którzy – mając możliwość wyboru różnych sposobów pomiaru i prezentacji danych w sprawozdaniach finansowych oraz możliwość kształtowania transakcji wpływających na generowane przez spółkę wyniki – kierują się własnym osądem (*use judgment*) w celu wprowadzenia w błąd określonej grupy interesariuszy co do rzeczywistych efektów działania spółki lub w celu realizacji postanowień umownych innych kontraktów, zależnych od prezentowanych wyników działalności, np. dodatkowego wynagrodzenia zarządu uzależnionego od poziomu zysku.

Działania zarządzających mogą dotyczyć prezentacji wyników w sprawozdaniach finansowych poprzez odpowiednie kształtowanie kategorii memoriałowych, takich jak odpisy i rezerwy (*accrual-based earnings management*) oraz realnych działań, wpływających zarówno na wyniki finansowe, jak również przepływy pieniężne, np. dotyczących przyspieszenia sprzedaży czy ograniczania niektórych kosztów (*real earnings management*). Ten pierwszy rodzaj kształtowania zysków będziemy określali mianem memoriałowego, a drugi realnego, podobnie jak Wójtowicz (2010).

W literaturze przedmiotu panuje zgoda co do tego, że kształtowanie zysków jest na ogół przejawem kosztów agencji ponoszonych ostatecznie przez akcjonariuszy (Schipper, 1989), chociaż w warunkach asymetrii informacji może również być wykorzystywane do sygnalizowania długoterminowej zdolności przedsiębiorstw do generowania zysków poprzez eliminowanie bieżących „szumów” (Ronen, Yaari, 2008).

Jednym z głównych motywów kształtowania zysków przez spółki giełdowe jest presja ze strony inwestorów (Dechow, Skinner, 2000). Wiele badań potwierdza, że zarządzający spółkami giełdowymi starają się zrealizować krótkoterminowe cele wynikowe (*meeting or beating targets*), czyli wykazać wyniki co najmniej na poziomie oczekiwań wyrażonych w przewidywaniach analityków, ewentualnie wykazać wyniki nie niższe niż w poprzednich okresach, czy wreszcie wykazać w ogóle wyniki dodatnie (Burgstahler, Dichev, 1997; DeGeorge, Ding, Jeanjean, Stolowy, 2013). Badania prowadzone także na grupie spółek notowanych na GPW potwierdzają, że one również poddają się tej presji (Brzeszczyński, Gajdka, Schabek, 2011).

Rezultaty badań prowadzonych głównie na rynku amerykańskim wskazują, że poziom kształtowania zysków jest niższy w spółkach o większym udziale inwestorów



instytucjonalnych, szczególnie inwestorów długoterminowych (Koh, 2007; Sakaki, Jackson, Jory, 2017), z kolei obecność inwestorów krótkoterminowych (*transient*) jest pozytywnie skorelowana z poziomem kształtowania wyników (Bushee, 1998).

Podstawowym celem niniejszego opracowania jest próba odpowiedzi na pytanie, czy istnieje zależność między stabilnością inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie spółek notowanych na GPW a poziomem kształtowania zysków zarówno typu realnego, jak i memoriałowego.

## 1. Miary stabilności inwestorów instytucjonalnych oraz kształtowania zysków

Podobnie jak Sakaki, Jackson i Jory (2017), w naszych badaniach stosujemy trzy miary stabilności udziałów inwestorów instytucjonalnych zaproponowane przez Elyasianiego i Jia (2008). Punktem wyjścia do wyznaczenia wszystkich tych miar jest analiza zmian udziałów wszystkich zidentyfikowanych inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie danej spółki w okresie 12 kwartałów poprzedzających rok, dla którego wyznacza się daną miarę.

Pierwsza miara, określona jako wskaźnik IOP (*institutional ownership persistence*), bazuje na ilorazach średnich udziałów poszczególnych inwestorów instytucjonalnych ( $\bar{p}_{i,t}^j$ ) oraz odchyłeń standardowych tych udziałów  $\sigma(p_{i,t}^j)$  wyznaczonych na podstawie 12 kwartałów poprzedzających rok pomiaru. Tak wyznaczone miary są odwrotnościami współczynników zmienności udziałów poszczególnych inwestorów instytucjonalnych w przyjętym okresie. IOP to średni poziom miary dla poszczególnej spółki w danym roku, co można zinterpretować jako przeciętną odwrotność współczynnika zmienności udziałów inwestorów instytucjonalnych:

$$IOP_i = \sum_{j=1}^{J_i} \left[ \frac{\bar{p}_{i,t}^j}{\sigma(p_{i,t}^j)} \right] / J_i \quad (1)$$

gdzie:

- $(\bar{p}_{i,t}^j)$  – średnia wartość udziału  $J$ -tego inwestora instytucjonalnego ( $J_1, \dots, J_N$ ) w  $i$ -tej spółce, wyznaczona na podstawie 12 kwartałów poprzedzających rok pomiaru,
- $\sigma(p_{i,t}^j)$  – odchylenie standardowe udziału  $J$ -tego inwestora instytucjonalnego ( $J_1, \dots, J_N$ ) w  $i$ -tej spółce, wyznaczone na podstawie 12 kwartałów poprzedzających rok pomiaru.

Im wyższa wartość tak wyznaczonego wskaźnika dla danej spółki, tym wyższy poziom stabilności inwestorów instytucjonalnych w jej akcjonariacie.

Kolejną miarą stabilności jest MSP (*maintain-stake-points duration*), czyli wyznaczona na podstawie 12 kwartałów poprzedzających rok pomiaru przeciętna liczba kwartałów, w których dany inwestor instytucjonalny co najmniej utrzymywał udział z początku tego okresu w danej spółce. Podobnie jak w przypadku wskaźnika IOP, miara MSP dla danej spółki w danym roku jest średnią wyznaczoną na podstawie wszystkich zidentyfikowanych

inwestorów instytucjonalnych. Można ją interpretować jako przeciętną liczbę kwartałów (w 12-kwartalnym okresie), przez które przeciętny inwestor instytucjonalny utrzymywał (lub zwiększał) swoje udziały w danej spółce.

Ostatnia z miar, NZP (*non-zero-points-duration*), ma zbliżoną konstrukcję do MSP, z tym że jest to przeciętna liczba kwartałów w 12-kwartalnym okresie, przez które przeciętny inwestor instytucjonalny utrzymywał swoje udziały w danej spółce na „niezerowym” poziomie. Niska wartość tego wskaźnika oznacza, że inwestorzy instytucjonalni utrzymują udziały w danej spółce relatywnie krótko.

W celu oszacowania poziomu kształtowania zysku typu memoriałowego przez poszczególne spółki w danym roku wykorzystujemy skorygowany model Jones (1991). W podejściu tym, dla każdej spółki, w każdym roku analizy wyznaczane są różnice między wynikiem operacyjnym a przepływami pieniężnymi z działalności operacyjnej, czyli tzw. *total accruals* (TACC). W kolejnym etapie budowany jest model regresji, w którym tak wyznaczone różnice traktowane są jako zmienne objaśniane m.in. przez przyrost sprzedaży ( $\Delta S$ ) oraz wartość rzeczowych aktywów trwałych (PPE). Parametry modelu estymowane są na podstawie obserwacji dotyczących spółek działających w tej samej branży (w naszym przypadku zidentyfikowanej na podstawie 4-cyfrowego kodu Global Industry Classification System). Po przeskalowaniu wszystkich zmiennych wartością całkowitych aktywów z poprzedniego okresu ( $A_{t-1}$ ), wyznaczane są wartości teoretyczne *total accruals* dla każdej spółki w każdym roku. Następnie porównuje się wartości faktyczne z wyznaczonymi na podstawie modelu regresji wartościami teoretycznymi.

W naszym badaniach wykorzystujemy specyfikację modelu zaproponowaną przez Kothari, Leone' i Wasleya (2005), którzy zamienili (za Dechow, Sloan, Sweeney, 1995) przyrost sprzedaży różnicą między przyrostem sprzedaży a przyrostem należności ( $\Delta AR$ ) oraz uwzględnili jeszcze jedną zmienną objaśnianą – wynik netto (NI). Ostateczna postać modelu wygląda następująco:

$$\frac{TACC_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \lambda_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \lambda_2 \frac{(\Delta S_{i,t} - \Delta AR_{i,t})}{A_{i,t-1}} + \lambda_3 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \lambda_3 \frac{NI_{i,t}}{A_{i,t-1}} \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Im wyższa rozbieżność (różnica) między faktyczną wartością zmiennej TACC dla danej spółki w danym roku a jej wartością teoretyczną wynikającą z modelu, tym wyższy poziom kształtowania zysków typu memoriałowego.

Do oszacowania poziomu kształtowania wyniku typu realnego wykorzystujemy podejście proponowane przez Roychowdhury (2006) zbliżone do podejścia stosowanego dla szacowania poziomu kształtowania wyników typu memoriałowego.

Podobnie jak Roychowdhury stosujemy trzy kategorie (*proxy*), których „nietypowe” wartości mogą świadczyć o realnym kształtowaniu wyników: a) przepływy operacyjne (ABOCF), b) koszty produkcji (*production costs*) wyznaczone jako koszty wytworzenia sprzedanych produktów powiększone o zmiany zapasów (ABPROD) oraz c) koszty/wydatki

niezależne od poziomu sprzedaży (*discretionary expenditures*), wyznaczone jako suma kosztów ogólnych i kosztów sprzedaży<sup>1</sup> (ABSGA).

Roychowdhury zakłada, że spółki często sztucznie zawyżają (przyspieszają) sprzedaż, stosując np. ponadprzeciętne rabaty, czego konsekwencją jest niższy poziom przepływów operacyjnych. Nadprodukcja z kolei pozwala na sztuczne zawyżanie wyniku poprzez rozłożenie stałych kosztów wytworzenia na większą liczbę produktów (co zmniejsza koszt wytworzenia produkcji sprzedanej). Cięcia w kosztach związanych z reklamą, sprzedażą czy zarządem mają bezpośrednie przełożenie na bieżący wzrost wyniku operacyjnego, jednak mogą w największym stopniu ograniczyć zdolność do generowania wyników kolejnych okresów.

Poniższy wzór przedstawia specyfikację modelu, w którym zmienną objaśnianą są przepływy operacyjne, a zmiennymi objaśnianymi sprzedaż analogicznego okresu i jej zmiana w stosunku do okresu poprzedniego (wszystkie zmienne modelu skalowane są za pomocą wielkości aktywów z poprzedniego okresu):

$$\frac{OCF_t}{A_{t-1}} = \beta_0 \frac{1}{A_{t-1}} + \beta_1 \frac{S_t}{A_{t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta S_t}{A_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (3)$$

Przyjmujemy za Roychowdhury, że ujemne różnice między faktycznymi przepływami operacyjnymi raportowanymi przez spółkę w danym okresie a ich wartością wynikającą z powyższego modelu, którego parametry szacowane są w oparciu o obserwacje dla spółek z tej samej branży, świadczą o kształtowaniu zysku typu realnego. Podobne modele wykorzystywane są do wyznaczania nietypowych poziomów pozostałych dwóch kategorii: ABPROD oraz ABSGA. Aby zachować zgodność kierunków znaków dla wszystkich trzech zmiennych, wartości zmiennych ABOCF oraz ABSGA mnożymy przez  $-1$ , podobnie jak Badertscher (2011). Tym samym im wyższe wartości wszystkich trzech zmiennych (oraz ich sumy jako syntetycznej miary), tym wyższy poziom kształtowania wyników typu realnego.

## 2. Metodologia badania, źródła danych i podstawowa charakterystyka próby badawczej

Badanie kierunku oraz siły zależności między poziomem stabilności udziałów inwestorów instytucjonalnych a zakresem kształtowania zysków przeprowadzono przy wykorzystaniu dwuetapowej procedury Heckmana, opracowanej na potrzeby modelowania samoselekcji. W literaturze przedmiotu poświęconej kształtowaniu zysków podkreśla się, że decyzje firm dotyczące kształtowania zysków nie są losowe i że względu na ten swoisty „defekt próby” konieczna jest pewna „korekta”, jaką należy zastosować przy estymacji, aby otrzymać właściwe oceny parametrów (Cohen, Zarowin, 2010; Zang, 2012). Co więcej, zastosowanie

<sup>1</sup> Roychowdhury uwzględnia w tej kategorii również wydatki na badania i rozwój, które pomijamy ze względu na brak informacji.

modelu samoselekcji pozwala także na uwzględnianie nieobserwowanej informacji (prywatnej), wpływającej na decyzje przedsiębiorstw (Gruszczyński, 2012, s. 73). Coraz częściej, zwłaszcza w badaniach dotyczących kształtowania zysków typu realnego, postuluje się wstrzemięźliwość w interpretacji „odchyleń operacji biznesowych od praktyk uznanych za normalne w danej branży” jako przejawu kształtowania zysków (Gunny, 2010). Odchylenia od norm branżowych mogą być bowiem także następstwem realizacji unikalnej strategii biznesowej, umożliwiającej osiągnięcie przewagi konkurencyjnej. W konsekwencji korekta modelu z powodu samoselekcji pozwala przetestować, na ile informacja prywatna będąca w posiadaniu firmy (w tym przypadku odnosi się ona do unikalności strategii biznesowej) jest podstawą dokonanego przez nią wyboru w zakresie sprzedaży, produkcji czy pozostałych operacji biznesowych.

W pierwszym etapie badania określono mechanizm samoselekcji. W tym celu zidentyfikowano spółki szczególnie „podejrzane” o manipulowanie zyskami. Nawiązując do wcześniejszych badań prowadzonych zarówno na rynkach rozwiniętych (Burgstahler, Dichev, 1997; Degeorge, Ding, Jeanjean, Stolowy, 2013; Bartov, Gul, Tsui, 2000), jak również na rynkach wschodzących (Brzeszczyński, Gajdka, Schabek, 2011), do tej grupy spółek zaliczone zostały wszystkie firmy, które osiągnęły jedną z trzech tzw. progowych wartości zysku, tj. w danym roku osiągnęły ROA w przedziale od 0 do 1% lub odnotowały wzrost ROA w stosunku do roku poprzedniego o nie więcej niż 1% lub pobiły konsensus rynkowy w zakresie EPS. Status firmy podejrzanej o kształtowanie zysków (SUSPECT) stanowi zmienną wyboru w modelu probitowym, która przyjmuje wartość 1, gdy spółka osiąga „progową wartość zysku” oraz 0 w przeciwnym przypadku. Jako zmienne objaśniające zmienną SUSPECT zaliczone zostały te, które – w świetle dotychczasowych badań empirycznych – mogą mieć wpływ na decyzje dotyczące kształtowania zysków (Cohen, Zarowin, 2010; Zang, 2012).

Wyniki licznych badań potwierdzają występowanie premii w wycenie spółek, które systematycznie przekraczają prognozy analityków. Zachęta do kształtowania zysków, związana z wyceną rynkową, w badaniach reprezentowana jest przez zmienną binarną HAB\_BEAT. Ponieważ zawyżanie zysków poprzedzające wtórną emisję akcji umożliwia zarządzającym pozyskanie kapitału po relatywnie niskim koszcie, wśród zmiennych objaśniających uwzględniona została zmienna binarna STOCK\_ISSU. Z kolei objęcie rekomendacjami przez coraz większą liczbę analityków wywiera dodatkową presję na osiągnięcie tzw. progowych wartości zysku, dlatego w badaniach ujęta została zmienna ANALYST, skalkulowana jako logarytm naturalny z liczby analityków. Ponieważ duży odsetek progowych wartości zysku wyrażony jest w przeliczeniu na jedną akcję (co zwiększa skłonność do kształtowania zysku), wśród zmiennych objaśniających zmienną SUSPECT znalazła się także zmienna reprezentująca logarytm naturalny z liczby wyemitowanych akcji (zmienna SHARES\_OUT). Kolejnym czynnikiem stanowiącym zachętę do kształtowania zysków jest powiązanie wynagrodzeń menadżerów ze zmianą rynkowej ceny akcji, zatem w badaniach

uwzględniono także status firmy wykorzystującej elementy wynagrodzeń, takie jak opcje na akcje czy akcje nieodpłatne (zmienna binarna STOCK\_COMP).

W modelu probitowym, wśród zmiennych objaśniających decyzję o kształtowaniu zysków, uwzględniono ponadto zmienne nawiązujące do poziomu zadłużenia, wyceny rynkowej oraz rentowności. Zmienna LEV (wyznaczona na podstawie łącznej wartości zobowiązań o charakterze finansowym) wyraża zachętę do manipulowania zyskami w celu uniknięcia naruszeń tzw. *covenantów* finansowych. Z kolei wysokie poziomy wskaźników wartości rynkowej do księgowej (MB) mogą skłaniać do kształtowania zysków wskutek przewartościowania cen akcji (tzw. problem *overvalued equity*). Zainteresowanie kształtowaniem zysków maleje w miarę wzrostu rentowności przedsiębiorstwa, reprezentowanej przez zmienną ROA.

Oszacowanie modelu probitowego umożliwiło określenie mechanizmu samoselekcji, w wyniku czego, przy uwzględnieniu korekty błędu próby w postaci ilorazu Millsa, w ramach drugiego etapu przeprowadzono badanie kierunku oraz siły zależności między poziomem stabilności udziałów inwestorów instytucjonalnych a zakresem kształtowania zysków.

Zmienne objaśniane związane z kształtowaniem zysków oraz podstawowe zmienne objaśniające odnoszące się do stabilności udziałów inwestorów instytucjonalnych zdefiniowano w poprzednim punkcie. W modelach regresji uwzględniono dodatkowo zmienne kontrolne, które – w świetle wyników dotychczasowych badań empirycznych – mogą mieć wpływ na skalę kształtowania zysków (Achleitner, Günther, Kaserer, Siciliano, 2014).

Wśród zmiennych kontrolnych, poza wcześniej opisanymi zmiennymi związanymi z zadłużeniem, wyceną rynkową oraz rentownością, przede wszystkim uwzględniono udział inwestorów instytucjonalnych w strukturze własności (I\_PROP). *Gros* badań wskazuje, że obecność inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie spółki może w istotny sposób wpływać na skalę i preferowany mechanizm kształtowania zysków (Bushee, 1998; Roychowdhury, 2006; Koh, 2007; Zang, 2012). Innym czynnikiem uwzględnionym w grupie zmiennych kontrolnych jest skorygowana o branżę skala działalności zmierzona logarytmem naturalnym aktywów spółek (TA). Duże firmy są głównym obiektem zainteresowań większości uczestników rynku i w ich przypadku presja na spełnianie oczekiwań rynkowych jest większa aniżeli w przypadku firm o relatywnie małej skali działalności. Jednocześnie wraz ze wzrostem skali działalności zwiększeniu ulega także szeroko rozumiany zakres transparentności spółek, co znacząco może ograniczać możliwość kształtowania zysków. O możliwych rozmiarach zjawiska zarządzania zyskami, w szczególności w zakresie kształtowania zysków typu memoriałowego, decydować może także monitoring ze strony audytora spółki. Zakres i jakość wspomnianego monitoringu powiązany jest zazwyczaj z doświadczeniem i reputacją audytora. Zmienna binarna BIGAUD reprezentuje wszystkie spółki, które korzystały z usług tzw. wielkiej 4/5/6. Preferencje zarządzających co do skali i mechanizmu kształtowania zysków mogą być także determinowane przez udział insiderów (np. rodzin) w strukturze własności (INSIDEOWN). Kontrola insiderów nad firmami rodzinnymi sprawia, że ci ostatni, w porównaniu z menadżerami spółek nierodzinnych,

unikają destrukcyjnego z punktu widzenia długoterminowej wartości firmy kształtowania zysków w ujęciu realnym (Achleitner, Günther, Kaserer, Siciliano, 2014). Ostatnia zmienna kontrolna reprezentuje większą skłonność do realnego manipulowania zyskami w spółkach stosujących międzynarodowe standardy raportowania (ACCSTAND).

Badania przeprowadzono na niezbilansowanym panelu 217 spółek (1204 obserwacji) notowanych na GPW w Warszawie w latach 2007–2016. Wyjściowa próba badawcza obejmowała wszystkie spółki notowane na rynku głównym GPW, dla których dane finansowe dostępne były w bazie Capital IQ firmy Standard & Poors. Z tak określonej próby wyeliminowano spółki z sektora finansowego. O ostatecznym rozmiarze próby zdecydowała konstrukcja miar kształtowania zysków, a w szczególności dostępność danych dla minimum 15 spółek w każdym sektorze, w każdym roku okresu objętego analizą.

Podstawowe statystyki opisowe dla próby badawczej zawiera z kolei tabela 1.

Średnia wartość (mediana) udziału inwestorów instytucjonalnych w strukturze własności (I\_PROP) wynosi 25% (21%). Z kolei przeciętna wartość (mediana) podstawowego mierznika stabilności udziałów inwestorów instytucjonalnych – IOP kształtuje się na poziomie 0,75 (0,69). Inwestorzy instytucjonalni są zaangażowani kapitałowo w przeciętnej spółce przez około sześć kwartałów, przy czym średni okres utrzymywania (nie zmniejszania) przez nich udziałów nieznacznie przekracza cztery kwartały. Przeciętna spółka z próby jest kontrolowana przez insiderów (średnia i mediana dla zmiennej INSIDEOWN wynoszą odpowiednio 0,235 i 0,15), ma aktywa przekraczające średnią dla branży, stosuje międzynarodowe standardy raportowania, jest rentowna i w niewielkim stopniu finansuje aktywa zobowiązaniami o charakterze finansowym.

Zgodnie z oczekiwaniami, firmy podejrzane o kształtowanie zysków (grupa SUSPECT) mają więcej zachęt do kształtowania zysków aniżeli firmy, które nie osiągają tzw. progowych wartości zysku. Od spółek z grupy NSUP odróżnia je większa liczba rekomendacji analityków oraz wyższa częstotliwość przekraczania przygotowywanych przez nich prognoz zysku. Spółki z grupy SUSPECT cechują się także większym odsetkiem wtórnych emisji akcji, większą liczbą wyemitowanych akcji oraz częstszym wykorzystywaniem mechanizmów wynagradzania menadżerów powiązanych z kształtowaniem się rynkowej ceny akcji.

Najciekawsze obserwacje dotyczące obu grup spółek odnoszą się jednak do miar kształtowania zysków oraz cech charakteryzujących inwestorów instytucjonalnych. W porównaniu z grupą kontrolną, spółki podejrzane o kształtowanie zysków charakteryzują się mniejszą skalą manipulowania zyskami w ujęciu realnym. Dotyczy to głównie operacji w zakresie sprzedaży (zmienna ABOCF) oraz produkcji (zmienna ABPROD). Co ciekawe, nie ma żadnych istotnych różnic między poziomem kształtowania zysków typu memoriałowego w obu grupach spółek. Warto jednocześnie podkreślić, że na tle spółek niepodejrzanych o manipulowanie zyskami, spółki z grupy SUSPECT charakteryzują się zarówno wyższym poziomem, jak i stabilnością udziałów inwestorów instytucjonalnych. Inną cechą wyróżniającą tę ostatnią grupę spółek jest wyższy poziom koncentracji własności wśród inwestorów instytucjonalnych.

**Tabela 1**

Statystyki opisowe zmiennych charakteryzujących próbę badawczą

Zmienne	Ogółem (1204)		NSUSP (850)		SUSPECT (354)	
	średnia	mediana	średnia	mediana	średnia	mediana
Mierniki skali kształtowania zysków						
AM	-0,011	-0,014	-0,011	-0,014	-0,011	-0,013
RM	-0,131	-0,125	-0,112	-0,096	-0,177***	-0,169***
ABOCF	-0,017	-0,022	-0,011	-0,014	-0,032***	-0,032***
ABPROD	-0,022	-0,018	-0,011	-0,006	-0,048***	-0,047***
ABSGE	-0,093	-0,067	-0,091	-0,063	-0,099	-0,073*
Charakterystyki inwestorów instytucjonalnych						
I_PROP	0,252	0,211	0,232	0,187	0,301***	0,261***
STD	0,010	0,007	0,010	0,007	0,009**	0,006***
IOP	0,753	0,689	0,732	0,667	0,804***	0,730***
MSP	4,301	4,330	4,180	4,200	4,593***	4,610***
NZP	6,245	6,429	6,048	6,167	6,716***	6,834***
I_HHI	0,031	0,014	0,029	0,011	0,037**	0,018***
Motywy kształtowania zysków						
HAB_BEAT	0,000	0,295	0,027	–	0,263***	–
STOCK_ISSU	0,000	0,184	0,028	–	0,051*	–
ANALYST	0,000	0,829	0,221	0,000	0,866***	1,000***
SHARES_OUT (w mln szt.)	17,550	3,998	15,569	15,145	22,073***	23,163***
STOCK_COMP	0,000	0,236	0,044	–	0,096***	–
Ogólne cechy spółek						
SIZE	0,254	1,293	0,201	0,081	0,806***	0,904***
LEV	0,090	0,123	0,113	0,089	0,128*	0,092
ROA	0,035	0,087	0,032	0,035	0,054***	0,036**
MB	1,062	2,202	1,109	1,080	1,110***	1,007***
ACCSTAND	0,912	1,000	0,908	–	0,935*	–
BIG5	0,354	0,000	0,313	–	0,452***	–
INSIDEOWN	0,235	0,150	0,252	0,180	0,193***	0,009***
WIG20	0,027	0,000	0,018	–	0,051***	–

Ujęte w tabeli zmienne o charakterze ciągłym poddane zostały uprzedniej winsoryzacji jednego procenta wartości odstających (punktami granicznymi były pierwszy i 99. percentyl). Liczba gwiazdek oznacza odpowiednio: \*\*\* istotność na poziomie 1%, \*\* istotność na poziomie 5%, \* istotność na poziomie 10%. Testy istotności różnic przeprowadzono przy użyciu testu *t*-Studenta dla średnich oraz test U Manna-Whitneya dla wartości median, przy hipotezach zerowych zakładających ich równość w obydwu grupach spółek.

Źródło: opracowanie własne.

### 3. Wyniki badań empirycznych

Wyniki analizy regresji dotyczącej zależności między stabilnością udziałów inwestorów instytucjonalnych a skalą kształtowania zysków zawarto w tabeli 2. Prezentowane modele różnią się przede wszystkim pod względem definicji zmiennej objaśnianej i dotyczą





cd tabeli 2

Panel B.						
Wyniki estymacji modeli regresji liniowej w zakresie zależności pomiędzy stabilnością udziałów inwestorów instytucjonalnych a skalą kształtowania zysków						
	Model 7	8	9	10	11	12
Wyraz wolny	-0,059* (0,035)	-0,054 (0,034)	-0,054 (0,039)	0,131 (0,107)	0,136 (0,102)	0,210* (0,117)
Miary stabilności udziałów inwestorów instytucjonalnych						
IOP	0,012 (0,013)	X X	X X	-0,057** (0,027)	X X	X X
MSP	X X	0,002 (0,003)	X X	X X	-0,019** (0,007)	X X
NZP	X X	X X	0,001 (0,003)	X X	X X	-0,019*** (0,006)
Zmienne kontrolne						
I_PROP	0,005 (0,021)	0,002 (0,021)	0,003 (0,021)	-0,078 (0,056)	-0,058 (0,056)	-0,044 (0,055)
TA	0,003 (0,005)	0,002 (0,005)	0,003 (0,005)	-0,022 (0,016)	-0,015 (0,016)	-0,014 (0,015)
MB	-0,018** (0,007)	-0,019** (0,007)	-0,019** (0,007)	-0,064*** (0,023)	-0,062*** (0,023)	-0,065*** (0,023)
ROA	-0,143 (-0,111)	-0,144 (0,111)	-0,141 (0,111)	-1,950*** (0,248)	-1,924*** (0,247)	-1,918*** (0,251)
LEV	-0,016 (0,041)	-0,013 (0,040)	-0,013 (0,040)	-0,235** (0,096)	-0,247** (0,096)	-0,250*** (0,096)
ACCSTAND	0,046** (0,020)	0,040** (0,020)	0,046** (0,020)	-0,078 (0,053)	-0,057 (0,051)	-0,086 (0,052)
BIGAUD	-0,001 (0,010)	-0,001 (0,010)	-0,001 (0,010)	0,046 (0,028)	0,046 (0,028)	0,044 (0,028)
INSIDEOWN	0,044* (0,022)	0,041* (0,022)	0,041* (0,022)	0,070 (0,055)	0,080 (0,054)	0,078 (0,054)
ILORAZ MILLSA	0,009 (0,015)	0,008 (0,015)	0,009 (0,015)	-0,051 (0,059)	-0,043 (0,058)	-0,050 (0,057)
Efekty stałe dla lat	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK
N	354	354	354	354	354	354
Skorygowany R <sup>2</sup>	0,033	0,033	0,031	0,340	0,343	0,347

Liczba gwiazdek oznacza istotność na poziomie odpowiednio: 10% (\*), 5% (\*\*), 1% (\*\*\*). W nawiasach podano informacje o błędach standardowych parametrów. Modele w panelu A to modele regresji probitowej, modele w panelu B szacowane były klasyczną metodą najmniejszych kwadratów.

Źródło: opracowanie własne.

Analiza wyników oszacowań modeli regresji liniowej w panelu B tabeli 2, w których zmienną objaśnianą jest zmienna AM, wskazuje na brak istotnych statystycznie zależności pomiędzy poziomem stabilności udziałów inwestorów instytucjonalnych (niezależnie od sposobu jej pomiaru) a skalą kształtowania zysków (modele [7]–[9]). Z kolei ujemna, statystycznie istotna zależność między zmiennymi IOP (model [8]), MSP (model [9]) oraz NZP

(model [10]) a zmienną RM sugeruje, że skala interwencji w operacje biznesowe w celu manipulowania zyskami maleje wraz ze wzrostem poziomu stabilności udziałów inwestorów instytucjonalnych. Po uwzględnieniu zmiennych kontrolnych stabilne udziały inwestorów instytucjonalnych wciąż stanowią istotny czynnik ograniczający skalę kształtowania zysków typu realnego. Oznacza to, że skuteczny monitoring poczynień menadżerów związany jest z długoterminowym zaangażowaniem inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie spółek. Ocena poprawności przebiegu procesów biznesowych ograniczająca potencjalne manipulowanie zyskami wymaga bowiem nie tylko zasobów, ale przede wszystkim czasu na zapoznanie się ze specyfiką spółki i branży, w której ona działa.

## Uwagi końcowe

Przeprowadzone przez nas badania wykazują istotną statystycznie ujemną zależność między stabilnością inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie spółek notowanych na GPW a poziomem kształtowania przez nie zysków typu realnego. Nie znajdujemy jednocześnie żadnej istotnej zależności między stabilnością inwestorów instytucjonalnych a poziomem kształtowania zysków typu memoriałowego. Uzyskane wyniki mogą sugerować, że stabilni, długoterminowi inwestorzy instytucjonalni, którzy powinni być szczególnie zainteresowani długoterminową zdolnością spółek do tworzenia wartości, mają odpowiednie narzędzia służące efektywnemu monitorowaniu działań zarządzających. Monitoring nabiera znaczenia wówczas, gdy bieżące działania mogą ograniczać zdolność spółki do kreowania wartości w przyszłości, a często taki zarzut podnoszony jest w odniesieniu do kształtowania zysków typu realnego. Stabilni inwestorzy, dzięki doświadczeniu, są w stanie lepiej zinterpretować potencjalne efekty działań zarządzających niż inwestorzy krótkoterminowi.

## Literatura

- Achleitner, A.K., Günther, N., Kaserer, C., Siciliano, G. (2014). Real Earnings Management and Accrual-Based Earnings Management in Family Firms. *European Accounting Review*, 3 (23), 431–461.
- Badertscher, B.A. (2011). Overvaluation and the Choice of Alternative Earnings Management Mechanisms. *The Accounting Review*, 5 (86), 1491–1518.
- Bartov, E., Gul, F.A., Tsui, J.S.L. (2000). Discretionary-Accruals Models and Audit Qualifications. *Journal of Accounting and Economics*, 3 (30), 421–452.
- Brzeszczyński, J., Gajdka, J., Schabek, T. (2011). Earnings Management in Polish Companies. *Comparative Economic Research*, 3 (14), 137–150.
- Burgstahler, D., Dichev, I. (1997). Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses. *Journal of Accounting and Economics*, 1 (24), 99–126.
- Bushee, B.J. (1998). The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior. *The Accounting Review*, 3 (73), 305–333.
- Cohen, D.A., Zarowin, P. (2010). Accrual-Based and Real Earnings Management Activities around Seasoned Equity Offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 1 (50), 2–19.
- Dechow, P.M., Skinner, D.J. (2000). Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators. *Accounting Horizons*, 2 (14), 235–250.

- Dechow, P.M., Sloan, R.G., Sweeney, A.P. (1995). Detecting Earnings Management. *Accounting Review*, 2 (70), 193–225.
- DeGeorge, F., Ding, Y., Jeanjean, T., Stolowy, H. (2013). Analyst Coverage, Earnings Management and Financial Development: An International Study. *Journal of Accounting and Public Policy*, 1 (32), 1–25.
- Elyasiani, E., Jia, J.J. (2008). Institutional Ownership Stability and BHC Performance. *Journal of Banking & Finance*, 9 (32), 1767–1781.
- Gruszczyński, M. (2012). *Empiryczne finanse przedsiębiorstw: Mikroekonometria finansowa*. Warszawa: Difin.
- Gunny, K.A. (2010). The Relation Between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence from Meeting Earnings Benchmarks *Contemporary Accounting Research*, 3 (27), 855–888.
- Healy, P.M., Wahlen, J.M. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*, 4 (13), 365–383.
- Jones, J.J. (1991). Earnings Management during Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 2 (29), 193–228.
- Koh, P.S. (2007). Institutional Investor Type, Earnings Management and Benchmark Beaters. *Journal of Accounting and Public Policy*, 3 (23), 267–299.
- Kothari, S.P., Leone, A.J., Wasley, C.E. (2005). Performance Matched Discretionary Accrual Measures. *Journal of Accounting and Economics*, 1 (39), 163–197.
- Ronen, J., Yaari, V. (2008). *Earnings Management: Emerging Insights in Theory, Practice, and Research*. New York: Springer.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings Management through Real Activities Manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 3 (42), 335–370.
- Sakaki, H., Jackson, D., Jory, S. (2017). Institutional Ownership Stability and Real Earnings Management. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1 (49), 227–244.
- Schipper, K. (1989). Earnings Management. *Accounting Horizons*, 4 (3), 91–102.
- Shleifer, A., Vishny, R. W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *The Journal of Political Economy*, 3 (94), 461–488.
- Wójtowicz, P. (2010). *Wiarygodność sprawozdań finansowych wobec aktywnego kształtowania wyniku finansowego*. Kraków: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego.
- Zang, A.Y. (2012). Evidence on the Trade-Off between Real Activities Manipulation and Accrual-Based Earnings Management. *The Accounting Review*, 2 (87), 675–703.

#### EARNINGS MANAGEMENT IN COMPANIES LISTED ON WARSAW STOCK EXCHANGE. DO INSTITUTIONAL INVESTORS' CHARACTERISTICS MATTER?

**Abstract:** *Purpose* – The answer to the question of whether there is a relationship between the institutional investors ownership stability and the level of both real and accrual-based earnings management in companies listed on Warsaw Stock Exchange.

*Design/methodology/approach* – We use multiple regression analysis to identify the relations between institutional investors ownership stability and the level of both earnings management. We use the two-stage Heckman selection model to correct for any selection bias.

*Findings* – We find a significant negative relation between institutional investors ownership stability and real earnings management but no relation between the former and accrual-based earnings management.

*Originality/value* – Our paper adds to the literature on both earnings management and institutional investors as monitors. To our knowledge it is the first study of relations between institutional investors ownership stability and earnings management based on companies listed on WSE.

**Keywords:** earnings management, institutional investors ownership stability, agency costs, companies' ownership structure

#### Cytowanie

- Kałdoński, M., Jewartowski, T. (2018). Kształtowanie zysków w spółkach notowanych na GPW. Czy charakterystyka inwestorów instytucjonalnych ma znaczenie? *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 255–267. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-22.



## Anomalie rynkowe na polskim rynku kapitałowym w ujęciu empirycznym\*

Joanna Lizińska\*\*

**Streszczenie:** *Cel* – Znacząca liczba opracowań naukowych koncentruje się na problematyce anomalii rynkowych. Bardzo często zjawisko to łączone jest z potencjalnymi strategiami inwestycyjnymi umożliwiającymi uzyskanie ponadnormalnych stóp zwrotu z akcji spółek. Polski rynek akcji jest relatywnie młody, jednakże w ostatnich latach silnie ewoluował i dojrzewał. W opracowaniu podjęto dyskusję nad anomaliami obserwowanymi na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

*Metodologia badania* – Metody testowania anomalii różnią się w dość znacznym zakresie – od dość prostych poczynając, a na modelach GARCH i aplikacji wielu modeli wyceny i wieloetapowej i wielowariantowej analizie zdarzeń, kończąc.

*Wynik* – W opracowaniu przedstawiono wyniki badań nad anomaliami rynkowymi dla Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Wiele anomalii istnieje nieprzerwanie od wielu lat. Są jednak takie, których nasilenie zdaje się słabnąć, wzmacniać, czy nawet dochodzi do odwrócenia obserwowanych ponadnormalnych efektów.

*Oryginalność/wartość* – W opracowaniu podjęto dyskusję nad istnieniem w Polsce anomalii rynkowych dokumentowanych na rozwiniętych rynkach kapitałowych.

**Słowa kluczowe:** anomalie rynkowe, GPW, giełda, efektywność rynku, modele wyceny

### Wprowadzenie

Hipoteza efektywności rynku od lat 70. XX wieku jest punktem wyjścia do oceny zachowania inwestorów i dyskusji nad kształtowaniem się cen akcji na rynku kapitałowym. Zgodnie z tą hipotezą, informacje powinny być niezwłocznie i w pełni uwzględniane w cenach akcji, odzwierciedlając tym samym ich rzeczywistą wartość (Sharpe, 1995). Na rynku efektywnym, ceny w pełni i poprawnie odzwierciedlają dostępne informacje (Fama, 1970). Hipoteza ta opiera się na założeniu racjonalności uczestników rynku, których zachowania prowadzą do prawidłowej rynkowej wyceny aktywów oraz wzajemnego stochastycznego znoszenia się cenotwórczej funkcji inwestorów zachowujących się nieracjonalnie. W literaturze przedmiotu mówi się o trzech formach efektywności: silnej, średniej i słabej, w zależności od zbioru informacji odzwierciedlanych w cenach.

---

\* Badania zostały sfinansowane ze środków projektu badawczego przyznanego przez Narodowe Centrum Nauki (2015/19/D/HS4/01950).

\*\* dr Joanna Lizińska, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, e-mail: joanna.lizinska@ue.poznan.pl.

Badania nad efektywnością rynku akcji prowadzone były dla wielu krajów. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW), po wznowieniu swojej działalności po przemianach ustrojowych, również była przedmiotem takich badań. Na początku badania empiryczne były znacznie utrudnione z uwagi na początkową niedojrzałość giełdy, trudności z dostępem do danych oraz krótkie szeregi czasowe danych. Dotychczas badania nad efektywnością rynku w Polsce prowadzili m.in. Tarczyński (1997), Szyszka (2003), Buczek (2005a), Czekaj, Woś, Żarnowski (2001), Czekaj (2014).

Efektywność rynku jest zagadnieniem będącym w centrum zainteresowań nie tylko teoretyków rynków finansowych, ale i wzbudzającym ożywione dyskusje w środowisku praktyków. Inwestorzy i obserwatorzy zachowania cen na rynkach akcji od lat próbują odpowiedzieć na pytanie, czy możliwe jest, na podstawie określonego zbioru informacji, zbudowanie strategii inwestycyjnej generującej ponadprzeciętne stopy zwrotu. Obserwacja życia gospodarczego oraz prowadzone w tym zakresie badania dostarczają wielu argumentów, tym samym na nowo rozbudzając dyskusję wokół faktycznej efektywności rynków akcji. Jeżeli kształtowanie się cen akcji obarczone jest istotnymi systematycznymi błędami, to może osiągnięcie ponadprzeciętnych zysków z wykorzystaniem umiejętnego doboru papierów wartościowych jest jednak możliwe? W efekcie badań prowadzonych dla różnych rynków kapitałowych udowodniono istnienie wielu odstępstw od hipotezy rynku efektywnego. Wiąże się to bezpośrednio z pojęciem anomalii rynkowych (giełdowych). Peters określa jako anomalie rynkową sytuację, która umożliwia osiągnięcie ponadprzeciętnego dochodu (Peters, 1997, s. 36). Część anomalii istnieje przejściowo, ale część z nich jednak zdaje się mieć charakter trwały. Niektóre z anomalii okazały się mieć charakter bardziej iluzoryczny niż rzeczywisty (Schwert, 2002). Niektórzy badacze przypisują istnienie anomalii nieracjonalności inwestorów (Shiller, 1981) czy błędom wynikającym z niekompletnej informacji (Brav, Heaton, 2002). Inni wskazują na to, że zaobserwowane anomalie rynkowe mają charakter przypadkowy, a metody ich wykrywania są obarczone wieloma błędami (Fama, 1998). W zależności od podejścia do problemu istnienia anomalii, świat akademicki podzielić można na trzy grupy. Dwie z nich to obozy skrajne: jeden neguje istnienie anomalii, wskazując przykładowo błędy pomiaru, drugi – uznaje anomalie za argument przeczący hipotezie rynków efektywnych. Trzecia grupa rozpatruje istnienie anomalii rynkowych w kontekście odchylenia od założeń teorii efektywności rynku, niekoniecznie przeczących całej teorii, podkreślając stopniowość zjawiska efektywności.

Analiza szeregów czasowych stóp zwrotu akcji dostarczyła dość wielu argumentów przemawiających za tym, że na rynkach kapitałowych istnieją różne grupy anomalii cenowych (por. Latif, Arshad, Fatima, Farooq, 2011 oraz Zacks, 2011): anomalie kalendarzowe (efekt miesiąca, efekt dnia tygodnia, anomalie związane z wakacjami, datami pechowymi, fazami księżycy itp.), anomalie związane z cechami spółek (np. z wielkością spółki, wskaźnikiem *book-to-market*, anomalie związanych z poziomem tzw. *accruals* czy *momentum*) oraz anomalie związane z publikacją informacji o spółkach (np. anomalie związane z pierwotną emisją akcji, IPO, z kolejną emisją akcji, SEO, z wykupem akcji, z emisją długu,

polityką dywidend, fuzjami i przejęciami, sekurytyzacją aktywów czy transakcjami typu *spinn off*). Zdarza się, że grupy te w badaniach empirycznych nie są rozłączne. Przykładowo, spółki inicjujące określone transakcje często charakteryzują się określonymi cechami fundamentalnymi. Przegląd badań nad poszczególnymi rodzajami anomalii rynkowych, prowadzonych dla Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, przedstawiono w kolejnych punktach opracowania.

## 1. Anomalie kalendarzowe

Anomalie kalendarzowe (sezonowe) mają w literaturze przedmiotu długą historię. Zaobserwowano je na wielu rynkach. Najbardziej znane z nich to efekt stycznia (Rozeff, Kinney, 1976; Thaler, 1987), efekt stycznia jako barometru dla całego roku (Hensel, Ziemia, 1995), efekty związane ze świętami (Ariel, 1987; Lakonishok, Smidt, 1988; Białkowski, Etebari, Wisniewski, 2012), anomalie związane z dniami tygodnia (French, 1980; Gibbons, Hess, 1981), efekt przełomu miesiąca (Ariel, 1987) oraz inne nietypowe efekty cenowe, związane przykładowo z fazami księżyca (Dichev, Janes, 2003; Yuan, Zheng, Zhu, 2006), datami pechowymi (Zhang, Risen, Hosey, 2014) czy pogodą (Hirshleifer, Shumway, 2003).

W zależności od dnia tygodnia mogą występować znaczące różnice w przeciętnym poziomie stóp zwrotu. Dla GPW badania w tym zakresie było prowadzone już od początku istnienia giełdy (Buczek, 2005a; Landmesser, 2007; Przekota, Podgórski, 2004; Skrodzka, Włodarczyk, 2004; Tarczyński, 1997; Witkowska, Kompa, 2007). Metody badania tych anomalii są nieustannie poszerzane. Ponadto wahania koniunktury giełdowej i zmiany zachodzące w na rynku kapitałowym i w jego otoczeniu przywołują pytanie o to, czy od tak dawna znane anomalie nadal istnieją (Fiszeder, Kożuchowska, 2013; Landmesser, 2007).

Anomalie sezonowe dotyczą również zróżnicowania stóp zwrotu w określonych częściach miesiąca, a także między miesiącami. Przykładowo, w pierwszych dniach poprzedniego miesiąca oraz pierwszych dniach kolejnego obserwuje się często wyższe przeciętne stopy zwrotu (efekt przełomu miesiąca) niż w pozostałych okresach. Ponadto liczne badania wykazują występowanie wyższych stóp zwrotu w styczniu (efekt stycznia) czy wzrost cen w miesiącach wakacyjnych. Wskazuje się również na występowanie efektu stycznia jako barometru zysków na giełdzie w dalszej części roku. Badania nad tymi efektami sezonowymi dla GPW prowadzili m.in.: Szyszka (1999), Przekota, Podgórski (2004), Dudzińska-Baryła, Michalska (2010), Fiszeder, Kożuchowska (2013), Lizińska (2017a).

Dotychczasowe badania wskazują również na występowanie innych efektów sezonowych, związanych z datami pechowymi (przykładowo z trzynastym dniem miesiąca, por. Borowski, 2017). Istotne różnice w stopach zwrotu realizowanych na GWP mogą mieć także fazy księżyca. Przeciętne zyski realizowane podczas dni blisko pełni były zazwyczaj niższe niż te odnotowywane podczas nowiu (Borowski, 2015, 2016; Lizińska, 2017b).

## 2. Anomalie związane z cechami spółek

Znaczący nurt literatury światowej koncentruje się również na dyskusji nad tym, w jakim zakresie stopy zwrotu z akcji spółek związane są z sytuacją finansową spółki. Najczęściej wykazywane anomalie związane są z wielkością spółki (Banz, 1981; Reinganum, 1981), relacją wartości księgowej do wartości rynkowej kapitałów własnych (Basu, 1977), wskaźnikiem P/E (Banz, 1981; Basu 1977), przepływami pieniężnymi (Hackel, Livnat, Rai, 1994; Hackel, Livnat, Rai, 2000), efektem niskiej ceny (Branch, Chang, 1990; Goodman, Peavy, 1986), efektem *momentum* (Jegadeesh, Titman, 1993; Rouwenhorst, 1998), czy z poziomem *accruals* (Aharony, Lin, Loeb, 1993; Friedlan, 1994).

Jedną z najczęściej badanych jest anomalia związana z wielkością spółki. Choć badania nie są jednoznaczne, wiele wskazuje na istotnie wyższe przeciętne stopy zwrotu dla inwestycji dokonywanych w spółki charakteryzujące się niską kapitalizacją w porównaniu do spółek cechujących się wysoką wartością rynkową kapitału własnego. Efekt wielkości jest często łączony z innymi efektami obserwowanymi na rynku i wiele innych anomalii próbuje się tłumaczyć właśnie poprzez odwołanie do efektu wielkości. W dotychczasowych badaniach wykazano również, że akcje spółek cechujących się niskim poziomem wskaźnika P/E notują ponadprzeciętne stopy zwrotu w porównaniu do średniej obserwowanej dla ogółu spółek. Wyróżniono również akcje o potencjale wzrostu (niski wskaźnik *book-to-market*, BM) i potencjalne wartości (wysoki wskaźnik BM), wykazując, że inwestycje w te pierwsze pozwalały często realizować istotnie wyższe ponadnormalne stopy zwrotu. Niektóre badania dla Polski wykazały silny związek między cechami fundamentalnymi spółek a stopami zwrotu realizowanymi poprzez inwestycje w akcje tych spółek w kierunku podobnym do tego, jaki był obserwowany wcześniej na rynkach rozwiniętych. W niektórych badaniach jednak relacje te były słabe lub brak było podstaw do stwierdzenia istnienia jakiegokolwiek związku. Co ciekawe, w niektórych okresach ponadprzeciętne stopy zwrotu można było zrealizować na podstawie strategii odwrotnych do tych wykazanych w większości badań prowadzonych na dojrzałych rynkach. Możliwości osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu, w związku ze strategiami inwestycyjnymi opartymi na cechach fundamentalnych, były przedmiotem wielu badań empirycznych dla rynku polskiego. Prowadzili je m.in. Czekaj (2014), Czekaj, Woś, Żarnowski (2001), Czapiewski (2011), Lischewski, Voronkova (2012), Sekuła (2013) oraz Wolski i Rychter (2009).

Poza wąsko rozumianymi anomaliami fundamentalnymi można wyróżnić również inne anomalie oparte na cechach charakterystycznych spółek. Na polskiej giełdzie badane były również anomalie związane z wolnymi przepływami (Mizerka, Czapiewski, Lizińska, 2015), efekt niskiej ceny (polegający na tym, że akcje o niskiej cenie nominalnej przynoszą przeciętnie wyższe stopy zwrotu niż akcje o cenach relatywnie wyższych (por. Zaremba, Żmudziński, 2014; Zaremba, Okoń, Nowak, Konieczka, 2015) czy anomalie związane z poziomem przesunięć międzyokresowych, tzw. *accruals* (Lizińska, Czapiewski, 2016a, 2016b).



Odmienny charakter od wymienionych powyżej mają anomalie określane w literaturze przedmiotu mianem efektu *momentum*, który bazuje na obserwacji zachowania się stóp zwrotu w przeszłości. Na tej podstawie tworzy się strategie inwestycyjne pozwalające osiągnąć ponadprzeciętne stopy zwrotu. Zazwyczaj w perspektywie średniookresowej obserwowana była tendencja cen akcji spółek do kontynuacji realizacji spadków lub wzrostów. Na polskim rynku kapitałowym strategie oparte na wykorzystaniu anomalii w postaci *momentum* były już od samego początku przedmiotem licznych badań (Buczek, 2005b; Pałowska, 2015; Sekuła, 2016; Szyszka, 2006; Wójtowicz, 2011).

### 3. Efekty związane z publikacją informacji o spółce

Literatura przedmiotu w zakresie anomalii związanych z publikacją informacji o spółce jest bardzo szeroka dla rynków rozwiniętych. Najbardziej znane anomalie cenowe dotyczą zdarzeń takich, jak pierwotne oraz kolejne emisje akcji (*initial public offering* – IPO oraz *seasoned equity offering* – SEO) (Loughran, Ritter, 1995), ogłoszenia zapowiedzi, rekomendacji oraz poziomu zysków (przykładowo Foster i in. 1984), transakcje fuzji i przejęć (Agrawal, Jaffe, Mandelker, 1992) czy powiązane są z polityką dywidend (Michaely, Thaler, Womack, 1995), emisją długu (Spiess, Affleck-Graves, 1999) i zmianą osób na kluczowych stanowiskach w spółce (Davidson, Tong, Worrell, Rowe, 2006).

Jednym z najczęściej poruszanych obszarów badawczych jest polityka dywidend. Wypłata dywidendy jest ważną decyzją przedsiębiorstwa. Od niej zależy, jaka część zysku stanowić będzie wynagrodzenie akcjonariuszy, a jak część pozostanie w spółce, zasilając ją kapitałowo. Rośnie liczba spółek notowanych na GPW, które decydują się na wynagrodzenie akcjonariuszy właśnie w ten sposób. Badania prowadzone dla Polski potwierdzają, że reakcja inwestorów na decyzję o wypłacie dywidend jest podobna do tej obserwowanej na rynkach rozwiniętych. Część z nich wskazuje również, że inwestowanie w spółki wypłacające dywidendy dawało okazję do „pobicia rynku”. Liczba badań nad reakcją inwestorów na informacje o dywidendach dotyczące spółek notowanych na GPW jest dość znaczna i skupia się na różnych etapach tego procesu, takich jak ogłaszanie zapowiedzi dywidendy, zmiana wielkości dywidendy, wypłata dywidendy czy zmiana polityki dywidendy (por. Brzeszczyński, Gajdka, 2007, 2009; Czapiewski, Kubiak, 2016, 2017; Czekał, 2014; Czerwonka, 2010a; Gurgul, 2006; Pieloch-Babiarz, 2016; Perepeczo, 2013; Słowski, Zawadzki, 2011, 2012; Tuzimek, 2012).

Badania nad anomaliami cenowymi po emisji akcji przez spółki notowane na GPW prowadzone były dotychczas głównie dla debiutów giełdowych. Potwierdzona została pozytywna, aczkolwiek zróżnicowana co do poziomu, krótkoterminowa reakcja cenowa (*underpricing*) dla spółek debiutujących na rynku publicznym (Aussenegg, 2000; Czapiewski, Jewartowski, Kałdoński, Mizerka, 2012; Cornanic, Novak, 2013; Jelic, Briston, 2003; Jewartowski, Lizińska, 2012; Lyn, Zychowicz, 2003). Długoterminowy *underperformance*, na który wskazywało wiele badań dla zagranicznych rynków, został również wykazany

dla Polski (por. Brycz, Dudycz, Kowalski, 2017; Czapiewski, Lizińska, 2014; Jewartowski, Lizińska 2012; Lizińska, Czapiewski, 2016c).

Ocena reakcji rynku na transakcje fuzji i przejęć na polski rynku również była przedmiotem dość licznych badań (por. Czerwonka, 2010b; Kabaciński, 2013; Perepeczo, 2009; Perepeczo, Zarzecki, 2007).

Reakcje inwestorów giełdowych na przeprowadzenia podziału akcji były również dotychczas przedmiotem badań dla GPW (Bejger, 2001; Fiszeder, Mstowska, 2011; Kopczevska, 2004). Pomimo, że termin splitu jest wcześniej powszechnie znany, w wielu z nich wykazano istnienie ponadnormalnych dodatnich stóp zwrotu istotnie różnych od zera. Zwracano również uwagę na wzrost cen akcji przed publikacją informacji o splicie, co prawdopodobnie wiązało się z zakupem akcji przez inwestorów wykorzystujących poufne informacje.

Informacjami, które mogą wywoływać silne reakcje rynku, są również zmiany na stanowisku osób kluczowych w spółkach giełdowych. Jednakże badania empiryczne w tym zakresie dla Polski zaczęły się pojawiać dopiero niedawno (por. Bielicki, 2013; Byrka-Kita, Czerwiński, Preś-Perepeczo, 2017; Byrka-Kita, Czerwiński, Preś-Perepeczo, Wiśniewski, 2018).

#### **4. Uwagi końcowe**

Wiele badań na zagranicznych rynkach kapitałowych koncentruje się na problematyce anomalii. Badania bardzo często wskazują na możliwości uzyskania na tej podstawie ponadnormalnych stóp zwrotu z akcji spółek. Są takie anomalie, które zdają się istnieć nieprzerwanie od wielu lat. Są jednak takie, których nasilenie zdaje się słabnąć, wzmacniać, czy nawet dochodzi do odwrócenia obserwowanych ponadnormalnych efektów.

Polski rynek akcji jest relatywnie młody, jednakże w ostatnich latach silnie ewoluował i dojrzał. Polska uważana jest za lidera w krajach Europy Środkowej i Wschodniej w zakresie rozwoju rynku kapitałowego. Jednocześnie nadal klasyfikowana jest do grupy rynków wschodzących, chociaż zmiany zachodzące w ostatnim okresie coraz częściej wywołują dyskusje nad reklasyfikacją do grona krajów rozwiniętych. Czynniki te sprawiają, że – po pierwsze – polski rynek akcji jest ważnym dla inwestorów i badaczy obszarem zainteresowań oraz – po drugie – zachodzące zmiany na nowo wywołują dyskusje nad opłacalnością inwestycji na podstawie określonych strategii, nad efektywnością rynku, nad zachowaniami inwestorów giełdowych. To wszystko łączy się z problematyką anomalii rynkowych. Stąd też w niniejszym opracowaniu podjęto dyskusję nad anomaliami obserwowanymi na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie na różnych etapach jej rozwoju. Rozważania zostały ograniczone do rynku akcji, chociaż ponadnormalne efekty cenowe mogą również być obserwowane dla innych instrumentów finansowych.

Metody testowania anomalii różnią się w dość znacznym zakresie – od dość prostych poczynając, a na modelach GARCH i aplikacji wielu modeli wyceny i wieloetapowej

i wielowariantowej analizie zdarzeń, kończąc. Analiza szeregów czasowych stóp zwrotu akcji dostarczyła argumentów do wykrycia istnienia różnych grup anomalii rynkowych. Pierwszą z nich są anomalie kalendarzowe (efekt miesiąca, efekt dnia tygodnia, anomalie związane z wakacjami, datami pechowymi, fazami księżyca itp.). Następnie udowodniono występowanie wielu ponadnormalnych efektów cenowych związanych z cechami spółek (np. wielkością spółki, relacją *book-to-market*, anomalii związanych z poziomem tzw. *accruals* czy z *momentum*). Szeroka grupa anomalii rynkowych wiąże się z publikacją informacji o spółkach (np. anomalie związane z pierwotną emisją akcji, z kolejną emisją akcji, z wykupem akcji, z emisją długu, polityką dywidend, fuzjami i przejęciami, sekurytyzacją aktywów czy transakcjami typu *spinn off*).

Dotychczas dla Polski wykazano istnienie wielu anomalii, wskazując tym samym, że stopy zwrotu nie mają rozkładu losowego. Rezultaty takie zdają się przeczyć hipotezie efektywności rynku, jednak mogą być rozpatrywane również w kontekście pewnych odstępstw od efektywności, niekoniecznie przeczących całej jej istocie. Przez część obserwatorów i uczestników rynku kapitałowego rozpatrywane będą jako możliwości osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu z powodu nieuwzględniania (lub uwzględniania z opóźnieniem) pewnych informacji w rynkowej wartości papierów wartościowych. W innym jeszcze ujęciu wykazanie istnienia pewnych anomalii może stanowić asumpt do rozbudowywania istniejących teorii czy wzbogacania dotychczasowych modeli o nowe czynniki.

## Literatura

- Agrawal, A., Jaffe, J.F., Mandelker, G.N. (1992). The Post Merger Performance of Acquiring Firms: A Re Examination of an Anomaly. *Journal of Finance*, 4 (47), 1605–1621.
- Aharony, J., Lin, C.J., Loeb, M.P. (1993). Initial Public Offerings, Accounting Choices, and Earnings Management. *Contemporary Accounting Research*, 1 (10), 61–81.
- Ariel, R.A. (1987). A Monthly Effect in Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, 1 (18), 161–174.
- Aussenegg, W. (2000). Privatization Versus Private Sector Initial Public Offerings in Poland. *Multinational Finance Journal*, 1–2 (4), 69–99.
- Banz R. (1981). The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks. *Journal of Financial Economics*, 1 (9).
- Basu, S. (1977). Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis. *Journal of Finance* 3 (32), 663–682.
- Bejger, P. (2001). Motywy przeprowadzania podziału akcji i jego wpływ na reakcje inwestorów giełdowych na GPW w Warszawie. W: *Z badań nad rynkiem kapitałowym w Polsce*, red. W. Frąckowiak. Poznań: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu.
- Białkowski, J., Etebari, A., Wisniewski, T.P. (2012). Fast Profits: Investor Sentiment and Stock Returns during Ramadan. *Journal of Banking Finance*, 3 (36), 835–845.
- Bielicki, R. (2013). Reakcje rynku na odejście z firmy osoby kluczowej. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 64 (t. 1), 309–316.
- Borowski, K. (2017). Czy inwestorzy na GPW w Warszawie powinni być przesądni? Na przykładzie stóp zwrotu 24 indeksów Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H – Oeconomia*, 4 (51), 37.
- Borowski, K. (2015). Moon Phases and Rates of Return of Wig Index on the Warsaw Stock Exchange. *International Journal of Economics and Finance*, 7 (8), 256–264.
- Borowski, K. (2016). The Influence of Moon Phases on Rates of Return of the Warsaw Stock Exchange Indices. *Studia Prawno-Ekonomiczne*, 98, 151–166.

- Branch, B., Chang, K. (1990). Low Price Stocks and the January Effect. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 3 (29), 90–118.
- Brav, A., Heaton, J.B. (2002). Competing Theories of Financial Anomalies. *Review of Financial Studies*, 2 (15), 575–606.
- Brycz, B., Dudycz, T., Kowalski, M.J. (2017). Is the Success of an Issuer an Investor Success? Evidence from Polish IPOs. *Baltic Journal of Economics*, 1 (17), 57–77.
- Brzeszczyński, J., Gajdka, J. (2007). Dividend-Driven Trading Strategies: Evidence from the Warsaw Stock Exchange. *International Advances in Economic Research*, 3 (13), 285–300.
- Brzeszczyński, J., Gajdka, J. (2009). Wpływ polityki dywidendy na stopę zwrotu z akcji na polskim rynku kapitałowym. *Acta Universitatis Lodzianensis. Folia Oeconomica*, 226, 187–197.
- Buczek, S.B. (2005a). *Efektywność informacyjna rynków akcji: teoria a rzeczywistość*. Warszawa: Szkoła Główna Handlowa.
- Buczek, S. (2005b). Efekty: momentum i przegrani–zwycięzcy: Mądre inwestowanie – anomalie na rynkach akcji (cz. 2). *Nasz Rynek Kapitałowy*, 3–4, 60–62.
- Byrka-Kita, K., Czerwiński, M., Preś-Perepeczo, A. (2017). Stock Market Reaction to CEO Appointment – Preliminary Results. *Journal of Management and Business Administration*, 2 (25), 23–42.
- Byrka-Kita, K., Czerwiński, M., Preś-Perepeczo, A., Wiśniewski, T. (2018). CEO Succession in the Polish Capital Market in 2000–2015. W: T. Dudycz, G. Osbert-Pociecha, B. Brycz, *Efficiency in Business and Economics* (s. 39–56). Cham: Springer.
- Cornanic, A., Novak, J. (2013). *Signalling by Underpricing the Initial Public Offerings of Primary Listings in an Emerging Market*. Pobrano z: <http://ssrn.com/abstract=2273470> (26.04.2014).
- Czapiewski, L. (2011). Wybrane cechy fundamentalne spółek a kształtowanie się ponadprzeciętnych stóp zwrotu na przykładzie GPW w Warszawie. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 174, 439–449.
- Czapiewski, L., Jewartowski, T., Kałdoński, M., Mizerka, J. (2012). *Determinanty natychmiastowych stóp zwrotu za akcji spółek Skarbu Państwa dokonujących pierwotnych ofert publicznych*. Pobrano z: [researchgate.net](http://researchgate.net) (20.11.2013).
- Czapiewski, L., Kubiak, J. (2017). Reakcja inwestorów na zapowiedzi wysokości dywidend spółek notowanych na GPW w Warszawie. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (86), 47–57.
- Czapiewski, L., Kubiak, J. (2016). Wyплаты dywidend spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 1993–2014. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4 (82, cz. 2), 59–69.
- Czapiewski, L., Lizińska, J. (2014). Performance of Polish IPO Firms: Size and Profitability Effect. *Gospodarka Narodowa*, 1, 53–70.
- Czekaj, J. (red.) (2014). *Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce. Z perspektywy dwudziestolecia*. Warszawa: PWE.
- Czekaj, J., Woś, M., Żarnowski, J. (2001). *Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Czerwonka, L. (2010b). Długookresowy wpływ połączeń przedsiębiorstw na wartość spółek przejmujących. *Przeгляд Organizacji*, 10, 33–36.
- Czerwonka, L. (2010a). Wpływ zainicjowania wypłaty dywidendy na cenę akcji spółki. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 34, 67–85.
- Davidson III, W.N., Tong, S., Worrell, D.L., Rowe, W. (2006). Ignoring Rules of Succession: How the Board Reacts to CEO Illness Announcements. *Journal of Business Strategies*, 2 (23), 93–113.
- Dichev, I.D., Janes, T.D. (2003). Lunar Cycle Effects in Stock Returns. *Journal of Private Equity*, 4 (6), 8–29.
- Dudzińska-Baryła, R., Michalska, E. (2010). Efekt miesiąca a behawioralne aspekty podejmowania decyzji. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, 54–75.
- Fama, E.F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25, 383–417.
- Fama, E.F. (1998). Market Efficiency, Long-Term Returns, and behavioral Finance. *Journal of Financial Economics*, 3 (49), 283–306.
- Fiszeder, P., Kozuchowska, J. (2013). Testowanie występowania wybranych anomalii kalendarzowych na GPW w Warszawie. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, 217–229.
- Fiszeder, P., Mstowska, E. (2011). Analiza wpływu splitów akcji na stopy zwrotu spółek notowanych na GPW w Warszawie. Modelowanie i prognozowanie gospodarki narodowej. *Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego*, 4/8, 203–210.
- Foster, G., Olsen, C., Shevlin, T. (1984). Earnings Releases, Anomalies, and the Behavior of Security Returns. *Accounting Review*, 4 (59), 574–603.

- French, K.R. (1980). Stock Returns and the Weekend Effect. *Journal of Financial Economics*, 1 (8), 55–69.
- Friedlan, J.M. (1994). Accounting Choices of Issuers of Initial Public Offerings. *Contemporary Accounting Research*, 1 (11), 1–31.
- Gibbons, M.R., Hess, P. (1981). Day of the Week Effects and Asset Returns. *Journal of Business*, 579–596.
- Goodman, D. A., Peavy, J.W. (1986). The Low Price Effect: Relationship with other Stock Market Anomalies. *Review of Financial Economics*, 1 (22), 18.
- Gurgul, H. (2006). *Analiza zdarzeń na rynkach akcji. Wpływ informacji na ceny papierów wartościowych*. Kraków: Oficyna Ekonomiczna.
- Hackel, K.S., Livnat, J. Rai, A. (1994). The Free Cash Flow/Small-Cap Anomaly. *Financial Analysts Journal*, 5 (50), 33–42.
- Hackel, K.S., Livnat, J., Rai, A. (2000). A Free Cash Flow Investment Anomaly. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 1 (15), 1–24.
- Hensel, C.R., Ziemba, W.T. (1995). The January Barometer. *Journal of Investing*, 2 (4), 67–70.
- Hirshleifer, D., Shumway, T. (2003). Good Day Sunshine: Stock Returns and the Weather. *Journal of Finance*, 3 (58), 1009–1032.
- Jegadeesh, N., Titman, S. (1993). Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency. *Journal of Finance*, 1 (48), 65–91.
- Jelic, R., Briston R. (2003). Privatisation Initial Public Offerings: The Polish Experience. *European Financial Management*, 4 (9), 457–484.
- Jewartowski, T., Lizińska, J. (2012). Short-and Long-Term Performance of Polish IPOs. *Emerging Markets Finance and Trade*, 2 (48), 59–75.
- Kabaciński, B. (2013). Ocena efektów fuzji i przejęć na podstawie analizy nadwyżkowych stóp zwrotu. *Zarządzanie i finanse*, 2 (4), 231–242.
- Kopczewska, K. (2004). Wpływ splitów na kursy akcji notowanych na Warszawskiej Gieldzie Papierów Wartościowych. W: *Rynek kapitałowy – mechanizm, funkcjonowanie, podmioty*, red. T. Bernat (s. 155–158). Szczecin: Polskie Towarzystwo Ekonomiczne.
- Lakonishok, J., Smidt, S. (1988). Are Seasonal Anomalies Real? A Ninety-Year Perspective. *Review of Financial Studies*, 1 (4), 403–425.
- Landmesser, J. (2007). Efekt dnia tygodnia na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie. *Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej*, 60, 187–196.
- Latif, M., Arshad, S., Fatima, M., Farooq, S. (2011). Market Efficiency, Market Anomalies, Causes, Evidences, and Some Behavioral Aspects of Market Anomalies. *Research Journal of Finance and Accounting*, 2 (9), 1–13.
- Lischewski, J., Voronkova, S. (2012). Size, Value and Liquidity. Do They Really Matter on an Emerging Stock Market? *Emerging Markets Review*, 13, 8–25.
- Lizińska, J. (2017a). Emerging Market Regularities – The Case of Monthly Effects on the Warsaw Stock Exchange. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (86), 353–362.
- Lizińska, J. (2017b). On the Rationality of Investors – Lunar Phases and Equity Returns in Poland. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 5 (89, cz. 2), 131–141.
- Lizińska, J., Czapiewski, L. (2016a). IPO Firms' Earnings Quality in Poland Around the Crisis. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4 (82, cz. 2), 201–212.
- Lizińska, J., Czapiewski, L. (2016b). Manipulowanie zyskami przez spółki debiutujące na GPW. *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, 4 (78), 197–212.
- Lizińska, J., Czapiewski, L. (2016c). Is the IPO Anomaly in Poland Only Apparent or Real? W: T. Dudycz, G. Osbert-Pociecha, B. Brycz, *The Essence and Measurement of Organizational Efficiency* (S. 175–194). Cham: Springer.
- Loughran, T., Ritter, J. (1995). The New Issues Puzzle. *Journal of Finance*, 1 (50), 23–51, 1995.
- Lyn, E.O., Zychowicz, E.J. (2003). The Performance of New Equity Offerings in Hungary and Poland. *Global Finance Journal*, 14, 181–195.
- Michaely, R., Thaler, R.H., Womack, K.L. (1995). Price reactions to dividend initiations and omissions: Overreaction or drift? *Journal of Finance*, 2 (50), 573–608.
- Mizerka, J., Czapiewski, L., Lizińska, J. (2015). Free Cash Flows and Anomalous Returns – the Case of Poland. *Argumenta Oeconomica*, 1 (34), 77–97.
- Pawłowska, J. (2015). Efektywność strategii momentum w inwestowaniu na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 74, 447–454.
- Perepeczo, A. (2009). *Fuzje i przejęcia – efektywność finansowa: wyniki badań zagranicznych i krajowych*. Szczecin: Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego.

- Perepeczo, A. (2013). Reakcja akcjonariuszy na zmiany polityki dywidend–przegląd wyników badań. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 60, 251–261.
- Perepeczo, A., Zarzecki, D. (2007). Wyniki badań dodatkowych stóp zwrotu spółek przejmowanych na polskim rynku kapitałowym w latach 1998–2004. *Przegląd Organizacji*, 9, 37–40.
- Peters, E. (1997). *Teoria chaosu a rynki kapitałowe*. Warszawa: WIG-Press.
- Pieloch-Babiarz, A. (2016). Reakcja rynku kapitałowego na wypłatę dywidendy inicjalnej w świetle cateringowej teorii dywidendy. *Studia Ekonomiczne*, 263, 88–102.
- Przekota, G., Podgórski, R. (2004). Badanie występowania anomalii kalendarzowych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie. *Rocznik Naukowy Wyższej Szkoły Służby Społecznej w Suwałkach*, 6.
- Reinganum, M.R. (1981). Misspecification of Capital Asset Pricing: Empirical Anomalies Based on Earnings' Yields and Market Values. *Journal of Financial Economics*, 9(1), 19–46.
- Rouwenhorst, K.G. (1998). International Momentum Strategies. *Journal of Finance*, 1 (53), 267–284.
- Rozeff, M.S., Kinney Jr., W.R. (1976). Capital Market Seasonality: The Case of Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 379–402.
- Schwert, G.W. (2002). Anomalies and Market Efficiency. *Simon School of Business Working Paper No. FR 02-13*. pobrano z: <http://ssrn.com/abstract=338080> (20.08.2014).
- Sekula, P. (2013). Szacowanie efektu wielkości spółki na GPW w Warszawie. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 60, 105–114.
- Sekula, P. (2016). Strategia momentum na GPW w Warszawie. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4 (82), 289–298.
- Sharpe, W.F. (1995). *Investments*. London: Prentice Hall International.
- Shiller, R.J. (1981). The use of volatility measures in assessing market efficiency. *Journal of Finance*, 2 (36), 291–304.
- Skrodzka, W.M., Włodarczyk, A. (2004). Anomalie kalendarzowe na polskim rynku finansowym. *Wiadomości Statystyczne*, 5, 37–53.
- Słoński, T., Zawadzki, B. (2011). Analiza jakościowa wpływu ogłoszenia skupu akcji i wypłaty dywidendy na ceny akcji polskich spółek giełdowych. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 38, 457–468.
- Słoński, T., Zawadzki, B. (2012). Analiza reakcji inwestorów na zmianę wielkości wypłacanej dywidendy przez spółki notowane na GPW w Warszawie. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H – Oeconomia*, 1 (46), 125–135.
- Spieß, D.K., Affleck-Graves, J. (1999). The Long-Run Performance of stock Returns Following Debt Offerings. *Journal of Financial Economics*, 1 (54), 45–73.
- Szyska, A. (1999). Efektywność rynku a anomalie w rozkładzie stóp zwrotu w czasie. *Nasz Rynek Kapitałowy*, 108, 55–61.
- Szyska, A. (2003). *Efektywność Gieldy Papierów Wartościowych w Warszawie na tle rynków dojrzałych*. Poznań: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu.
- Szyska, A. (2006). Zjawisko kontynuacji stóp zwrotu na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie. *Bank i Kredyt*, 8, 37–49.
- Tarczyński, W. (1997). Efektywność działania Gieldy Papierów Wartościowych w Warszawie. *Ekonomista*, 4, 521–538.
- Thaler, R.H. (1987). Anomalies: The January Effect. *Journal of Economic Perspectives*, 1 (1), 197–201.
- Tuzimek, R. (2012). Wpływ wypłat dywidendy na wartość akcji spółek notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 254, 333–346.
- Witkowska, D., Kompa, K. (2007). Analiza własności stóp zwrotu akcji wybranych spółek. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 1 (6), 255–266.
- Wójtowicz, T. (2011). Efekt momentum na GPW w Warszawie w latach 2003–2010. *Ekonomia Menedżerska*, 9, 63–74.
- Wolski, R., Rychter, M. (2009). Efekt kapitalizacji na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie. *Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica*, 226, 221–238.
- Yuan, K., Zheng, L., Zhu, Q. (2006). Are investors moonstruck? Lunar phases and stock returns. *Journal of Empirical Finance*, 1 (13), 1–23.
- Zacks, L. (red.) (2011). *The Handbook of Equity Market Anomalies: Translating Market Inefficiencies into Effective Investment Strategies*. John Wiley & Sons.
- Zaremba, A., Okoń, S., Nowak, A., Konieczka, P. (2015). Anomalia niskiej czy może wysokiej ceny? Osobliwy przypadek polskiego rynku akcji. *Metody Ilościowe w Badaniach Ekonomicznych*, 4 (16), 242–260.

- Zaremba, A., Żmudziński, R. (2014). The Low Price Effect on the Polish Market. *e-Finanse: Financial Internet Quarterly*, 1 (10), 69–85.
- Zhang, Y., Risen, J.L., Hosey, C. (2014). Reversing One's Fortune by Pushing Away Bad Luck. *Journal of Experimental Psychology: General*, 3 (143), 1171.

#### **MARKET ANOMALIES ON THE EQUITY MARKET IN POLAND – THE SURVEY OF EMPIRICAL STUDIES**

**Abstract:** *Purpose* – A very large number of papers in the academic literature focused on market anomalies. They were very often associated with investment strategies enabling to achieve abnormal equity returns. Poland has a relatively young equity market. However, it has been strongly evolving during the last years. The study discusses the empirical results on equity anomalies for the Warsaw Stock Exchange.

*Design/methodology/approach* – The ways of empirical tests on market anomalies vary from the very simple methods, to proposals of testing with GARCH models, many pricing models and complicated event studies.

*Findings* – Polish stock market has changed over time in many ways. However, there are still many abnormal effects observed. Some of the anomalies tended to weaken substantially, some disappeared over time or reappear after some time, or even reverse themselves.

*Originality/value* – The study discussed the empirical tests of investment strategies build on observed market anomalies for equities listed in Poland.

**Keywords:** market anomalies, exchange, market efficiency, pricing models

#### **Cytowanie**

- Lizińska, A. (2018). Anomalie rynkowe na polskim rynku kapitałowym w ujęciu empirycznym. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 269–279. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-23.





## Kryptowaluty a problematyka stabilności finansowej i gospodarczej

Elżbieta Mirecka\*

**Streszczenie:** *Cel* – Celem opracowania było przedstawienie w aspekcie poznawczym różnych opinii odnośnie do istoty kryptowalut, jako nowego elektronicznego instrumentu płatniczego i jego wpływu na bezpieczeństwo ekonomiczne gospodarki zarówno światowej, jak i lokalnych.

*Metodologia badania* – Analiza opinii finansowych i gospodarczych, analiza źródeł prawa, prezentacja danych statystycznych dotycząca wartości kryptowalut, szacowanie wpływu kryptowalut na poziom gospodarki wybranych państw na podstawie statystycznych danych gospodarczych.

*Wynik* – Opinie na temat istoty kryptowalut i ich oddziaływania są skrajnie zróżnicowane. Kategoria ta, ze względu na jeszcze krótki okres funkcjonowania i odmienną w stosunku do tradycyjnych instrumentów finansowych, nie doczekała się jeszcze pełnej definicji prawnej. W obszarze funkcjonowania banków centralnych zauważa się skrajne stanowiska – od zakazu wprowadzania kryptowalut na rynki finansowe, aż do chęci ich emisji. Także w ocenach ich wpływu na poziom gospodarki krajów zauważa się odmienne stanowiska: od negacji ich wpływu, a nawet zagrożeń, aż do nadawania kryptowalutom rangi czynnika wzrostu gospodarczego.

*Oryginalność/wartość* – Opracowanie wybiegające poza klasyczne ukazanie mechanizmu funkcjonowania kryptowalut, a w szczególności jako czynnik spekulacyjny przy decyzjach finansowych indywidualnych inwestorów. Wyniki sugerują brak jednolitego stanowiska i opinii zarówno badaczy problemu, jak i państw i instytucji gospodarczych, finansowych i nadzorujących. Brak także wypracowanych mechanizmów ochronnych przed negatywnym wpływem kryptowalut na bezpieczeństwo ekonomiczne gospodarek.

**Słowa kluczowe:** kryptowaluta, formy pieniądza, polityka monetarna, bezpieczeństwo finansowe, bezpieczeństwo ekonomiczne

### Wprowadzenie

Pojawienie się kryptowalut – traktowane początkowo jako chwilowe zjawisko – ma tendencje fenomenu, który potencjalnie może dokonać zmian w aktualnym systemie finansowym. Waluty wirtualne są formą nieuregulowanego pieniądza elektronicznego, nie wymagają pośrednictwa banków w realizacji transferu. Daje to anonimowość uczestnikom transakcji, ale nie gwarantuje bezpieczeństwa. Można nimi płacić za dobra realne i za usługi internetowe. Coraz więcej podmiotów akceptuje zapłatę szczególnie w bitcoinach, które tworzą specyficzny globalny rynek.

---

\* dr Elżbieta Mirecka, Wyższa Szkoła Bankowa we Wrocławiu, ul. Fabryczna 29-31, Wrocław, e-mail: elzbieta.mirecka@wsb.wroclaw.pl.

Ze względu na jeszcze krótki czas istnienia kryptowalut, brak jednoznacznych ich definicji i systematyki. Czynione są próby ich zdefiniowania, np. przez EBC i FATF, oraz określenia ich wpływu na finanse i bezpieczeństwo transakcji.

Problemem przyszłościowym jest zagadnienie roli banków centralnych, ich polityk monetarnych, a w szczególności emisji pieniądza banku centralnego i ewentualnej kontrolowanej emisji kryptowalut.

## 1. Czynniki tworzące wolne środki pieniężne

Fenomen powstania pieniądza jest efektem rozwoju ludzkości, zarówno społecznego, jak i gospodarczego. Badania wskazują na różne przyczyny powstania pieniądza, lecz jedną potrzebę, jaką było uproszczenie wymiany towarowej (Schaal, 1996, s. 15). Przyczyn upatrywać można w celach kultowych i gospodarczych, kiedy to składano dary bogom, aby zapewnić pomyślność plonów i przychylność natury lub społecznych źródeł pieniądza i potrzebami społecznymi. Niezależnie od przyczyn powstania pieniądza, panuje zgodność co do etapów jego rozwoju i funkcji przez niego spełnianych.

Historia pieniądza sięga epok prehistorycznych. W podziale pieniądza na rodzaje zachowana została chronologia jego występowania. Wymienia się następujące formy pieniądza (Piaszczyński, 2004, s. 19):

- pieniądź prymitywny,
- pieniądź metalowy (mono- i bimetalizm),
- pieniądź papierowy,
- pieniądź bankowy (wkładowy, zapisowy),
- pieniądź elektroniczny.

Funkcje pieniądza określane są jako zdolność danego środka do występowania w roli pieniądza. Podstawowymi funkcjami pieniądza są (Krzyżkiewicz, Jaworski, Puławski, 1998, s. 409):

- funkcja powszechnego środka płatniczego,
- funkcja środka przechowywania wartości,
- funkcja jednostki rozrachunkowej (abstrakcyjna jednostka pieniężna stosowana jako jednostka rozrachunkowa).

Pieniądź można zdefiniować jako ogólnie akceptowany środek wymiany lub handlu, który służy równocześnie jako rezerwuar siwy nabywczej (Kamerschen, McKenzie, Nardienelli, 1991, s. 31).

Współcześnie pieniądź występuje, oprócz pieniądza gotówkowego, jako pieniądź bankowy, czyli pieniądź bezgotówkowy, a zatem jako należności zapisane w księgach rachunkowych banku. Natomiast pieniądź elektroniczny jest powszechnie używanym (nieprawidłowo) określeniem elektronicznej techniki rozliczeń w pieniądzu bankowym. Powstanie pieniądza elektronicznego związane jest z wprowadzaniem nowych środków płatniczych (np. karty). Źródłem powstania pieniądza elektronicznego był rozwój informatyki

i wykorzystanie komputeryzacji. Eksplozyjna digitalizacja życia gospodarczego przypada na lata 80. XX wieku. Technika ta szczególnie efektywnie wykorzystywana jest w transakcjach wielkokwotowych. Szybko rozwijające się systemy pozabankowych płatności są trudne do kontrolowania, co stwarza warunki do nadużyć finansowych.

Współczesny pieniądz ma charakter fiducyjny. Demonetyzacja złota, czyli zaprzestanie wymiany pieniądza papierowego na złoto spowodowała, że pieniądz na mocy regulacji władz państwowych i monetarnych stał się prawnym środkiem płatniczym na określonym obszarze. Bank centralny staje się regulatorem wielkości pieniądza w obiegu dokonując kreacji pieniądza fiducyjnego.

Można spotkać się także ze stwierdzeniem, że banknot nie jest pieniądzem, jest tylko surogatem pieniądza. Powszechnie jednak banknot jest utożsamiany z pieniądzem.

Prowadzone analizy historyczne odnośnie do wartości pieniądza dowodzą, że w dłuższym okresie ulegał on dewaluacji, powodując zmiany w istniejących systemach pieniężnych. Powstały nowe systemy walutowe, które z czasem także stawały się mniej doskonałe (Żabiński, 1989, s. 8).

Po chwilowym zawieszeniu wymienialności dolara amerykańskiego na złoto w dniu 15.08.1971 roku, a w efekcie po załamaniu się systemu z Bretton-Woods, w 1973 roku powstał wolny pieniądz od (Żabiński, 1989, s. 16):

- związania ze złotem,
- związania z innymi wartościami materialnymi,
- związania z banknotami, gdyż występuje także w formie bezgotówkowej, jako pieniądz bankowy, elektroniczny.

Powstanie wolnego pieniądza, rozwój elektroniki, niepewność i załamania na rynkach finansowych, a także przeobrażenia systemów finansowych, brak ich stabilności i zmniejszające się zaufanie do działań państwa, jednostek nadzorujących i systemów bankowych to tylko niektóre czynniki, które spowodowały tworzenie bezpieczniejszych i wolnych środków płatniczych w stosunku do dotychczasowych. Taką alternatywą stały się kryptowaluty.

## **2. Cechy bitcoina i jego ekspansja**

Narodziny walut cyfrowych należy upatrywać się pod koniec lat 80. ubiegłego wieku. Przesłanki ich powstania to digitalizacja życia gospodarczego i malejące zaufanie do walut fiducyjnych w wyniku spadku ich wartości, a także spadku zaufania do banków. Waluty kryptograficzne – inaczej kryptowaluty – można określić jako rozproszony system księgowy, w którym przechowywane są informacje o stanie posiadania w umownych jednostkach. Kontrolę nad portfelem ma wyłącznie posiadacz przypisanego klucza prywatnego (rodzaj szyfru). Zapewnić ma to niemożliwość dwukrotnego wydania danej jednostki. W tym celu wykorzystywane są platformy elektroniczne. Istnieje kilkaset kryptowalut określanych jako altcoiny, czyli alternatywne coiny – notowanych na giełdach jest około 300. Cały czas powstają nowe kryptowaluty wykorzystujące otwarte oprogramowanie i sieć P2P. W zasadzie

każdy może pobrać kod źródłowy i utworzyć własną kryptowalutę. Najpopularniejszą kryptowalutą jest bitcoin, który powstał w 2008 roku. Mechanizm emisji bitcoina wykorzystuje koncepcję waluty kryptograficznej przedstawionej w 1998 roku przez Wei Daia (Gostomski, 2015, s. 322). Nie wiadomo, kto jest jego twórcą. Trzej informatycy (King, Oksman, Bry) prawie jednocześnie opatentowali rozwiązania podobne do systemu bitcoin. Jednocześnie w sieci internetowej zaczął rozprzestrzeniać się manifest podpisany „Satoshi Nakamoto”, prezentujący ideę bitcoina. Nie wiadomo, kto kryje się pod tym nickiem. Uważa się, że pod tym kryptonimem kryje się grupa naukowców matematyków i kryptografów. Jak spektakularne jest autorstwo bitcoina, świadczyć może fakt, że w grudniu 2015 roku amerykańskie portale Wired i Gizmodo zasugerowały, że autorem może być przedsiębiorca z branży IT pochodzący z Australii.

Bitcoin, jako waluta wolna, może reprezentować walutę, mienie, nieruchomość, akcje, o czym decydują sami użytkownicy, którzy mogą przypisać różne właściwości do każdej jednostki za pomocą specjalnych aplikacji. Bitcoin jest tyle wart, jak szeroko jest rozpozszechniony.

Zauważalny jest gwałtowny wzrost atrakcyjności bitcoina. Przyczyny należy upatrywać w dopuszczeniu tej waluty do legalnego obrotu z punktu widzenia amerykańskiego regulatora. Chicago Mercantile Exchange (CME), czyli amerykańska giełda towarowa, ogłosiła 31.10.2017 roku plan uruchomienia kontraktów futures na bitcoiny. Giełda ta jest wiodącą giełdą globalną, na której odbywają się transakcje opcjami i kontraktami terminowymi. Kryptowaluty są coraz poważniej traktowane jako potencjalne aktywa inwestycyjne.

Bitcoin zaczyna być wykorzystywany coraz szerzej na innych giełdach. Cboe Global Markets (grupa giełd z Chicago) jako pierwsza wprowadziła do obrotu bitcoinowe transakcje *futures* w dniu 10.12.2017 roku. Reakcja rynku była bardzo pozytywna. Cboe zawiesiło w tym dniu dwa razy handel kontraktami bitcoina – pierwszy raz po wzroście o 10% i drugi raz po wzroście o 20%. Kiluminutowe przerwy dały czas na ochłonięcie inwestorom. Wartość kryptowaluty rosła, natomiast złoto i srebro traciło na wartości.

Rywal Cboe, czyli CMB Group, wystartował z transakcjami terminowymi w grudniu 2017 roku. Także Nasdaq planuje prowadzenie tychże transakcji w drugiej połowie 2018 roku. Szacuje się, że transakcje te to ogromna szansa na szeroki udział w rynku wirtualnego pieniądza na Wall Street, a także wzrost aktywności inwestorów indywidualnych (Business Insider Polska, 2017). Wirtualny pieniądz może stać się nowym złotem dla kopaczy (milenialsów) (Zschäpitz, 2018).

Najważniejszymi użytkownikami bitcoinów są osoby fizyczne, przedsiębiorstwa przyjmujące płatności w bitcoinach, giełdy BTC i kantory BTC, a także operatorzy bankomatów BTC. Coraz popularniejsze są bitcoinowe automaty, w których nabyć można walutę lokalną po niższych kosztach niż oferują to bankomaty. Przy tradycyjnych transakcjach w bankomatach bank często pobiera opłaty za korzystanie z nich za granicą i opłaty za przewalutowania. Kosztów tych nie ma przy korzystaniu z bitcoinowych automatów, gdzie może

wystąpić tylko niewielka opłata pobierana przez firmy zarządzające tymi urządzeniami. Jest to bardzo korzystna sytuacja dla ruchu turystycznego.

Pozyskiwanie bitcoinów odbywa się najczęściej poprzez giełdy i kantory kryptowalut, które są rozproszone na całym świecie z dominacją giełd chińskich. Także w Polsce istnieje duży rynek giełd. Polskie giełdy i kantory kryptowalut zaliczają się do bezpiecznych. Aktualnie działają w Polsce 32 giełdy i kantory kryptowalut (Zestawienie...).

### 3. Zagadnienia definiowania i klasyfikacji walut wymiennalnych

Waluty wirtualne są nowym zjawiskiem we współczesnym świecie, które nadal się rozwija zarówno w aspekcie ilościowym, jak i jakościowym. Proces ten ma tendencje rozwojowe, a to skutkuje niedoskonałością jego zdefiniowania i brakiem pełnego obrazu jego wpływu na współczesną gospodarkę, szczególnie w obszarze finansów. Pełne rozpoznanie tego zjawiska pozwoli wyznaczyć ramy prawne jego funkcjonowania i czerpać z tego korzyści poprzez system podatkowy, lecz także ograniczy jego wykorzystanie w szeroko rozumianej działalności przestępczej, zarówno w procesach legalizacji środków finansowych, czyli prania pieniędzy, jak i np. w procesach finansowania terroryzmu. Zarówno państwa, jak i instytucje międzynarodowe stoją przed problemem definicyjnym i klasyfikacją elementów tego zjawiska.

Europejski Bank Centralny w Raporcie z 2012 roku dokonał zdefiniowania i wykazał różnice między pieniądzem wirtualnym a elektronicznym (European Central Bank, 2012, s. 16). Pieniądz elektroniczny jest uregulowany prawnie, podstawą jest realna, tradycyjna waluta, w stosunku do której jest jednostką rozrachunkową. Podaż jego jest jasno określana i ustalona, podlega pod nadzór i jest powszechnie akceptowany. Waluta wirtualna nie ma regulacji prawnych, akceptowana jest przez określone grono uczestników społeczności wirtualnej, brak jest nadzoru, a podaż zależna jest od emitenta i nie jest ustalona. Dla użytkownika pojawiają się nowe ryzyka, oprócz ryzyka operacyjnego również ryzyko prawne, płynności i często kredytowe.

Także FATF (The Financial Action Task Force) podjął próbę zdefiniowania waluty wirtualnej w opracowaniu opublikowanym w 2014 roku. Waluta wirtualna została zdefiniowana jako cyfrowy odpowiednik wartości sprzedawany i kupowany w cyberprzestrzeni, spełniający funkcje środka wymiany, jednostki rozrachunkowej i środka tezauryzacji, ale nie posiada regulacji prawnych (FATF Virtual Currencies, 2014, s. 4–5).

Obie definicje są do siebie zbliżone. Podobnie też są definiowane pojęcia, które występują w literaturze równolegle. Są to:

- kryptowaluty (*cryptocurrency*),
- waluty wirtualne (*virtual currency*),
- waluty cyfrowe (*digital currency*).

Zgodnie z terminologią FATF, waluty wirtualnej nie należy utożsamiać z pieniądzem elektronicznym (*e-money*), który jest cyfrowym odpowiednikiem funkcjonującego pieniądza fiducjarnego.

Pojęcie waluty cyfrowej stosowane jest zamiennie z pojęciem waluty wirtualnej, co nie jest prawidłowe, gdyż waluta cyfrowa zawiera zarówno pieniądz elektroniczny, jak i walutę wirtualną, co wynika z faktu, że waluta cyfrowa (*digital currency*) nie ma odpowiednika w języku polskim (Wiśniewska, 2015, s. 3).

Zgodnie z Raportem EBC (European Central Bank, 2012, s. 13–16) waluty wirtualne występują jako:

- waluty wirtualne zamknięte, istniejące w oderwaniu od realnego świata najczęściej w obszarze gier komputerowych; środki te są używane tylko na obszarze wirtualnej przestrzeni i nie mogą być używane w realnej rzeczywistości,
- waluty wirtualne o jednokierunkowym przepływie środków; waluta wirtualna może być nabywana za realne pieniądze po ustalonym kursie, nie jest możliwa transakcja odwrotna, są to realne dochody, np. graczy gier komputerowych,
- waluty wirtualne o dwukierunkowym przepływie środków, w tym przypadku waluta wirtualna może być wymieniana bez ograniczeń na inne waluty poprzez giełdy, kantory i pośredników finansowych; waluty te mogą być zakupione przy pomocy realnego pieniądza i na niego wymienione, można więc prowadzić transakcje zakupu/sprzedaży rzeczywistych i wirtualnych dóbr.

Podział walut według FATF jest podziałem bardziej przejrzystym, aczkolwiek dotyczy tego samego zjawiska. FATF dokonuje podziału walut wirtualnych na (FATF Virtual Currencies, 2014, s. 5–7):

- wymienialne (otwarte),
- niewymienialne (zamknięte).

Waluty wymienialne, według FATF, są odpowiednikiem walut wymienialnych o dwustronnym przepływie, natomiast waluty niewymienialne to odpowiednik walut zamkniętych i o jednokierunkowym przepływie środków – według EBC.

Dalej, zgodnie z podziałem FATF, wirtualne waluty wymienialne są dzielone na waluty:

- scentralizowane, kontrolowane przez administratora, który ustala warunki i dokonuje ich emisji lub ją wstrzymuje,
- zdecentralizowane – nie posiadają administratora, są to najczęściej algorytmy zamknięte, wymiana następuje na zasadzie P2P, kryptografia zapewnia im ochronę, przykładem są właśnie kryptowaluty.

Przytoczone definicje i podziały zamieszczone w raportach EBC i FATF obrazują trudności w jednoznacznym zdefiniowaniu tych nowych kategorii ekonomicznych i zakreśleniu ich obszarów funkcjonowania także pod względem prawnym. Brak tych regulacji jest przesłanką także do kryminalnego ich wykorzystywania.

#### 4. Polityka banków centralnych a kryptowaluty

Kryptowaluty, a szczególnie bitcoin traktowany jako ciekawostka elektroniczno-finansowa o dużym potencjale inwestycyjnym, umacniają swoją pozycję w stosunku do pieniędzy emitowanych przez banki centralne, których stanowisko w tej kwestii nie jest jednoznaczne. Nieograniczone możliwości tworzenia nowych kryptowalut mogą spowodować przesunięcie zainteresowań inwestorów odnośnie do wykorzystania tradycyjnego pieniądza na rzecz kryptowalut.

Równoległe występowanie pieniądza fiducyjnego i kryptowalut może spowodować trudności we prowadzeniu polityki monetarnej i utraty renty emisyjnej przez banki centralne na rzecz emitentów kryptowalut, a także utraty kontroli nad ilością pieniądza w obiegu (Chrabonszczewska, 2013, s. 60).

Powstanie banków centralnych związane było z realizacją jednego z głównych celów, mianowicie z eliminacją kryzysów. Przeprowadzone badania przez Cato Institute<sup>1</sup> dowiodły, że w państwach, w których ustanowiono bankowość centralną dość wcześnie (Anglia, USA) kryzysy występowały częściej niż w państwach, w których została ona wprowadzona później (Szkocja, Kanada). Z badań wynika także, że po 1973 roku (odejście od systemu *gold standard*, pieniądz stał się pusty) podwoiła się częstotliwość występowania kryzysów. Sugeruje się, że kryptowaluty mogłyby być wykorzystane przy tworzeniu nowego systemu finansowego, w którym nie byłoby już dominującej roli bankowości centralnej. Ten nowy system, tzw. system wolnej bankowości, opierałby się na konkurencji rynkowej. Przewiduje się przy tych założeniach wielość rozwiązań, które byłyby bardziej efektywne niż obecnie istniejące (Sodolak, 2017).

Kryptowaluty mają wciąż znikomy wpływ na funkcjonowanie gospodarki i finansów światowych ze względu na niewielkie ich upowszechnienie, dlatego można twierdzić, że zagrożenia w stosunku do aktualnego *status quo* są raczej przyszłościowe, jeśli kryptowaluty nie znikną z rynku. Brak zaufania do banków centralnych i kontroli rządów rynków finansowych jest źródłem rozpowszechniania się kryptowalut, a to może być przyczyną rewizji pojęcia i funkcji pieniądza, mimo że są one także obciążone ryzykiem i niestabilnością kursu (Bela, Kopyściański, Srokosz, 2016, s. 105).

Bitcoin traktowany jest jako zjawisko niszowe, ale budzące różne reakcje banków centralnych i komercyjnych. Z wielką aprobatą został zaakceptowany bitcoin na holenderskim rynku finansowym. Odmienne stanowisko reprezentują banki centralne Francji i Chin, które zabroniły sektorowi finansowemu prowadzenia transakcji z wykorzystaniem bitcoinów (Gostomski, 2015, s. 325).

Europejski Bank Centralny nie zamierza w najbliższej przyszłości uregulować kryptowalut, nie jest to dla niego problem priorytetowy, ale będzie obserwować ich rozwój ze

---

<sup>1</sup> Badania te były prowadzone przez George'a Selgina z Centrum dla Alternatyw Pieniężnych i Finansowych z Cato Institute w Waszyngtonie. Celem Instytutu jest promocja zasad wolności jednostki, ograniczonej władzy rządu, wolnego rynku i pokoju.

względu na powstające ryzyka, szczególnie odnośnie do terminowych kontraktów bitcoina na amerykańskich giełdach. Oświadczenie EBC o braku ingerencji jest krokiem w kierunku złagodzenia obrazu kryptowalut. EBC współpracuje z 28 bankami centralnymi państw członkowskich UE tworzącymi Europejski System Banków Centralnych. Daje on tym samym sygnał do mniej krytycznego podejścia do walut wirtualnych i jednoczesnego monitorowania ich wpływu na finanse i bezpieczeństwo (BitHub.pl, 2018).

Rynek kryptowalut nie jest tak duży, aby zagrozić stabilności całego systemu, dlatego EBC zastanawia się nad celowością interwencji w ten rynek, tak jak Chiny, które we wrześniu 2017 roku zbanowały giełdy kryptowalut i zakazały działalności związanej z ICO (BitHub.pl, 2018)<sup>2</sup>.

Banki komercyjne, widząc potencjalną utratę zysków związanych z m.in. prowadzeniem kont bieżących i transakcji za pomocą kart płatniczych, są coraz bardziej zainteresowane wykorzystaniem kryptowalut. Także banki centralne nie ignorują kryptowalut. Przewiduje się, że emisja pierwszej cyfrowej waluty banku centralnego (Central Bank Digital Currency – CBDC) może mieć miejsce jeszcze w 2018 roku. Ten „cyfrowy fiat” lub inaczej „cyfrowy pieniądź podstawowy”, może być realną konkurencją dla aktualnego systemu bankowego, mieć charakter hurtowy, czyli wykorzystywany tylko przez instytucje i rynki finansowe. W przyszłości nie wyklucza się jego rozszerzenia na rynek detaliczny, czyli dla ogółu społeczeństwa (BitHub.pl, 2018).

Szybkość rozwoju kryptowalut jest nieprzewidywalna. Każde nowe zjawisko, oprócz stron pozytywnych, rodzi wiele niebezpieczeństw. W przypadku kryptowalut jest to związane z prawdopodobieństwem wykorzystywania ich w procesach prania pieniędzy. Konieczne staje się więc podjęcie prac nad utworzeniem międzynarodowego systemu zapobiegania przestępczego wykorzystania kryptowalut.

## Literatura

- Bela, S., Kopyściński, T., Srokosz, W. (2016). *Kryptowaluty jako elektroniczne instrumenty płatnicze bez emitenta. Aspekty informatyczne, ekonomiczne i prawne*. Wrocław: Wydawnictwo Uniwersytetu Wrocławskiego.
- Business Insider Polska. Pobrano z: <https://businessinsider.com.pl/finanse/kryptowaluty>.
- Chrabonszczewska, E. (2013). Bitcoin – nowa wirtualna, globalna waluta? *International Journal of Management and Economics*, 40.
- European Central Bank (2012). *Virtual Currency Schemes*. Frankfurt am Main, October.
- FATF Virtual Currencies (2014). *Key Definitions and Potential AML*. Paris: CFT Risks.
- Gostomski, E. (2015). Bitcoin – od sukcesu do kryzysu wirtualnej monety. *Prace Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej*, 39.
- <http://bitHub.pl/blockchain/kryptowaluty>.
- <https://bitcoin.pl/wiadomości>.
- [https://bitHub.pl/wiadomości/europejski\\_bank\\_centralny\\_nie\\_zamierza\\_regulowac\\_kryptowalut](https://bitHub.pl/wiadomości/europejski_bank_centralny_nie_zamierza_regulowac_kryptowalut).
- Kamerschen, D., McKenzie, R., Nardienelli, C. (1991). *Ekonomia*. Gdańsk: Fundacja Gospodarcza Solidarność.
- Krzyżkiewicz, Z., Jaworski, L.W., Puławski, M. (1998). *Leksykon bankowo-giełdowy*. Warszawa: Poltex.

<sup>2</sup> ICO – Initial Coin Offering – działanie startupów mające na celu zebranie kapitału poprzez dystrybucję części środków ludziom, którzy zdecydowali się ją wesprzeć; ogłaszana jest na forach kryptowalut.



- Piaszczyński, W. (2004). *Anatomia pieniądza*. Warszawa: SCRIPT.
- Schaal, P. (1996). *Pieniądz i polityka pieniężna*. Warszawa: PWE.
- Sodolak, S. (2017). Kryptowaluty czynią zbędnymi banki centralne. Czy państwa zakażą bitcoinów? *Gazeta Prawne – Biznes*, 21.10.
- Wiśniewska, A. (2015). Bitcoin jako waluta wirtualna. *Institute of Economic Research Working Papers*, 155.
- Zestawienie polskich giełd i kantorów kryptowalut. Pobrano z: coinroom.com.
- Zschäpitz, H. (2018). Der verteufelte Bitcoin erhält ein unerwartetes Gütesiegel. *Die Welt*, 14.03.
- Żabiński, Z. (1989). *Rozwój systemów pieniężnych w Europie Zachodniej i Północnej*. Ossolineum.

#### CRYPTOCURRENCIES AND THE ISSUES OF FINANCIAL AND ECONOMIC STABILITY

**Abstract:** *Purpose* – The aim of the study is to present in a cognitive aspect different opinions regarding the essence of cryptocurrencies as a new electronic payment instrument and its impact on the economic security of both global and local economies.

*Design/methodology/approach* – Analysis of financial and economic opinions, analysis of legal sources. Presentation of statistical data on the value of cryptocurrencies. Estimation of the influence of cryptocurrencies on the economy level of selected countries on the basis of statistical economic data.

*Findings* – Opinions about the nature of cryptocurrencies and their impacts are extremely diverse. This category, due to the short period of its operation and the difference in relation to traditional financial instruments, has not yet been fully defined. In the area of central banks' functioning, extreme positions are observed, from the prohibition of introducing cryptocurrencies to financial markets to the desire to issue them. Also in the assessments of their impact on the economic level of the countries, different positions are noticed: from the negation of their impact and even threats to the crypto status of giving rise to the growth factor of the economic growth.

*Originality/value* – A study that goes beyond the classic presentation of the mechanism of functioning of cryptocurrencies, and in particular as a speculative factor in the financial decisions of individual investors. The results suggest a lack of a unified position and opinion of both problem researchers, economic, financial and supervisory states and institutions. There are also no developed protective mechanisms against the negative impact of cryptocurrencies on the economic security of economies.

**Keywords:** cryptocurrency, forms of money, monetary policy, financial security, economic security

#### Cytowanie

- Mirecka, E. (2018). Kryptowaluty a problematyka stabilności finansowej i gospodarczej. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 281–289. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-24.



## Konsekwencje wygładzania zysków dla kształtowania się wartości spółek na GPW\*

Jacek Mizerka\*\*

**Streszczenie:** *Cel* – Wygładzanie zysków (*earnings smoothing*) może być traktowane jako przejaw tzw. kształtowania zysków (*earnings management*). Kształtowanie zysków w świetle wyników badań dotyczących głównie rynku amerykańskiego ma negatywny wpływ na wartość spółek, które ten zabieg stosują. Celem artykułu jest weryfikacja hipotezy o negatywnym wpływie wygładzania zysków na wartość spółek notowanych na rynku wschodzącym, którego przykładem jest GPW w Warszawie.

*Metodologia badania* – W celu określenia zależności między wartością spółek a stopniem wygładzania zysków posłużono się regresją wieloraką, w której parametry wyznaczane były na podstawie metody najmniejszych kwadratów. Zmienną objaśnianą (*proxy* wartości spółki) stanowił wskaźnik Q-Tobina. Z kolei stopień wygładzania zysków wyznaczano jako iloraz odchylenia standardowego wyniku operacyjnego spółki (EBIT) do odchylenia standardowego przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej (OCF).

*Wyniki* – Uzyskane wyniki wskazują, że – po uwzględnieniu zmiennych kontrolnych – zależność między wskaźnikiem Q-Tobina a stopniem wygładzania zysków jest ujemna: spółki, które w większym stopniu wygładzają zyski, charakteryzują się niższym wskaźnikiem Q-Tobina.

*Oryginalność/wartość* – Prezentowany artykuł może być traktowany jako fragment szerszego projektu badawczego dotyczącego motywów i konsekwencji kształtowania zysków (*earnings management*) na rynkach wschodzących. Wartość tego projektu polega na tym, że podjęto wstępną próbę zbadania relacji między wygładzaniem zysków a wskaźnikiem Q-Tobina w odniesieniu do spółek notowanych na GPW. Próbowano również znaleźć odpowiedź na pytanie, czy relacje zaobserwowane na rynkach dojrzałych zachodzą także na rynkach mniej rozwiniętych, których przykładem jest GPW.

**Słowa kluczowe:** wygładzanie zysków, kształtowanie zysków, wskaźnik Q-Tobina

### Wprowadzenie

Wygładzanie zysków (*earnings smoothing*) jest szczególnym przypadkiem kształtowania zysków (*earnings management*). Motywy i konsekwencje kształtowania zysków nie są jednoznacznie oceniane w literaturze przedmiotu. Z kolei, w świetle wyników badań dotyczących głównie rynku amerykańskiego, wynika, że kształtowanie zysków ma raczej negatywny wpływ na wartość spółek, które ten zabieg stosują (Badertscher, 2011, s. 1491; Cohen; Zarowin, 2010, s. 2). Celem artykułu jest weryfikacja hipotezy o negatywnym wpływie

\* Opracowanie powstało w ramach projektu badawczego finansowanego ze środków Narodowego Centrum Nauki (nr 2014/13/B/HS4/01556).

\*\* dr hab. Jacek Mizerka, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Katedra Finansów Przedsiębiorstw, Wydział Zarządzania, al. Niepodległości 10, 61-875 Poznań, e-mail: jacek.mizerka@ue.poznan.pl.

wyglądania zysków na wartość spółek notowanych na rynku wschodzącym, którego przykładem jest GPW w Warszawie.

## 1. Motywy i konsekwencje wyglądania zysków (*earnings smoothing*) w spółkach publicznych

Wyglądanie raportowanych zysków polega na ograniczaniu (tłumieniu) ich zmienności (Ronen, Yaari, 2008). Wyróżnia się dwa rodzaje wyglądania: rzeczywiste i sztuczne. Rzeczywiste wyglądanie zysków wymaga podejmowania decyzji inwestycyjnych lub finansowych, których konsekwencją jest ograniczenie zmienności raportowanych zysków. Wyglądanie sztuczne z kolei opiera się na zabiegach czysto rachunkowych (księgowych). Literatura wyjaśniająca motywy i konsekwencje wyglądania nie jest jednoznaczna w ocenie motywów tego działania. Z jednej strony, na przykład Fudenberg i Tirole (1995, s. 75) twierdzą, że menedżerowie wyglądają zyski ze względu na bezpieczeństwo swoich posad. Negatywne konsekwencje zarządzania zyskami dostrzegają także Gopalan i Jayaraman (2012, s. 117), którzy argumentują, że zarządzanie zyskami (w tym ich wyglądanie) może być wykorzystywane do maskowania prywatnych korzyści z kontroli, uzyskanych przez inwestorów wewnętrznych (*insiders*) w krajach o słabym systemie ochrony inwestorów, szczególnie w firmach z klinem kontrolnym, tj. gdy prawa do kontroli sprawowanej przez *insiders* przekraczają ich prawa do przepływów pieniężnych. Inny, przeciwny, pogląd reprezentują Goel i Thakor (2003, s. 151). Według tych autorów większa zmienność zysków prowadzi do większej przewagi informacyjnej poinformowanych inwestorów (w szczególności *insiders*) nad niedoinformowanymi inwestorami zewnętrznymi (*outsiders*). Sytuacja taka może wymuszać na niedoinformowanych inwestorach sprzedaż akcji w nieodpowiednich momentach. Dlatego w interesie gorzej poinformowanych inwestorów jest, aby menedżerowie w jak największym stopniu łagodzą zmienność raportowanych wyników.

Niejednoznaczność dotychczasowych wyników badań i opinii odnośnie do roli wyglądania zysków skłania do postawienia zasadniczego pytania o relację między wyglądaniem zysków a podstawowym kryterium podejmowania decyzji w firmie, jakim jest jej wartość.

## 2. Budowanie hipotezy

Z dotychczasowych rozważań wynika, że wyglądanie zysków pozwala zarządzającym lub głównym akcjonariuszom ukrywać efekty zachowań o charakterze oportunistycznym, które pozwalają na czerpanie prywatnych korzyści z kontroli. Jednakże wyglądanie zysków może odgrywać pozytywną rolę, mianowicie łagodzi negatywne konsekwencje w zakresie asymetrii informacji, np. w odniesieniu do kosztu pozyskania zewnętrznego kapitału.

Wydaje się, że skala negatywnych konsekwencji asymetrii informacji na polskim rynku kapitałowym jest mniejsza niż na rynkach rozwiniętych, nie dlatego, że mniejsza jest sama asymetria, ale ze względu na fakt, że spółki publiczne relatywnie rzadziej pozyskują zewnętrzny kapitał poprzez emisję akcji czy obligacji. W polskich warunkach podstawowym źródłem finansowania zewnętrznego pozostaje wciąż kredyt bankowy. Oznacza to, że ewentualne negatywne skutki asymetrii informacji niwelowane mogą być przy wykorzystaniu innych narzędzi niż wygładzanie zysków. Z drugiej strony *gros* spółek notowanych na GPW charakteryzuje się – podobnie jak na wielu innych europejskich giełdach – relatywnie dużą koncentracją struktury własności. W praktyce oznacza to, że większość spółek kontrolowana jest przez inwestorów wewnętrznych (*insiders*), co więcej, w wielu przypadkach wykorzystuje się tzw. mechanizmy lewarowania kontroli (*control enhancing mechanisms* – CEMs), takie jak akcje uprzywilejowane czy indywidualne przywileje statutowe określonych grup akcjonariuszy, które w literaturze przedmiotu powszechnie uznawane są za przesłanki występowania prywatnych korzyści z kontroli (Jewartowski, Kałdoński, 2015, s. 174). Można się zatem spodziewać, że w takich warunkach wygładzanie zysków postrzegane może być przez inwestorów zewnętrznych bardziej jako próba ukrywania efektów zachowań o charakterze oportunistycznym (Gopalan, Jayaraman, 2012, s. 117) niż jako sposób zwiększania stopnia transparentności spółek w warunkach występującej asymetrii informacji.

Biorąc powyższe pod uwagę można postawić hipotezę o negatywnym wpływie wygładzania zysków na wartość spółek notowanych na GPW w Warszawie.

### 3. Opis próby badawczej, źródła danych i definicje podstawowych zmiennych

Zasadnicza próba badawcza ogranicza się do spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2012–2016, jednak aby ukazać skalę wygładzania zysków przez te spółki na tle szerszej grupy, dodatkowo rozszerzono próbę o spółki notowane na giełdach pozostałych unijnych państw europejskich, zaliczanych do grupy rynków wschodzących.

Podstawowym źródłem informacji, na podstawie których przeprowadzone zostały badania empiryczne, stanowiła baza Capital IQ firmy Standard & Poors. Próbę porównawczą dla spółek notowanych na GPW tworzyły spółki giełdowe, dla których pierwotnym rynkiem notowań były giełdy zlokalizowane w kraju zaliczanym przez dostarczyciela bazy do grupy rynków wschodzących UE (12 państw, w tym Polska) oraz dodatkowo spełniały następujące kryteria:

- ich akcje notowane były w latach 2012–2016 tylko na głównym parkiecie giełdy zlokalizowanej w kraju siedziby spółki (eliminacja rynków alternatywnych, spółek notowanych poza granicami kraju siedziby spółki oraz tzw. *dual-listings*),
- ich przynależność branżową można było zidentyfikować na podstawie bazy, a głównym przedmiotem działalności nie było pośrednictwo finansowe.

Spośród wszystkich tak wyselekcjonowanych spółek (1133) w dalszych analizach uwzględnione zostały jedynie te spółki, które:

- stosowały w całym analizowanym okresie MSSF,
- wykazały średnią wartość aktywów na poziomie min. 10 mln dolarów (wg kursów historycznych),
- na podstawie danych ze sprawozdań finansowych ujętych w bazie Capital IQ można było wyznaczyć wartość wskaźnika EM1 na podstawie kompletnych danych z całego pięcioletniego okresu.

Ostateczna liczba spółek po uwzględnieniu powyższych kryteriów wyniosła 510 (po wyeliminowaniu obserwacji odstających poprzez wyeliminowanie 1% obserwacji o najwyższych i 1% o najniższych wskaźnikach EM1), z czego większość (300) to spółki notowane na GPW.

Stopień wygładzania zysków wyznaczano zgodnie z procedurą zaproponowaną przez Leuza, Nandę i Wysockiego (2003, s. 505) jako iloraz odchylenia standardowego wyniku operacyjnego spółki (EBIT) do odchylenia standardowego przepływów operacyjnych (OCF) i oznaczony symbolem EM1:

$$EM1 = \frac{\sigma(EBIT)}{\sigma(OCF)}.$$

Odchylenie standardowe wyników oraz przepływów wyznaczone zostało na podstawie rocznych wartości za pięcioletni okres obejmujący lata 2012–2016.

W celu określenia zależności między wartością spółek a stopniem wygładzania zysków posłużono się regresją wieloraką, w której parametry wyznaczane były na podstawie metody najmniejszych kwadratów. Zmienną objaśnianą w modelach regresji stanowił wskaźnik Q-Tobina, wyznaczony w uproszczony sposób jako stosunek wartości rynkowej aktywów do ich wartości księgowej, przy czym za wartość rynkową przyjęto sumę wartości księgowej aktywów (A) i różnicy pomiędzy rynkową kapitalizacją spółki (KAP) a wartością księgową kapitału własnego (KW):

$$Q = \frac{A + (KAP - KW)}{A}.$$

Wszystkie wartości (także zmiennych kontrolnych wykorzystywanych w analizie regresji) wyznaczano jako średnie z pięcioletniego okresu analizy (2012–2016).

#### **4. Wyniki badań empirycznych**

Szczegółowe dane na temat liczebności spółek notowanych na poszczególnych giełdach oraz mediany wskaźnika EM1 wyznaczonej dla spółek notowanych w poszczególnych państwach zaprezentowano w tabeli 1.

Dane w tabeli uszeregowane są według malejącego stopnia wygładzania zysków. Mediana wskaźnika EM1 dla spółek notowanych w Warszawie wyniosła 0,71 i niewiele różniła się od mediany dla całej grupy 510 spółek, która wyniosła 0,68. Dane pokazują, że w analizowanym okresie w największym stopniu zyski wygładzane były przez spółki notowane w Bułgarii (EM1 = 0,43), a w najmniejszym w Rumunii (EM1 = 0,9).

**Tabela 1**

Stopień wygładzania zysków w spółkach giełdowych państw unijnych zaliczanych do rynków wschodzących na podstawie mediany wskaźnika EM1 wyznaczonego w okresie 2012–2016

Państwo	Liczba obserwacji (N)	Udział (%)	EM1 – mediana
Bułgaria	31	6,1	0,43
Czechy	8	1,6	0,49
Słowenia	16	3,1	0,61
Chorwacja	58	11,4	0,62
Łotwa	9	1,8	0,63
Polska	300	58,8	0,71
Węgry	10	2,0	0,71
Malta	13	2,5	0,72
Słowacja	4	0,8	0,73
Estonia	14	2,7	0,80
Litwa	19	3,7	0,84
Rumunia	28	5,5	0,90
Razem	510	100,0	0,68

Źródło: opracowanie własne.

Warto nadmienić, że wnioski płynące z przeprowadzonych badań, porównane z wynikami badań prowadzonych na rynkach rozwiniętych, pozwalają stwierdzić, że polskie spółki giełdowe nie wygładzają zysków w stopniu istotnie różniącym się od przeciętnego. Dla porównania, wartość mediany wskaźnika EM1 wyznaczona w badaniach Leuza, Nandy i Wysockiego (2003) dla spółek amerykańskich (w latach 1990–1999) wyniosła 0,76, przy medianie dla całej próby wyznaczonej na podstawie spółek z 31 państw wynoszącej 0,54.

Wnioski płynące z powyższych porównań są zasadniczo zbieżne z wnioskami wynikającymi z badań Gajdki (2012, s. 303), z kolei wcześniejsze badania Wójtowicza (2010) sugerowały, że stopień kształtowania zysków przez polskie spółki należy uznać za jeden z wyższych w Europie. Należy jednak zaznaczyć, że cytowane badania nie dotyczyły obszaru wygładzania zysków, ale unikania wykazywania strat przez spółki giełdowe, traktowanego jako jeden z przejawów kształtowania zysków.

Stopień wygładzania zysków liczony na podstawie wskaźnika EM1 jest relatywnie mocno zróżnicowany w układzie branżowym. Spośród spółek notowanych na GPW w Warszawie najniższą medianę wskaźnika EM1 (najwyższy poziom wygładzania zysków) można było zaobserwować dla przedsiębiorstw użyteczności publicznej (EM1 = 0,56), z kolei

najwyższą (najniższy poziom wygładzania zysków) dla usług opieki medycznej ( $EM1 = 0,9$ ) oraz branży IT ( $EM1 = 0,89$ ).

W tabeli 2 zawarto wartości podstawowych miar statystycznych charakteryzujących próbę badawczą. Aby uniknąć zniekształceń w zakresie podstawowej analizowanej zależności między stopniem wygładzania zysków a wartością firmy, ograniczono próbę spółek poprzez odcięcie 1% obserwacji o największym i najmniejszym wskaźniku Q-Tobina. Tym samym statystyki opisowe zmiennych w ramach podstawowej próby badawczej bazują na 294 obserwacjach spółek notowanych w latach 2012–2016 na GPW w Warszawie, spełniających jednocześnie wszystkie przedstawione wcześniej kryteria.

**Tabela 2**

Statystyka opisowa zmiennych charakteryzujących podstawową próbę badawczą

Zmienna	N	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Maksimum	Minimum
EM1	294	0,90	0,71	0,79	5,39	0,07
Q-Tobina	294	1,28	1,08	0,76	5,66	0,34
Aktywa (mln zł)	294	1 892	316	6 635	62 586	33
BEP – Basic Earnings Power (EBIT/ Całkowita wartość aktywów) (%)	294	4,85	4,76	6,52	35,26	–24,78

Źródło: opracowanie własne.

Dane przytoczone w tabeli 2 wskazują na istotne zróżnicowanie spółek stanowiących próbę, mając na uwadze wszystkie analizowane zmienne. W próbie znalazły się spółki o bardzo zróżnicowanej skali działalności (aktywa od 33 mln zł do 62 mld zł), ale również istotnie zróżnicowane pod względem rentowności operacyjnej, wskaźnika Q-Tobina i samej zmiennej EM1, charakteryzującej stopień wygładzania zysków. Wszystkie analizowane zmienne, w tym skala wygładzania zysków oraz wskaźnik Q-Tobina, są mocno zróżnicowane w przekroju branżowym, co zaprezentowano w tabeli 3, dlatego na dalszym etapie badań przynależność branżową uwzględniono jako zmienną kontrolną.

Największy stopień wygładzania zysków zaobserwowano dla sektora użyteczności publicznej (mediana EM1 na poziomie 0,55), który charakteryzował się również najniższym wskaźnikiem Q-Tobina (0,74), przy jednocześnie najwyższej przeciętnej skali działalności (mediana aktywów przekraczająca 4 mld zł). Z kolei sektor usług opieki zdrowotnej charakteryzował najniższy stopień wygładzania zysków (mediana EM1 równa 1,01), najwyższy wskaźnik Q-Tobina (mediana na poziomie 2,23), jednak przy najniższej rentowności operacyjnej (mediana BEP na poziomie 1,51%) i najniższej skali działalności.

W badaniach empirycznych wykorzystano modele regresji wielorakiej w celu określenia zależności między stopniem wygładzania zysków a wartością firmy. Jako podstawowe zmienne kontrolne, które istotnie różnicują wartość wskaźnika Q-Tobina, wykorzystano: skalę działalności mierzoną logarytmem aktywów,  $LN(A)$ , rentowność operacyjną,



mierzoną wskaźnikiem *basic earning power* (BEP) oraz przynależność do poszczególnych wyodrębnionych wcześniej sektorów (zmienne binarne).

**Tabela 3**

Zróżnicowane sektorowe podstawowej próby badawczej

Sektor	N	EM1 (mediana)	Q-Tobina (mediana)	Aktywa (mln zł) (mediana)	BEP (mediana) (%)
Dobra konsumpcyjne (nie pierwszej potrzeby)	54	0,76	1,18	207,9	5,74
Dobra konsumpcyjne pierwszej potrzeby	24	0,62	1,39	363,9	4,39
Energia	8	0,74	1,32	2385,7	4,86
Opieka zdrowotna	13	1,01	2,23	145,2	1,51
Dobra przemysłowe	86	0,61	1,09	305,3	4,22
Technologia informacyjna	37	0,65	1,60	178,1	6,23
Materiały	37	0,88	1,21	577,6	5,43
Nieruchomości	20	0,65	0,96	818,7	2,39
Usługi telekomunikacyjne	5	0,89	0,86	530,6	2,35
Media (gaz, woda, prąd elektryczny)	10	0,55	0,74	4025,2	5,32
Razem	294	0,71	1,08	315,8	4,76

Źródło: opracowanie własne.

Syntetyczne wyniki analizy regresji zaprezentowano w tabeli 4. Dla ułatwienia interpretacji kierunku zależności wartości wskaźnika EM1 zostały przemnożone przez  $-1$ , zatem wzrost wartości tego wskaźnika w modelu regresji oznacza wzrost stopnia wygładzania zysków.

**Tabela 4**

Oszacowania parametrów regresji wskaźnika Q-Tobina względem stopnia wygładzania zysków w spółkach notowanych na GPW w Warszawie w latach 2012–2016

Zmienne/modele	1	2
Wyraz wolny	1,254*** (6,436)	0,692*** (2,824)
LN(A)	-0,075** (-2,536)	-0,037 (-1,193)
BEP	4,562*** (2,803)	4,750*** (3,344)
Zmienne kontrolne – przynależność sektorowa	NIE	TAK
EM1	-0,178** (-2,376)	-0,146** (-2,123)
N	294	294
Skorygowany R <sup>2</sup>	0,16	0,27

Liczba gwiazdek oznacza odpowiednio: \*\*\* istotność na poziomie 1%, \*\* istotność na poziomie 5%, \* istotność na poziomie 10%. W nawiasach podane są informacje o statystyce *t*-Studenta.

Źródło: opracowanie własne.

Uzyskane wyniki wskazują, że – po uwzględnieniu zmiennych kontrolnych – zależność między wskaźnikiem Q-Tobina a stopniem wygładzania zysków jest ujemna: spółki, które w większym stopniu wygładzają zyski charakteryzują się niższym wskaźnikiem Q-Tobina.

## Uwagi końcowe

Zaprezentowane w niniejszym artykule wyniki mogą stanowić argument w dyskusji o szkodliwości, z punktu widzenia wartości firmy, praktyki polegającej na kształtowaniu zysków firmy (manipulowania zyskami firmy). Kierunek zależności między EM1 a Q-Tobina stwierdzony odnośnie do spółek notowanych na GPW jest zgodny z wynikami uzyskanymi na innych rynkach. W szczególności można stwierdzić, że skala wygładzania zysków przez polskie spółki publiczne nie odbiega od średniej obserwowanej na innych rynkach Europy Środkowo-Wschodniej. Wyniki należy traktować jako wstęp do pogłębionych badań nad zjawiskiem kształtowania zysków. Warto by zwrócić uwagę na zależność między wartością spółki a poziomem wygładzania w odniesieniu do różnych grup spółek (spółki rodzinne, spółki o rozproszonej strukturze własności, spółki dokonujące kolejnych emisji akcji). W badaniach zastosowano tylko najbardziej popularny miernik wygładzania zysków; można jednak rozważyć zastosowanie także innych miar (np. korelację między poziomem tzw. *accruals* a przepływami operacyjnymi). Destrukcyjny charakter praktyki manipulowania zyskami powinien także skłaniać badaczy do stawiania coraz bardziej precyzyjnych pytań o czynniki i okoliczności skłaniające menedżerów do takich praktyk. Jak można sądzić, w związku z zaostżaniem wymogów dotyczących kontroli firm, czego przykładem jest uchwalona przez Kongres USA ustawa Sarbanesa Oxleya, większym zagrożeniem od manipulacji księgowych (*accrual-based earnings management*) stają się manipulacje rzeczywiste, w tym także wygładzanie rzeczywiste (*real smoothing*).

## Literatura

- Badertscher, B.A. (2011): Overvaluation and the Choice of Alternative Earnings Management Mechanisms. *The Accounting Review*, 5 (86), 1491–1518.
- Cohen, D.A., Zarowin, P. (2010). Accrual-based and Real Earnings Management Activities around Seasoned Equity Offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 1 (50), 2–19.
- Fudenberg D., Tirole J. (1995). A Theory of Income and Dividend Smoothing Based on Incumbency Rents, *Journal of Political Economy*, 1 (103), 75–93.
- Gajdka, J. (2012). Kształtowanie zysków w przedsiębiorstwach w kontekście kryzysu finansowego. *Finanse. Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 51, 303–311.
- Goel A.M., Thakor A.V. (2003). Why Do Firms Smooth Earnings? *The Journal of Business*, 1 (76), 151–192.
- Gopalan, R., Jayaraman, S. (2012). Private Control Benefits and earnings Management: Evidence from Insider Controlled Firms. *Journal of Accounting Research*, 1 (50), 117–157.
- Jewartowski, T. Kałdoński, M. (2015). Family Control and Debt When Dual-Class Shares Are Restricted: The Case of Poland. *Emerging Markets Finance and Trade*, 1 (51), 174–187.
- Leuz, Ch.N., D., Wysocki, P.D. (2003). Earnings Management and investor Protection: An International Comparison. *Journal of Financial Economics*, 3 (69), 505–527.

- Ronen, J., Yaari, V. (2008). *Earnings Management. Emerging Insights in theory, Practice, and Research*. New York: Springer.
- Wójtowicz, P. (2010). *Wiarygodność sprawozdań finansowych wobec aktywnego kształtowania wyniku finansowego*. Kraków: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego.

### CONSEQUENCES OF EARNINGS SMOOTHING FOR FORMATION OF COMPANIES VALUES IN THE WARSAW STOCK EXCHANGE

**Abstract:** *Purpose* – Earnings smoothing can be treated as an example of earnings management. Earnings management in the light of research results concerning mainly the US market has a negative impact on the value of companies that apply this treatment. The aim of the article is to verify the hypothesis about the negative impact of smoothing earnings on the value of companies listed on the emerging market, an example of which is the Warsaw Stock Exchange.

*Research methodology* – In order to determine the relationship between the value of companies and the degree of earnings smoothing a multivariate regression was used in which the parameters were determined on the basis of the least-squares method. which the parameters were determined on the basis of the least-squares method. The dependent variable (company's value proxy) was the Q-Tobin ratio. The degree of earnings smoothing was determined as the quotient of the standard deviation of the company's operating earnings (EBIT) to the standard deviation of operating cash flows (OCF).

*Results* – The obtained results indicate that – after taking into account the control variables – the relationship between Q-Tobin ratio and the degree of earnings smoothing is negative: companies that more smooth out earnings, are characterized by a lower Q-Tobin ratio.

*Originality/value* – The presented article may be treated as part of a wider research project on motives and consequences of earnings management in emerging markets. The value of this project lies in the fact that a preliminary attempt to investigate the relationship between earnings smoothing and company's value was made for companies listed on WSE. An attempt was made to answer the question whether relations observed in mature markets are also taking place on less developed markets, an example of which is the WSE.

**Keywords:** earnings smoothing, earnings management, Tobin's Q

### Cytowanie

- Mizerka, J. (2018). Konsekwencje wygładzania zysków dla kształtowania się wartości spółek na GPW. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 291–299. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-25.



## Wycena opcji parabolicznych przy wykorzystaniu transformaty Fouriera

Arkadiusz Orzechowski\*

**Streszczenie:** *Cel* – Analiza porównawcza alternatywnych sposobów wyceny, które mogą być wykorzystywane do określania wartości modelowych opcji parabolicznych.

*Metodologia badania* – Sprawdzenie dokładności i szybkości obliczeniowej metod BS, BS-FT1 i BS-FT2 z uwzględnieniem schematów numerycznych, które mogą być wykorzystane w procesie obliczeniowym.

*Wynik* – W warunkach słuszności założeń modelu F. Blacka i M. Scholesa trudno jest wykazać zasadność posługiwania się modelami BS-FT1 i BS-FT2. Ze względu jednak na ich uniwersalizm i elastyczność koncepcje te powinny być rozwijane.

*Oryginalność* – Nowy sposób wyceny opcji oparty na transformacie Fouriera może być wykorzystywany do wyceny różnych rodzajów instrumentów opartych na prawach pochodnych w różnych modelach wyceny opcji.

**Słowa kluczowe:** opcje paraboliczne, transformaty Fouriera, model Blacka-Scholesa

### Wprowadzenie

Opcje paraboliczne są pochodnymi instrumentami finansowymi, których profil wypłaty jest zmodyfikowany w stosunku do opcji waniliowych poprzez podniesienie do drugiej potęgi różnicy między ceną aktywa bazowego a ceną rozliczenia. Ze względu na to, że określenie wartości teoretycznych analizowanego rodzaju kontraktów może być dokonane na wiele sposobów, warto zastanowić się, który z nich jest najlepszy. Na szczególną uwagę zasługuje to, że przeprowadzana w tym celu analiza musi mieć charakter wieloaspektowy. Po pierwsze, trzeba rozstrzygnąć, czy porównywane metody wyceny są analityczne, np. metoda martyngałowa (Harrison, Krebs, 1979) i polegająca na rozwiązaniu równania różniczkowego cząstkowego drugiego rzędu (Black, Scholes, 1973), czy numeryczny, np. metody bazujące na transformacie Fouriera (Schmelzle, 2010), różnic skończonych (Brandimarte, 2006), *Monte Carlo* (Brandimarte, 2014). Po drugie, dokładnego ustalenia wymaga kwestia założeń, które muszą być spełnione, aby można było określić wartość modelową opcji, np. modele dyfuzyjne (Black, Scholes, 1973), skokowo-dyfuzyjne (Kou, 2002; Merton, 1976), czysto skokowe (Madan, Carr, Chang 1998; Madan, Milne, 1991; Barndorff-Nielsen, 1995; Rydberg, 1997; Carr, Geman, Madan, 2002), stochastycznej zmienności

---

\* dr Arkadiusz Orzechowski, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, al. Niepodległości 162, 02-554 Warszawa, e-mail: aorzec@sgh.waw.pl.

(Heston, 1993). Po trzecie, w przypadku niektórych metod wyceny konieczne wydaje się doprecyzowanie, jaka technika obliczeniowa jest stosowana w ramach wykorzystywanej metody wyceny, np. w przypadku numerycznego całkowania trzeba określić, czy obliczenia wykonywane są zgodnie ze schematem: trapezów, metody Newtona, Gaussa-Kronroda itd.

Celem niniejszego artykułu jest porównanie szybkości oraz dokładności obliczeniowej wyceny opcji parabolicznych w warunkach słuszności założeń modelu Blacka i Scholesa (1973). W tym celu wykorzystywana jest koncepcja bazująca na transformacie Fouriera.

Na początku artykułu prezentowany jest sposób wyceny opcji parabolicznych za pomocą podejścia martyngałowego zaimplementowanego z wyceny symetrycznych i asymetrycznych opcji potęgowych. Następnie wartość teoretyczna będących przedmiotem zainteresowania kontraktów jest określana przy wykorzystaniu dwóch konkurencyjnych podejść: pierwszej autorstwa J. Zhu (2000) oraz drugiej, autorskiej. Ostatecznie analizie poddawana jest szybkość i dokładność obliczeniowa każdego z uwzględnionych sposobów generowania wartości teoretycznych kontraktów, których profil wypłaty ma charakter paraboliczny.

## 1. Wycena opcji parabolicznych za pomocą metody martyngałowej

Opcje paraboliczne można wycenić na wiele sposobów. W tym celu wykorzystuje się zwykle lewarowane instrumenty finansowe bazujące na prawach pochodnych, które posiadają symetryczne lub asymetryczne profile wypłat. Jak zauważa A. Esser (2004), w pierwszym przypadku analizowane derywaty określane są mianem *powered options*, w drugim zaś *power options*. Ze względu na występowanie dźwigni (tym większej, im potęga zmieniająca profil wypłaty kontraktów jest wyższa), ważne jest określenie skali osiągniętych zysków lub strat w stosunku do opcji nieegzotycznych o identycznej charakterystyce.

Warto zauważyć, że opcje potęgowe, bez względu na to, jaki ich rodzaj jest rozpatrywany, mogą generować zarówno korzyści większe, jak i mniejsze od opcji waniliowych. W przypadku podmiotu zajmującego pozycję *long call*, ponadprzeciętne zyski możliwe są do osiągnięcia w sytuacji, gdy potęga uwzględniona w profilu wypłaty opcji jest wyższa od jedności. Gdy przyjmuje ona wartości z przedziału (0, 1), tego typu strategia nie stwarza okazji osiągnięcia zysków przekraczających poziom wynikający z kupna opcji kupna typu *plain vanilla* o takich samych parametrach<sup>1</sup>. Porównanie czterech podstawowych strategii dla opcji waniliowych i potęgowych w warunkach zerowej premii opcyjnej zawarto w tabeli 1.

---

<sup>1</sup> Z analizy eliminowane są opcje potęgowe o ujemnych potęgach.

**Tabela 1**

Porównanie możliwych zysków i strat w przypadku opcji potęgowych (w stosunku do opcji waniliowych o takich samych parametrach) w warunkach zerowej premii opcyjnej

	Wysokość potęgi	Zyski z pozycji <i>long call</i>	Straty z pozycji <i>short call</i>	Zyski z pozycji <i>long put</i>	Straty z pozycji <i>short put</i>
Opcje potęgowe symetryczne	(0, 1) >1	mniejsze większe	mniejsze większe	mniejsze większe	mniejsze większe
Opcje potęgowe asymetryczne	(0, 1) >1	mniejsze większe	mniejsze większe	mniejsze większe	mniejsze większe

Źródło: opracowanie własne.

O ile porównanie skali korzyści lub strat wynikających z kupna lub sprzedaży opcji jest zwykle istotne na wstępnym etapie budowania strategii inwestycyjnej, o tyle angażowanie posiadanych zasobów w praktyce wymaga umiejętności wyceny rozpatrywanych kontraktów. Ograniczając dalszą analizę wyłącznie do lewarowanych instrumentów finansowych o charakterze parabolicznym można stwierdzić, że podstawowy sposób ich wyceny, podobnie jak w przypadku symetrycznych i asymetrycznych opcji potęgowych, opiera się na metodzie martyngałowej. Zgodnie z nią cena sprawiedliwa opcji parabolicznych równa się wartości oczekiwanej (obliczanej względem pewnej miary martyngałowej) strumienia płatności określonego przez podniesioną do kwadratu różnicę między ceną rynkową instrumentu bazowego a poziomem rozliczenia kontraktów. Można to zapisać przy pomocy następującego wzoru:

$$C(S_0, 0) = e^{-rT} E^Q(((S_T - K)^2, 0)^+ | \Omega_0) \tag{1}$$

gdzie:  $S_0$  i  $S_T$  są cenami rynkowymi instrumentów bazowych odpowiednio w momentach wystawienia i wygaśnięcia opcji,  $K$  to poziom rozliczenia kontraktu,  $r$  jest stopą procentową wolną od ryzyka,  $e$  to stała Nepera,  $E^Q$  jest operatorem wartości oczekiwanej względem miary martyngałowej  $Q$ ,  $n$  jest potęgą, do której podnoszona jest wartość strumienia płatności  $S_T - K$ ,  $T$  jest momentem wygaśnięcia opcji, a  $\Omega_0$  utożsamiana jest z filtracją rozumianą jako historia notowań aktywa bazowego.

Zapisując formułę (1) w alternatywny sposób, tj.:

$$C(S_0, 0) = E^Q \left( e^{-rT} S_T^2 \mathbf{1}_{\{S_T > K\}} \right) - 2KE^Q \left( e^{-rT} S_T \mathbf{1}_{\{S_T > K\}} \right) + e^{-rT} K^2 E^Q \left( \mathbf{1}_{\{S_T > K\}} \right) \tag{2}$$

łatwo jest zauważyć, że wycena opcji parabolicznych w ramach metody martyngałowej może być dokonana na dwa sposoby.

Po pierwsze, można w tym celu wykorzystać zmodyfikowaną formułę na wartość teoretyczną asymetrycznych opcji potęgowych, tj.:

$$C(S_0, 0) = E^{\mathbb{Q}} \left( e^{-rT} S_T^2 \mathbf{1}_{\{S_T > K\}} \right) - e^{-rT} K^2 E^{\mathbb{Q}} \left( \mathbf{1}_{\{S_T > K\}} \right) - 2K \left( E^{\mathbb{Q}} \left( e^{-rT} S_T \mathbf{1}_{\{S_T > K\}} \right) - e^{-rT} K E^{\mathbb{Q}} \left( \mathbf{1}_{\{S_T > K\}} \right) \right) \quad (3)$$

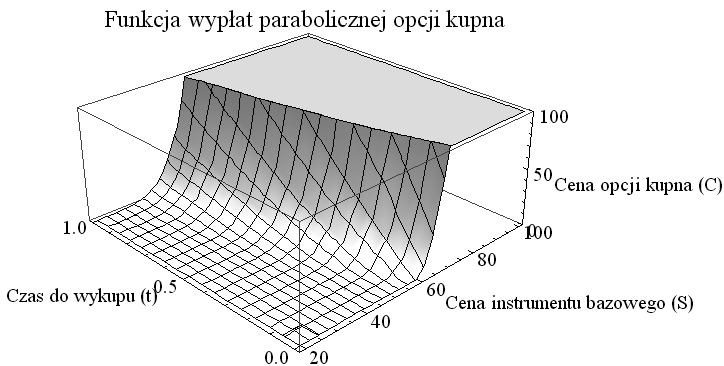
Po drugie, opcje paraboliczne mogą być traktowane jako szczególny przypadek symetrycznych opcji potęgowych (gdy potęga, do której podnoszona jest różnica między cenami aktywa bazowego i rozliczenia, jest równa dwa). Implikuje to słuszność wzorów (1 i 2).

Warto w tym momencie zauważyć, że powyższe rozważania mają charakter wyłącznie teoretyczny. Jak dowodzi bowiem R.C. Heynen i H.M. Kat (1996), na skutek zastosowania pierwszego podejścia generowana jest formuła określająca cenę modelową opcji parabolicznych przy wykorzystaniu trzech różnych dystrybuant. Bezpośrednią konsekwencją wykorzystania drugiego podejścia jest wygenerowanie następującego wzoru (metoda określana dalej jako BS):

$$C(S_0, 0) = \sum_{i=0}^2 (-1)^i \binom{2}{i} K^i S_0^{2-i} e^{(1-i)rT + (2-i)(1-i)\frac{1}{2}\sigma^2 T} \mathcal{N}(d + (2-i)\sigma\sqrt{T}) \quad (4)$$

w przypadku którego liczba dystrybuant koniecznych do policzenia nie ulega redukcji i tym samym nie zmniejsza nakładu obliczeniowego.

Rysunek 1, przedstawiający funkcję wypłaty parabolicznej opcji kupna typu europejskiego, jest przygotowany przy założeniu, że ceny aktywa bazowego znajdują się w przedziale od 20 do 100, poziom rozliczenia kontraktów wynosi 60, stopa procentowa wolna od ryzyka kształtuje się na poziomie 4%, a odchylenie standardowe stóp zwrotu z instrumentu podstawowego przyjmuje wartość 29%.



**Rysunek 1.** Funkcja wypłat parabolicznej opcji kupna typu europejskiego.

Źródło: opracowanie własne.



## 2. Wycena opcji parabolicznych przy wykorzystaniu transformaty Fouriera

Istnieje wiele sposobów wyceny opcji, w tym opcji parabolicznych, za pomocą transformaty Fouriera. Na potrzeby niniejszego podrozdziału porównywane są dwa z nich: pierwsze przedstawione m.in. przez J. Zhu (2000) oraz drugie, mające charakter autorski.

Podejście J. Zhu (2000) należy uznać za najbardziej intuicyjne. Wynika to stąd, że wykorzystuje się w nim prostą zależność z rachunku prawdopodobieństwa stanowiącą, że znajomość dystrybuanty zmiennej o rozkładzie normalnym pozwala wyznaczyć funkcję gęstości rozkładu prawdopodobieństwa, a w konsekwencji również parametry rozkładu, któremu ta zmienna podlega. Biorąc pod uwagę, że w formule (4) występuje dystrybuanta zmiennej o rozkładzie normalnym, łatwo można określić parametry rozkładu tej zmiennej a następnie wyznaczyć jej funkcję charakterystyczną, która przybiera następującą postać:

$$\phi(\xi) = e^{\mathbb{I}\xi \left( \ln(S_0) + \left( r - \frac{1}{2}\sigma^2 \right) T + (2-i)\sigma^2 T \right) - \frac{1}{2}\sigma^2 \xi^2 T} \quad (5)$$

gdzie:  $\mathbb{I}$  jest częścią urojoną liczby zespolonej,  $\xi$  jest stałą,  $\sigma$  to odchylenie standardowe stóp zwrotu z instrumentów podstawowych, natomiast wszystkie inne oznaczenia pozostają takie same jak poprzednio.

Dysponując funkcją charakterystyczną  $\phi(\xi)$ , łatwo można wyznaczyć odwrotną transformatę Fouriera. W tym celu wykorzystywany jest poniższy schemat:

$$\mathcal{FT} = \frac{1}{2} + \frac{1}{\pi} \int_0^\infty \Re \left[ \frac{e^{-\mathbb{I}\xi \ln(K)} \phi(\xi)}{\mathbb{I}\xi} \right] d\xi \quad (6)$$

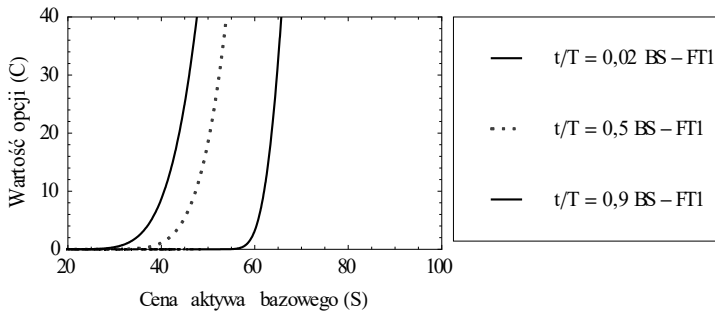
gdzie  $\Re[\cdot]$  to część rzeczywista funkcji podcałkowej.

Uzyskaną w ten sposób wielkość można podstawić w miejsce dystrybuanty do wzoru (4). Warto zauważyć, że wynik końcowy jest otrzymywany przy założeniu słuszności założeń modelu Blacka i Scholesa (1973). W konsekwencji podjętych czynności generowana jest cena teoretyczna parabolicznych opcji potęgowych, która jest zgodna z następującym wzorem (metoda oznaczana dalej jako BS-FT1):

$$C(S_0, 0) = \sum_{i=0}^2 (-1)^i \binom{2}{i} K^i S_0^{2-i} e^{(1-i)rT + (2-i)(1-i)\frac{1}{2}\sigma^2 T} \left( \frac{1}{2} + \frac{1}{\pi} \int_0^\infty \Re \left[ \frac{e^{-\mathbb{I}\xi \ln(K)} \phi(\xi)}{\mathbb{I}\xi} \right] d\xi \right) \quad (7)$$

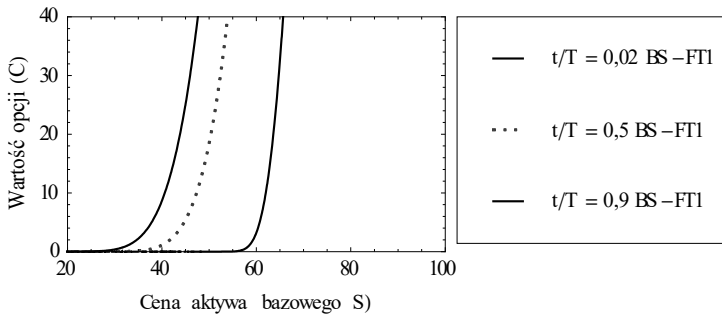
Nie sposób pominąć tego, że otrzymywane w ten sposób ceny opcji parabolicznych typu europejskiego mają charakter przybliżony. Związane jest to z koniecznością wykorzystania procedury numerycznego całkowania we wzorze (7). Mając to na uwadze, istotny wydaje się wybór takiego podejścia, które z jednej strony zapewnia wystarczającą precyzję generowanych wyników, z drugiej zaś jest wystarczająco szybkie.

Na potrzeby niniejszego opracowania do numerycznego całkowania zastosowano metody: trapezów, Newtona-Cotesa i Gaussa-Kronroda. Wszystkie obliczenia są wykonane przy założeniach identycznych jak w przypadku rysunku 1. Oznacza to, że ceny aktywa bazowego brane są z przedziału od 20 do 100, poziom rozliczenia kontraktów wynosi 60, stopa wolna od ryzyka przyjmuje wartość 4%, a odchylenie standardowe rentowności aktywa bazowego kształtuje się na poziomie 29%. Otrzymane wyniki przedstawione są na rysunkach 2–4.



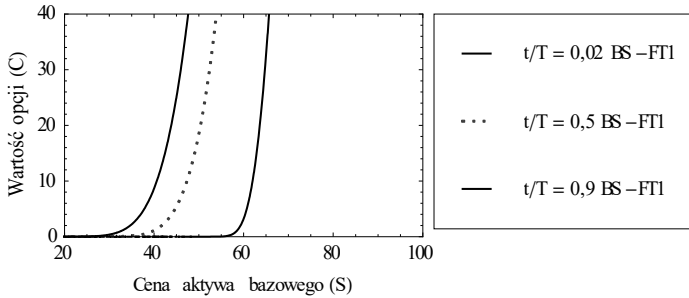
**Rysunek 2.** Funkcje wypłat parabolicznych opcji kupna typu europejskiego wyznaczone dla różnych okresów do wygaśnięcia kontraktów za pomocą metody BS-FT2 przy wykorzystaniu schematu numerycznego trapezów

Źródło: opracowanie własne.



**Rysunek 3.** Funkcje wypłat parabolicznych opcji kupna typu europejskiego wyznaczone dla różnych okresów do wygaśnięcia kontraktów za pomocą metody BS-FT2 przy wykorzystaniu schematu numerycznego Newtona-Cotesa

Źródło: opracowanie własne.



**Rysunek 4.** Funkcje wypłat parabolicznych opcji kupna typu europejskiego wyznaczone dla różnych okresów do wygaśnięcia kontraktów za pomocą metody BS-FT2 przy wykorzystaniu schematu numerycznego Gaussa-Kronroda

Źródło: opracowanie własne.

Analizując rysunki 2–4 łatwo zauważyć, że funkcje wypłat parabolicznych opcji kupna są w przybliżeniu takie same. W konsekwencji decyzja dotycząca wyboru najlepszej metody wykorzystywanej do numerycznego całkowania i w konsekwencji wyceny będących przedmiotem zainteresowania kontraktów, w dużym stopniu zależy od szybkości generowanych wyników.

Drugi sposób wyceny opcji parabolicznych typu europejskiego, który bazuje na transformacie Fouriera, ma charakter autorski. Wykorzystana w nim procedura jest wieloetapowa. Na początku, wzór (1) przekształcający jest do następującej postaci:

$$C(S_0, 0) = e^{-rT} \int_K^\infty (S_T - K)^2 Q(S_T | \Omega_0) dS_T \tag{8}$$

gdzie  $Q(S_T | \Omega_0)$  jest funkcją gęstości rozkładu prawdopodobieństwa zmiennej  $S_T$  przy filtracji  $\Omega_0$ .

Po rozpisaniu kwadratu różnicy i dokonaniu zamiany zmiennych zgodnie ze schematem:  $\ln S_T = s_T$  oraz  $\ln K = k$ , identycznie jak w podejściu G. Bakshi i D. Madana (2000), wyznaczana jest transformata Fouriera następującej całki:  $\int_k^\infty e^{2s_T} Q(s_T | \Omega_0) ds_T$ , tj.

$$\mathcal{FT}_1(\xi) = \frac{E(S_T^2) \phi(\xi - 2\mathbb{I})}{\phi(-2\mathbb{I}) \mathbb{I} \xi} \tag{9}$$

Następnie podobne czynności wykonywane są dla całek  $\int_k^\infty e^{s_T+k} \mathbb{Q}(s_T | \Omega_0)$  oraz  $\int_k^\infty e^{2k} \mathbb{Q}(s_T | \Omega_0)$ .

Pozwala to wygenerować następujące transformaty Fouriera:

$$\mathcal{FT}_2(\xi) = \frac{\phi(\xi - 2\mathbb{I})}{\mathbb{I}\xi + 1} \quad (10)$$

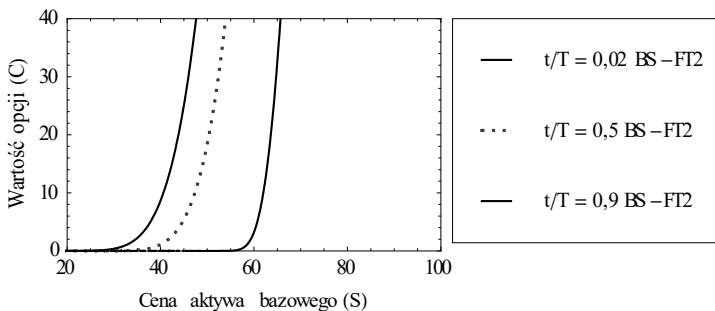
oraz

$$\mathcal{FT}_3(\xi) = \frac{\phi(\xi - 2\mathbb{I})}{\mathbb{I}\xi + 2} \quad (11)$$

Ostatecznie, wstawiając otrzymane wartości do wzoru (8) i obliczając odwrotną transformatę Fouriera, można otrzymać końcową formułę na wycenę opcji parabolicznych typu europejskiego. Przybiera ona poniższą postać (metoda oznaczana dalej jako BS-FT2):

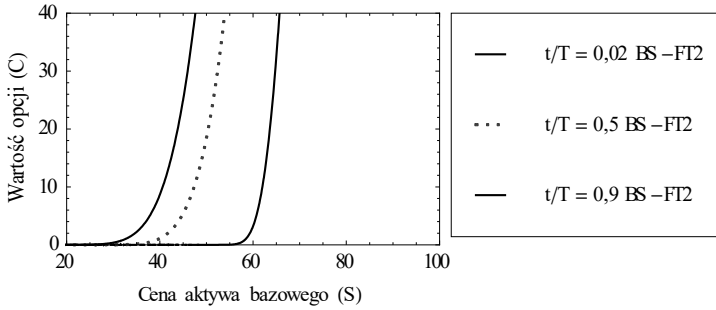
$$C(S_0, 0) = S_0^2 e^{rT + \sigma^2 T} \left( \frac{1}{2} + \frac{1}{\pi S_0^2 e^{2rT + \sigma^2 T}} \int_0^\infty \Re \left[ \frac{e^{-\mathbb{I}\xi k} \phi(\xi - 2\mathbb{I})}{\mathbb{I}\xi (\mathbb{I}\xi + 1)(\mathbb{I}\xi + 2)} \right] d\xi \right) \quad (12)$$

Łatwo dostrzec, że metoda BS-FT2 umożliwia przybliżenie wartości teoretycznych kontraktów lewarowanych o charakterze parabolicznym. Podobnie jak poprzednio, wskazane wydaje się sprawdzenie wpływu wykorzystywanych schematów numerycznych na zgodność generowanych wyników. Dalsza analiza w tej kwestii ograniczana jest do metod: trapezów, Newtona-Cotesa i Gaussa-Kronroda. Wszystkie obliczenia wykonywane są przy niezmiennych założeniach dotyczących: przedziału zmian cen aktywów bazowych, poziomu rozliczenia kontraktów, stopy wolnej od ryzyka i odchylenia standardowego rentowności aktywa bazowego. Rezultaty przeprowadzonych badań przedstawione są na rysunkach 5–7.



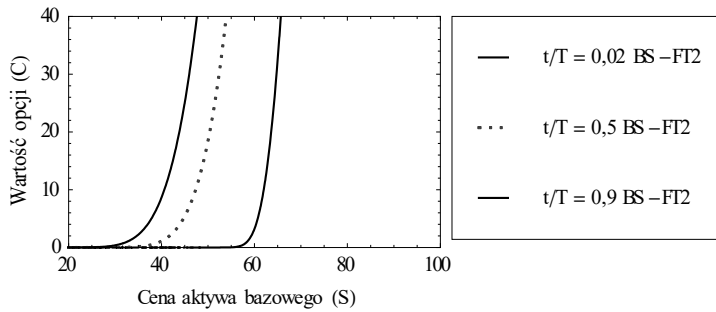
**Rysunek 5.** Funkcje wypłat parabolicznych opcji kupna typu europejskiego wyznaczone dla różnych okresów do wygaśnięcia kontraktów za pomocą metody BS-FT2 przy wykorzystaniu schematu numerycznego trapezów

Źródło: opracowanie własne.



**Rysunek 6.** Funkcje wypłat parabolicznych opcji kupna typu europejskiego wyznaczone dla różnych okresów do wygaśnięcia kontraktów za pomocą metody BS-FT2 przy wykorzystaniu schematu numerycznego Newtona-Cotesa

Źródło: opracowanie własne.



**Rysunek 7.** Funkcje wypłat parabolicznych opcji kupna typu europejskiego wyznaczone dla różnych okresów do wygaśnięcia kontraktów za pomocą metody BS-FT2 przy wykorzystaniu schematu numerycznego Gaussa-Kronroda

Źródło: opracowanie własne.

Na podstawie otrzymanych wyników można sformułować wniosek stanowiący, że zastosowane schematy numeryczne nie wpływają w istotny sposób na dokładność wyceny rozpatrywanych instrumentów finansowych. W konsekwencji za najważniejsze kryterium wyboru zarówno najlepszej metody określania wartości modelowych opcji parabolicznych, jak i najbardziej korzystnego schematu numerycznego wykorzystywanego w procesie wyceny, należy uznać szybkość obliczeniową.

### 3. Wycena opcji parabolicznych przy wykorzystaniu transformaty Fouriera

Sprawdzenie szybkości obliczeniowej wyceny opcji parabolicznych polega na obliczeniu czasu, jaki jest potrzebny do wyznaczenia wartości teoretycznych rozpatrywanych instrumentów finansowych. W tym celu wykorzystywany jest pakiet Mathematica 8.0 zainstalowany na komputerze z procesorem Intel i5-4210U CPU @ 1,70 GHz o pamięci RAM równej 6 GB. Dane wejściowe są identyczne z opisanymi wcześniej. Otrzymane wyniki zawarte są w tabelach 1 i 2.

**Tabela 1**

Szybkość generowania cen teoretycznych opcji parabolicznych (BS-FT1) w sekundach

	OTM ( $S_T = 55$ )	ATM ( $S_T = 60$ )	ITM ( $S_T = 65$ )
BS	0	0	0
BS-FT1 (metoda trapezów)	0,094	0,094	0,094
BS-FT1 (metoda Newtona-Cotesa)	0,031	0,031	0,031
BS-FT1 (metoda Gaussa-Kronroda)	0,015	0,016	0,016

Źródło: opracowanie własne.

**Tabela 2**

Szybkość generowania cen teoretycznych opcji parabolicznych (BS-FT2) w sekundach

	OTM ( $S_T = 55$ )	ATM ( $S_T = 60$ )	ITM ( $S_T = 65$ )
BS	0	0	0
BS-FT2 (metoda trapezów)	0,094	0,094	0,094
BS-FT2 (metoda Newtona-Cotesa)	0,031	0,031	0,032
BS-FT2 (metoda Gaussa-Kronroda)	0,015	0,016	0,016

Źródło: opracowanie własne.

Na podstawie otrzymanych wyników można sformułować trzy wnioski. Pierwszy z nich stanowi, że wykorzystanie metod wyceny opcji parabolicznych odwołujących się do procedury numerycznego całkowania, tj. BS-FT1 i BS-FT2, wiąże się zawsze z większym nakładem czasu potrzebnym do wygenerowania wyniku końcowego (w porównaniu do metody BS). Zgodnie z drugim wnioskiem, podejścia bazujące na transformacie Fouriera są porównywalne ze sobą pod względem szybkości obliczeniowej. Trzeci wniosek dotyczy natomiast dużego znaczenia wyboru schematu numerycznego wykorzystywanego do obliczania całek dla sprawności procesu wyceny opcji parabolicznych.

## Uwagi końcowe

Opcje paraboliczne zalicza się do lewarowanych instrumentów finansowych, których wartość zależna jest od notowań aktywów podstawowych. Analizowane kontrakty z jednej strony charakteryzują się mniejszą elastycznością w porównaniu do potęgowych opcji symetrycznych i asymetrycznych, z drugiej zaś proces ich wyceny wydaje się być prostszy i możliwy do zaimplementowania z przynajmniej dwóch innych rodzajów walorów bazujących na prawach pochodnych.

Poza wyceną opcji parabolicznych w artykule poruszone zostało również zagadnienie szybkości i dokładności obliczeniowej metod wykorzystywanych do wyceny instrumentów pochodnych. Spośród uwzględnionych metod na szczególną uwagę zasługują koncepcje odwołujące się do transformaty Fouriera (BS-FT1 i BS-FT2). Słuszność takiego poglądu znajduje potwierdzenie w dużym uniwersalizmie (metody te można wykorzystać w wielu rodzajach modeli wyceny opcji) i elastyczności (nie wszystkie schematy transformaty Fouriera zostały rozpoznane) prezentowanych podejść.

Pomimo że wyniki przeprowadzonych obliczeń wskazują na to, że modele BS-FT1 i BS-FT2 nie mogą stanowić interesującej alternatywy dla podejścia BS, to należy pamiętać, że zostało to wykazane tylko w warunkach słuszności założeń modelu Blacka i Scholesa (1973). Z tego powodu konieczne wydaje się prowadzenie dalszych badań nad efektywnością obliczeniową alternatywnych sposobów wyceny opcji, w szczególności w odniesieniu do modeli stochastycznej zmienności, np. modelu Hestona (1993). Schematy numeryczne wykorzystywane do obliczania przybliżonych wartości całek (wykorzystywanych w procesie wyceny opcji) stanowią istotne uzupełnienie przeprowadzanej analizy.

## Literatura

- Bakshi, G., Madan, D. (2000). Spanning and Derivative – Security Valuation. *Journal of Financial Economics*, 2 (55), 205–238. DOI: 10.1016/S0304-405X(99)00050-1.
- Barndorff-Nielsen, O.E. (1995). *Normal Inverse Gaussian Processes and the Modelling of Stock Returns*. University of Aarhus: Aarhus University Department Theoretical Statistics.
- Black, F., Scholes, M. (1973). The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy*, 3 (81), 637–654. doi: 10.1086/260062.
- Brandimarte, P. (2014). *Handbook in Monte Carlo Simulation: Applications in Financial Engineering, Risk Management, and Economics*. New York: John Wiley & Sons.
- Brandimarte, P. (2006). *Numerical Methods in Finance and Economics: a MATLAB®-Based Introduction*. New York: John Wiley & Sons.
- Carr, P., Geman, H., Madan, D.B., Yor M. (2002). The Fine Structure of asset Returns: An Empirical Investigation. *Journal of Business*, 2 (75), 305–332. DOI: 10.1086/338705.
- Esser, A. (2004). *Pricing in (In)complete Markets: Structural Analysis and Applications*. Berlin–Heidelberg: Springer-Verlag.
- Heynen, R.C., Kat, H.M. (2006). Pricing and Hedging Power Options. *Financial Engineering and the Japanese Markets*, 3 (3), 253–261.
- Harrison, M., Kreps, D. (1979). Martingales and Multiperiod Securities Markets. *Journal of Economic Theory*, 20, 381–408.

- Heston, S. (1993). A Closed-Form Solution for Options with Stochastic Volatility with Applications to Bond and Currency Options. *The Review of Financial Studies*, 2 (6), 327–343. DOI: 10.1093/rfs/6.2.327.
- Kou, S. (2002). Jump-Diffusion Model for Option Pricing, *Management Science*, 8 (48), 1086–1101. DOI: 10.1287/mnsc.48.8.1086.166.
- Madan, D., Carr, P., Chang, E. (1998). The Variance Gamma Process and Option Pricing. *European Finance Review*, 1 (2), 79–105. DOI: <https://doi.org/10.1023/A:1009703431535>.
- Madan, D.B., Milne, F. (1991). Option Pricing with VG Martingale Components. *Mathematical Finance*, 1 (4), 39–55. DOI: 10.1111/j.1467-9965.1991.tb00018.x.
- Merton, R.C. (1976). Option Pricing when Underlying Stock Returns are Discontinuous. *Journal of Financial Economics 1–2* (3), 125–144. DOI: 10.1016/0304-405X(76)90022-2.
- Rydberg, T.H. (1997). The Normal Inverse Gaussian Levy Process: Simulation and Approximation. *Communication in Statistics Stochastic Models*, 4 (13), 887–910. DOI: 10.1080/15326349708807456.
- Schmelzle, M. (2010). Option Pricing Formulae Using Fourier Transform: Theory and Application. Pobrano z: <http://pfdintegral.com> (22.04.2018).
- Zhu, J. (2000). *Modular Pricing of Options: An Application of Fourier Analysis*. Berlin–Heidelberg: Springer-Verlag.

### PRICING PARABOLA OPTIONS USING FOURIER TRANSFORM

**Abstract:** *Purpose* – Comparative analysis of alternative methods of pricing options which allows to determine the value of parabolic options.

*Design/methodology/approach* – Investigating computational accuracy and speed of BS, BS-FT1 and BS-FT2 methods with different numerical schemes that can be used in the calculation process.

*Findings* – Under assumptions of the Black-Scholes model it is hard to prove superiority of the BS-FT1 and BS-FT2 models. However, due to their universalism and flexibility, these concepts should be developed.

*Originality/value* – A new option pricing method based on the Fourier transform can be used to value various types of derivatives in various option pricing models.

**Keywords:** parabola options, Fourier transform, Black-Scholes model

### Cytowanie

- Orzechowski, A. (2018). Wycena opcji parabolicznych przy wykorzystaniu transformaty Fouriera. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 301–312. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-26.



# Zróznicowanie determinant wypłaty dywidendy przez przemysłowe spółki notowane na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2001–2017

Aleksandra Pieloch-Babiarz\*

**Streszczenie:** *Cel* – Celem artykułu jest wykazanie zróżnicowanej roli i znaczenia mikro- i makroekonomicznych czynników kształtujących wypłatę dywidendy przez przemysłowe spółki notowane na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

*Metodologia badania* – W przeprowadzonych badaniach empirycznych nad efektami działania przemysłowych spółek notowanych na GPW w latach 2001–2017 wykorzystano przekrojowo-czasowy logistyczny model regresji (łącznie 2209 obserwacji), współczynnik *pseudo-R*<sup>2</sup> oraz test istotności różnic *t*-Studenta i test Cochra-na-Coxa.

*Wynik* – Wypłata dywidendy zależała głównie od czynników mikroekonomicznych, a szczególnie od rentowności aktywów całkowitych i wypłaty dywidendy w latach ubiegłych, zaś w mniejszym stopniu warunkowana była czynnikami makroekonomicznymi. Prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy wzrastało wraz ze wzrostem dynamiki PKB, dynamiki nakładów inwestycyjnych, dynamiki indeksu WIG i wzrostem wartości PMI.

*Oryginalność/wartość* – Wartością dodaną artykułu jest wypełnienie luki w literaturze przedmiotu przez przedstawienie wyników badań empirycznych zawierających relatywnie szersze spektrum determinant z uwzględnieniem w analizie ilościowych i jakościowych czynników makroekonomicznych.

**Słowa kluczowe:** dywidenda, spółki przemysłowe, makroekonomiczne determinanty polityki dywidendy, Gielda Papierów Wartościowych w Warszawie

## Wprowadzenie

Wraz z rozwojem Gieldy Papierów Wartościowych w Warszawie obserwuje się ciągle zwiększanie liczby spółek wypłacających dywidendę. Szybki wzrost liczby spółek, które przeznaczają inwestorom giełdowym określoną część zysku netto, jest wyrazem realizacji przez nie wielu zróżnicowanych celów i zadań zorientowanych m.in. na pomnażanie wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Skala, formy i sposoby wypłaty dywidendy zdeterminowane są wieloma czynnikami, które nie mają jednolitego charakteru, podobnej siły i efektów oddziaływania. Zasadniczo można powiedzieć, że politykę wypłat dywidendy kształtują

---

\* dr Aleksandra Pieloch-Babiarz, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, ul. Rewolucji 1905 r. nr 41, 90-214 Łódź, e-mail: [apieloch@uni.lodz.pl](mailto:apieloch@uni.lodz.pl).

zarówno czynniki mikroekonomiczne, jak i makroekonomiczne, które wzajemnie się splatają i tworzą wraz ze społecznymi i politycznymi determinantami określony system uwarunkowań jej realizacji.

W światowej i polskiej literaturze przedmiotu można znaleźć zróżnicowane i bogate badania dotyczące przede wszystkim czynników mikroekonomicznych. Badania te prezentowane są zarówno w opracowaniach zagranicznych (m.in. Frankfurter, Wood, 2002; DeAngelo, DeAngelo, 2007; Eije, Megginson, 2008; Jacob, Jacob, 2010; Swanson, Krishnan, 2014), jak i krajowych (m.in. Kowerski, 2011; Jabłoński, Kuczowic, 2016; Wyrobek, 2016; Pieloch-Babiarz, 2017c). W większości prac przytaczanych autorów zawarte są trzy rodzaje determinant wypłaty dywidendy (tj. determinanty mikro- i makroekonomiczne oraz rynkowe), które nie tworzą jednolitego zbioru zmiennych objaśniających. Należy wskazać, że analiza czynników mikroekonomicznych wypłaty dywidendy odnosi się głównie do rentowności i płynności finansowej (Bukalska, 2013), zadłużenia, dojrzałości przedsiębiorstwa i jego możliwości inwestycyjnych, wielkości spółki (Pieloch-Babiarz, 2016) oraz struktury akcjonariatu (Wypych, 2015; Pieloch-Babiarz, 2017b). W grupie czynników makroekonomicznych znajdują się takie zmienne, jak: koniunktura gospodarcza (Kowerski, 2011, s. 269; Gajdka, 2013, s. 143), polityka podatkowa (Jacob, Jacob, 2010, s. 30), system prawny i monetarny (Eije, Megginson, 2008, s. 363). Natomiast analizy czynników rynkowych wypłaty dywidendy mają bardzo zróżnicowany charakter i odmienne źródła zainteresowania polityką realizacji tych wypłat. Należą do nich m.in. preferencje inwestorów krótkoterminowych (French Varson, Moon, 2005, s. 361) i długoterminowych (Gajdka, 2013, s. 130), premia dywidendowa (Baker, Wurgler, 2004, s. 271), oczekiwania wzrostu gospodarczego przez inwestorów (Gajdka, 2013, s. 143) i kształtowania się wysokości przyszłych dywidend na poziomie zbliżonym do ich wartości historycznych (Fisher, Statman, 2000, s. 72).

Istniejąca dysproporcja rezultatów analizy mikro- i makroekonomicznych determinant wypłat dywidendy przez spółki publiczne zachęca do przeprowadzenia szerszych badań empirycznych nad uwarunkowaniami decyzji o wypłatach dywidendy.

Zasadniczym celem niniejszego artykułu jest wykazanie roli i znaczenia mikro- i makroekonomicznych czynników wypłaty dywidendy przez przemysłowe spółki publiczne notowane na GPW w Warszawie w latach 2001–2017. Cel ten jest realizowany przez empiryczną weryfikację hipotezy badawczej stwierdzającej, że czynniki mikroekonomiczne w sposób silniejszy niż czynniki makroekonomiczne wpływają na wypłatę dywidendy przez przemysłowe spółki publiczne w Polsce.

## **1. Makroekonomiczne determinanty wypłaty dywidendy – przegląd wybranych analiz**

Postawiona hipoteza badawcza wynika z faktu, że większość rozważań nad strategiami podziału zysku netto na część pozostawioną w przedsiębiorstwie i część przekazaną właścicielom w formie dywidendy koncentruje się na wewnętrznych uwarunkowaniach prowadzenia

spółek (w głównej mierze na ich sytuacji ekonomiczno-finansowej), pomijając zazwyczaj zewnętrzne czynniki determinujące funkcjonowanie przedsiębiorstwa w złożonym i dynamicznym otoczeniu. Wydaje się, że to otoczenie zewnętrzne dalsze (makrootoczenie) może mieć szczególnie istotny wpływ na podejmowanie decyzji z zakresu podziału zysku netto, gdyż – jak twierdzi Kowerski (2011, s. 166) – w sposób pierwotny determinuje ono politykę dywidendy przedsiębiorstw. Należy jednak zaznaczyć, że siła i kierunek wpływu czynników makroekonomicznych na prawdopodobieństwo i wysokość wypłaty dywidendy nie są ewidentnie określone, a wyniki przeprowadzonych badań nie dostarczają jednoznacznych osądów w tym zakresie (zob. tab. 1).

Przywołując wyniki badań empirycznych Kowerskiego przeprowadzone na spółkach warszawskiego parkietu w latach 1996–2009 (Kowerski, 2011, s. 267–303) wskazać można, że otrzymany przez tego autora tzw. optymalny model decyzji o wypłacie dywidendy składał się z 9 zmiennych objaśniających. Spośród nich aż 8 zmiennych opisywało czynniki mikroekonomiczne (tj. rentowność spółki, wielkość spółki, możliwości inwestycyjne, dojrzałość spółki, dźwignię finansową, ryzyko inwestycyjne). Z kolei tylko jedna zmienna objaśniająca opisywała makroekonomiczne uwarunkowania wypłaty dywidendy, a był nią współczynnik preferencji podatkowych dla dywidend w roku  $t$ . W optymalnym modelu nie znalazły się zatem zmienne opisujące zmiany sytuacji gospodarczej, zmiany na rynku kapitałowym, wahania kursów walut czy nastroje gospodarcze.

Badania nad czynnikami warunkującymi skłonność spółki do wypłaty dywidendy przeprowadziła również Wyrobek (2016, s. 139), która do badań włączyła spółki notowane na GPW w latach 1994–2008. Autorka ta skupiła się na badaniu prawdopodobieństwa wypłaty dywidendy w zależności od sytuacji finansowej przedsiębiorstwa (łącznie 56 zmiennych mikroekonomicznych). Do badań włączyła także 8 zmiennych makroekonomicznych, takich jak: zmiana średniego poziomu cen dóbr konsumpcyjnych w danym roku, przyrost PKB, przyrost produkcji sprzedanej, przyrost spożycia prywatnego, inwestycje zagraniczne, poziom stopy lombardowej, wysokość podatku od dywidendy oraz poziom indeksu WIG na koniec roku. Jednakże żadna ze zmiennych opisujących uwarunkowania makroekonomiczne nie okazała się być istotną statystycznie (Wyrobek, 2016, s. 157–161).

Z kolei badania przeprowadzone przez Jabłońskiego i Kruczowica (2016, s. 79), poświęcone wybranym czynnikom makroekonomicznym, oparte zostały na analizie korelacji przyrostu PKB, stopy inwestycji i wskaźnika nastrojów gospodarczych (PMI) z wysokością wypłacanej dywidendy przez 48 spółek notowanych na warszawskiej giełdzie w latach 2002–2013. Przeprowadzono je z wykorzystaniem współczynnika korelacji liniowej Pearsona. Badania tych autorów wykazały występowanie braku istotnej korelacji między czynnikami makroekonomicznymi a wysokością wypłacanej dywidendy.

**Tabela 1**

Dodatnia i ujemna zależność korelacyjna między wybranymi makroekonomicznymi determinantami a wypłatą dywidendy przez spółki giełdowe

Determinanty wypłaty dywidendy	Wyniki badań zależności korelacyjnej	
	dodatnia	ujemna
Sytuacja gospodarcza w kraju i w sektorze	Kowerski (2011, s. 166) stwierdza, że w okresie dobrej koniunktury gospodarczej decyzje o wypłatach dywidendy zapadają częściej. Zarządy spółek bardziej optymistycznie postrzegają bowiem przyszłe możliwości kontynuacji wypłaty dywidendy w kolejnych latach. Booth i Zhou (2008) zwrócili uwagę na strukturę rynku, wykazując, że im większa koncentracja sektora, tym częściej mają miejsce wypłaty dywidendy.	Gajdka (2013, s. 143) zauważa, że jeżeli inwestorzy dostrzegają duże możliwości wzrostu gospodarczego, to prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy będzie niższe. Natomiast w przypadku spowolnienia gospodarczego inwestorzy będą preferowali wypłatę dywidendy względem pozostawienia zysku netto w spółce w celach inwestycyjnych. Również Brav, Graham, Harvey i Michaely (2008, s. 483) twierdzą, że inwestorzy są skłonni zaakceptować niskie dywidendy w przypadku wysokich stóp inwestycji.
Inflacja	Badania przeprowadzone przez Jabłońskiego i Kuczowica (2016, s. 83) nie potwierdziły tezy, że wzrost inflacji powinien skutkować zatrzymaniem zysków w spółce. Przeprowadzone przez nich analizy wykazały wystąpienie dodatniej, choć słabej korelacji między wysokością wypłacanej dywidendy a poziomem inflacji. Autorzy nie znaleźli jednak jednoznacznego uzasadnienia otrzymanych wyników badań.	Wzrost liczby przedsiębiorstw wypłacających dywidendę powinien być obserwowany w przypadku, gdy inflacja jest niska. Wzrost stopy inflacji sprzyja wypłatom dywidendy. Skousen (2011) wskazuje, że wraz ze wzrostem inflacji ma miejsce—zaprzestanie wypłat dywidendy i zwiększenie inwestycji rzeczowych, co pozwolić ma na zachowanie realnej wartości kapitału spółki.
Stopa opodatkowania	Black (1976, s. 634) twierdzi, że spółki wypłacają dywidendy niezależnie od wysokości ich opodatkowania. Przyczyn takiego postępowania upatruje się nie tylko w teorii nieistotności dywidendy Millera i Modiglianego, ale także w teorii lekkości dywidendy Lerner'a i polityce częściowych dopasowań dywidendy.	Jacob i Jacob (2010, s. 30) twierdzą, że to nie stopa opodatkowania dywidendy, a relacja opodatkowania dywidendy do opodatkowania zysków kapitałowych ma wpływ na decyzje dywidendowe spółek. Prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy jest tym większe, im mniejsze jest względne opodatkowanie dywidendy.
Koniunktura giełdowa i preferencje inwestorów	Skłonność spółek do wypłaty dywidendy wzrasta wraz z polepszeniem się koniunktury na rynku kapitałowym (Kowerski, 2011, s. 282). Ponadto prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy wzrasta, gdy inwestorzy giełdowi wyżej wyceniają spółki płacące dywidendę zarówno względem spółek niewypłacających dywidendy (Baker, Wurgler, 2004, s. 271), jak i spółek nabywających akcje własne (Pieloch-Babiarz, 2017a, s. 675).	Fuller i Goldstein (2011, s. 457) twierdzą, że w latach dekonunktury giełdowej skłonność spółek do wypłaty dywidendy powinna wzrastać, gdyż inwestorzy preferują wtedy spółki dywidendowe, co uwidacznia się w ich wyższej wycenie rynkowej. Wypłata dywidendy w okresach bessy pozwala też zmniejszyć percepcję straty akcjonariusza. Dywidenda ma wówczas wyższą wewnętrzną wartość niż ta wypłacona w okresie hossy.
System prawny i monetarny	Determinanty te rozpatrywane są jedynie w przypadku badań o charakterze międzynarodowym. Eije i Megginson (2008, s. 363) udowodnili, że prawdopodobieństwo wypłat dywidendy jest wyższe w państwach o zwykajowym systemie prawnym niż w państwach o kontynentalnym systemie prawnym. Dodatkowo autorzy ci wykazali, że spółki z państw ze strefy euro są mniej skłonne do wypłaty dywidendy.	Wyniki badań zaprezentowane przez innych autorów (Jacob, Jacob, 2010, s. 30) wykazują, że większa skłonność spółek do wypłaty dywidendy ma miejsce w stanowionym systemie prawnym ( <i>civil law</i> ) niż zwyczajowym systemie prawnym ( <i>common law</i> ).

Źródło: opracowanie własne.

## 2. Opis próby badawczej i zastosowanej metody badań

Przeprowadzone badania empiryczne objęły 191 przedsiębiorstw przemysłowych, które notowane były na warszawskiej giełdzie w latach 2001–2017. Jednakże z tej grupy badawczej wykluczono 7 spółek z uwagi na niemożliwość pozyskania danych finansowych niezbędnych do zweryfikowania empirycznego postawionej hipotezy badawczej. Spośród 184 badanych spółek 140 jednostek gospodarczych (tj. 76,09%) wypłaciło dywidendę przynajmniej raz w całym okresie badawczym. Spółki te zrealizowały w badanym okresie 853 wypłat dywidendy. Z uwagi, że wraz z rozwojem warszawskiej giełdy wzrastała liczba spółek przyjętych do analizy w każdym roku (z 74 spółek w 2001 r. do 161 spółek w 2017 r.), badania przeprowadzono z wykorzystaniem przekrojowo-czasowego zbioru danych, w którym poszczególne jednostki nie muszą się powtarzać, a każdą obserwację traktuje się jako oddzielną jednostkę. Uzyskany zbiór danych składał się zatem z 2209 obserwacji (zob. tab. 2).

**Tabela 2**

Liczba przypadków wypłat dywidendy ( $D_t$ ) i braku wypłat dywidendy ( $ND_t$ ) przez przedsiębiorstwa przemysłowe w latach 2001–2017

Spec.	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Razem
$D_t$	24	19	30	35	43	41	39	44	44	41	53	63	69	78	80	76	74	853
$ND_t$	50	60	55	61	60	73	83	85	99	109	101	96	91	84	82	80	87	1356
Razem	74	79	85	96	103	114	122	129	143	150	154	159	160	162	162	156	161	2209

Źródło: opracowanie własne na podstawie Notoria Serwis; StockWatch.pl.

Weryfikacja hipotezy badawczej przebiegła z wykorzystaniem przekrojowo-czasowego logistycznego modelu regresji dla zmiennej dychotomicznej (Stanisz, 2007b, s. 220). Model ten określono następującym wzorem:

$$P(Y_{it} = 1) = \frac{e^{\alpha_0 + \sum_{j=1}^{19} \alpha_j X_{j, it-1} + \sum_{k=18}^{21} \alpha_k X_{k, it}}}{1 + e^{\alpha_0 + \sum_{j=1}^{19} \alpha_j X_{j, it-1} + \sum_{k=18}^{21} \alpha_k X_{k, it}}}$$

gdzie:  $Y_{it}$  – zmienna objaśniana przyjmująca wartość 1 w przypadku, gdy  $i$ -ta spółka wypłaciła dywidendę w roku  $t$  oraz wartość 0 w przypadku, gdy dywidenda nie była wypłacona w roku  $t$ ;  $X_{j, it-1}$  – wartość  $j$ -tej zmiennej objaśniającej dla  $i$ -tej spółki w roku  $t - 1$ ;  $X_{k, it-1}$  – wartość  $k$ -tej zmiennej objaśniającej dla  $i$ -tej spółki w roku  $t$ ;  $\alpha_1, \dots, \alpha_{21}$  – parametry strukturalne modelu.

Za zmienne objaśniające przyjęto łącznie 21 zmiennych (zob. tab. 3), a ich wyboru dokonano zgodnie z najczęściej wskazywanymi w literaturze determinantami wypłat dywidendy. Wśród nich znalazło się 9 podstawowych zmiennych mikroekonomicznych (reprezentujących rentowność, płynność finansową, zadłużenie, wielkość i możliwości inwestycyjne przedsiębiorstw), jak również 12 zmiennych makroekonomicznych (reprezentujących sytuację

gospodarczą w kraju, sytuację na rynku kapitałowym, politykę podatkową w zakresie dochodów z inwestycji i nastroje gospodarcze).

**Tabela 3**

Charakterystyka mikro- i makroekonomicznych zmiennych objaśniających w logistycznym modelu regresji

Spec.	Zmienna	Symbol	opis zmiennej objaśniającej w logistycznym modelu regresji
Zmienne mikroekonomiczne	$X_{1,t-1}$	$ROA_{t-1}$	współczynnik rentowności aktywów całkowitych $i$ -tej spółki w roku $t-1$
	$X_{2,t-1}$	$ROE_{t-1}$	współczynnik rentowności kapitałów własnych $i$ -tej spółki w roku $t-1$
	$X_{3,t-1}$	$CR_{t-1}$	współczynnik płynności bieżącej $i$ -tej spółki w roku $t-1$
	$X_{4,t-1}$	$QR_{t-1}$	współczynnik płynności szybkiej $i$ -tej spółki w roku $t-1$
	$X_{5,t-1}$	$DR_{t-1}$	współczynnik ogólnego zadłużenia $i$ -tej spółki w roku $t-1$
	$X_{6,t-1}$	$DE_{t-1}$	współczynnik zadłużenia kapitału własnego $i$ -tej spółki w roku $t-1$
	$X_{7,t-1}$	$\ln ASS_{t-1}$	wielkość $i$ -tej spółki w roku $t-1$ mierzona logarytmem aktywów całkowitych
	$X_{8,t-1}$	$\Delta ASS_{t-1}$	dynamika aktywów całkowitych w roku $t-1$
	$X_{9,t-1}$	$DIV_{t-1}$	zmienna 0-1 przyjmująca wartość 1 w przypadku, gdy spółka wypłaciła dywidendę w roku $t-1$ oraz wartość 0 w przypadku, gdy w roku $t-1$ dywidenda nie była wypłacona
Zmienne makroekonomiczne	$X_{10,t-1}$	$\Delta PKB_{t-1}$	dynamika PKB w cenach stałych w roku $t-1$
	$X_{11,t-1}$	$\Delta INV_{t-1}$	dynamika nakładów inwestycyjnych w cenach stałych w roku $t-1$
	$X_{12,t-1}$	$\Delta EXP_{t-1}$	dynamika eksportu w cenach stałych w roku $t-1$
	$X_{13,t-1}$	$\Delta IMP_{t-1}$	dynamika importu w cenach stałych w roku $t-1$
	$X_{14,t-1}$	$DOL_{t-1}$	oficjalny kurs dolara według NBP na koniec roku $t-1$
	$X_{15,t-1}$	$EUR_{t-1}$	oficjalny kurs euro według NBP na koniec roku $t-1$
	$X_{16,t-1}$	$\Delta INF_{t-1}$	zmiana poziomu cen w cenach stałych na koniec roku $t-1$
	$X_{17,t-1}$	$\Delta WIG_{t-1}$	dynamika indeksu WIG w roku $t-1$
	$X_{18,t-1}$	$TR_t$	zmienna 0-1 przyjmująca wartość 0 w latach 2001–2003 (stopa opodatkowania dywidendy $t_d = 16\%$ względem stopy opodatkowania zysków kapitałowych $t_{zk} = 0\%$ ) oraz wartość 1 w latach 2004–2017 (kiedy $t_d = t_{zk} = 19\%$ )
	$X_{19,t-1}$	$TPR_t$	współczynnik preferencji podatkowych dla dywidendy względem zysków kapitałowych w roku $t$ obliczany według wzoru $(1-t_d)/(1-t_{zk})$
	$X_{20,t}$	$06ESI_t$	wartość indeksu nastrojów gospodarczych ( <i>economic sentiment indicator</i> ) w czerwcu (w miesiącu, w którym najczęściej zapadają decyzje o wypłacie dywidendy) w roku $t$
$X_{21,t}$	$06PMI_t$	wartość wskaźnika <i>purchasing managers index</i> polskiego sektora przemysłowego w czerwcu w roku $t$ ; jest on kalkulowany na podstawie pięciu subindeksów: nowych zamówień, produkcji, zatrudnienia, czasu dostaw i zapasów pozycji zakupionych. każda wartość pmi powyżej 50,0 oznacza poprawę warunków w sektorze przemysłu	

Źródło: opracowanie własne.

Ocenę wpływu zmiennych objaśniających na zmianę prawdopodobieństwa wystąpienia wypłaty dywidendy przeprowadzono w kilku etapach. W pierwszej kolejności zbadano istotność różnic średnich wartości zmiennych dla spółek wypłacających i niewypłacających dywidendy z wykorzystaniem testu  $t$ -Studenta dla zmiennych niepowiązanych, a w przypadku braku jednorodności wariancji posłużono się alternatywnym testem Cochran-Coxa

(Stanisz, 2006a, s. 223). W kolejnym etapie oszacowano przekrojowo-czasowy model regresji logistycznej wyłączając z niego zmienne objaśniające silnie ze sobą skorelowane i zmienne nieistotne statystycznie na poziomie istotności  $p = 0,05$ . W ten sposób, tworząc modele hierarchiczne, otrzymano dwa najlepiej dopasowane modele o najwyższych wartościach współczynnika *pseudo-R*<sup>2</sup> McFaddena (Stanisz, 2006b, s. 251).

Badania przeprowadzono z wykorzystaniem danych finansowych pochodzących z bazy danych Notoria Serwis, danych makroekonomicznych zaczerpniętych z GUS-u, wysokości PMI polskich spółek przemysłowych pochodzących z portalu Bankier.pl, informacji o rynku kapitałowym uzyskanych z InfoStrefy oraz serwisu StockWatch.pl. W kalkulacjach posłużono się pakietem statystycznym Statistica i programem Excel.

### 3. Rezultaty badań empirycznych

Ocena istotności różnic średnich wartości zmiennych przyjętych do analizy wykazała, że spółki wypłacające dywidendę (853 przypadki) i niewypłacające dywidendy (1356 przypadków) różnią się istotnie pod wieloma względami. Istotne statystycznie różnice zaobserwowano nie tylko w przypadku zmiennych mikroekonomicznych dotyczących sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, ale także wśród zmiennych makroekonomicznych obrazujących sytuację i nastroje gospodarze w skali kraju.

Analiza danych empirycznych wykazała, że spółki wypłacające dywidendę okazały się być bardziej rentowne względem przedsiębiorstw, w których dywidenda nie była wypłacana. Istotne statystycznie różnice zaobserwowano zarówno w przypadku rentowności aktywów całkowitych (średnia wartość ROA dla spółek dywidendowych wyniosła 6,7%, a dla spółek niewypłacających dywidendy ukształtowała się na poziomie 2,5%), jak i rentowności kapitału własnego (odpowiednio 10,9 i 4,9%). Ponadto spółki wypłacające dywidendę charakteryzowały się relatywnie wyższą płynnością finansową, a różnice średnich wartości współczynnika płynności bieżącej (odpowiednio 1,773 i 1,366) i szybkiej (odpowiednio 1,209 i 0,864) były istotne statystycznie na przyjętym poziomie istotności. Spółki te były również mniej zadłużone w relacji do spółek niewypłacających dywidendy. Średnie wartości współczynnika ogólnego zadłużenia wyniosły 0,360 i 0,438, a różnica ich wysokości była istotna statystycznie. Natomiast w przypadku współczynnika zadłużenia kapitału własnego różnica ta nie była istotna statystycznie. Spółki wypłacające dywidendy były spółkami nieco większymi od spółek niewypłacających dywidendy, na co wskazuje średnia wartość logarytmu z sumy bilansowej (odpowiednio ok. 13 i 12). W grupie badanych spółek średnie wartości dynamiki przyrostu aktywów całkowitych były zbliżone w obu grupach analizowanych przedsiębiorstw (odpowiednio 1,063 i 1,077), jednak ich różnice nie były istotne statystycznie. Poza tym decyzja o dywidendzie zapadała znacznie częściej w przypadku spółek, które dokonały jej wypłaty w latach poprzednich (zob. tab. 4).

**Tabela 4**

Wyniki testu *t*-Studenta istotności różnic średnich wartości zmiennych objaśniających dla spółek przemysłowych wypłacających i niewypłacających dywidendy w latach 2001–2017

	Spec.	$\bar{x}_{Dt}$	$\bar{x}_{NDt}$	<i>t</i>	p-value	$\sigma_{Dt}$	$\sigma_{NDt}$	<i>F</i>	p-value
Zmienne mikroekonomiczne	ROA <sub>i,t-1</sub>	0,067	0,025	-13,094	0,000	0,046	0,050	1,177	0,088
	ROE <sub>i,t-1</sub>	0,109	0,049	-10,349	0,000	0,073	0,095	1,677	0,000
	CR <sub>t-1</sub>	1,773	1,366	-8,976	0,000	0,803	0,591	1,850	0,000
	QR <sub>t-1</sub>	1,209	0,864	-9,417	0,000	0,687	0,444	2,391	0,000
	DR <sub>t-1</sub>	0,360	0,438	7,654	0,000	0,145	0,158	1,186	0,074
	DE <sub>t-1</sub>	1,474	1,439	-1,345	0,179	0,432	0,357	1,459	0,000
	LnASS <sub>t-1</sub>	12,904	12,011	-9,961	0,000	1,572	1,182	1,767	0,000
	ΔASS <sub>t-1</sub>	1,063	1,077	1,631	0,103	0,110	0,151	1,885	0,000
Zmienne makroekonomiczne	DIV <sub>t-1</sub>	0,734	0,150	-22,333	0,000	0,443	0,357	1,538	0,000
	ΔPKB <sub>t-1</sub>	1,602	1,438	-12,860	0,000	0,099	0,230	5,407	0,000
	ΔINV <sub>t-1</sub>	1,607	1,397	-11,985	0,000	0,109	0,323	8,803	0,000
	ΔEXP <sub>t-1</sub>	3,200	2,643	-12,156	0,000	0,448	0,799	3,179	0,000
	ΔIMP <sub>t-1</sub>	2,371	2,029	-11,696	0,000	0,271	0,515	3,589	0,000
	DOL <sub>t-1</sub>	3,333	3,341	0,304	0,761	0,347	0,459	1,754	0,000
	EUR <sub>t-1</sub>	4,119	4,189	5,741	0,000	0,101	0,248	6,100	0,000
	ΔINF <sub>t-1</sub>	1,014	1,021	6,227	0,000	0,019	0,019	1,043	0,648
	ΔWIG <sub>t-1</sub>	1,080	1,084	0,298	0,766	0,176	0,263	2,237	0,000
	TR <sub>t</sub>	1,000	0,906	-6,122	0,000	0,000	0,291	0,000	1,000
	TPR <sub>t</sub>	1,000	0,986	-6,122	0,000	0,000	0,044	0,000	1,000
	06ESI <sub>t</sub>	96,729	95,496	-3,291	0,001	4,916	6,009	1,494	0,000
06PMI <sub>t</sub>	51,504	50,557	-5,014	0,000	2,007	3,110	2,401	0,000	

Źródło: opracowanie własne na podstawie Notoria Serwis; GUS; Bankier.pl; InfoStrefa.

Na podjęcie decyzji o wypłacie dywidendy istotny wpływ miały nie tylko uwarunkowania finansowe przedsiębiorstwa, ale również sytuacja gospodarcza. Zaobserwowano, że analizowane spółki wypłacały dywidendę wtedy, gdy sytuacja gospodarcza w kraju ulegała poprawie. Dla spółek wypłacających dywidendę średnia wartość dynamiki PKB w cenach stałych wyniosła 1,603 była wyższa niż w przypadku spółek niewypłacających dywidendy (1,438). Istotnie statystycznie różnice zaobserwowano także w przypadku dynamiki nakładów inwestycyjnych (średnie wartości wyniosły odpowiednio 1,607 i 1,438), dynamiki eksportu (3,200 i 2,643) i dynamiki importu (2,371 i 2,029). Spółki decydowały się na wypłatę dywidendy w okresach, gdy kurs złotego umacniał się (choć w przypadku kursu dolara różnice okazały się być nieistotne statystycznie), a poziom cen był niski (średnia wartość zmian poziomu cen wyniosła odpowiednio 1,014 i 1,021). Natomiast średnie wartości dynamiki indeksu WIG dla dwóch badanych grup spółek były podobne (wyniosły ok. 1,08). Zaobserwowano także istotne statystycznie różnice dotyczące opodatkowania dochodów z inwestycji. Spółki chętniej wypłacały dywidendę po zrównaniu stopy opodatkowania dywidendy i zysków kapitałowych (sytuacja ta może być także związana z innymi



czynnikami, tj. np. rozwojem rynku kapitałowego, rozwojem spółek). Co więcej, w przypadku spółek wypłacających dywidendy średnie wartości indeksów obrazujących nastroje gospodarcze były wyższe i istotnie różne od średnich wartości tych indeksów dla spółek niewypłacających dywidendy. Dla spółek dywidendowych średnie wartości indeksu nastrojów gospodarczych ukształtowały się na poziomie około 97,0 i były wyższe niż w spółkach niewypłacających dywidendy (ok. 95,5). Z kolei wartości wskaźnika PMI wyniosły odpowiednio około 51,5 i 50,6.

Ocenę wpływu wybranych mikro- i makroekonomicznych czynników na wypłatę dywidendy zbadano z wykorzystaniem modeli logistycznych. W drodze budowy modeli hierarchicznych otrzymano dwa najlepiej dopasowane modele logistyczne (parametry przy wszystkich zmiennych objaśniających były istotne statystycznie na poziomie istotności  $\alpha = 0,05$ ). Wyniki estymacji parametrów tych modeli, określonych jako Model 1 i Model 2, przedstawiono w tabeli 5. Oszacowane modele wskazują, że wypłaty dywidendy zależały przede wszystkim od czynników mikroekonomicznych, zaś czynniki makroekonomiczne miały na nie dużo mniejszy wpływ. W obu modelach znalazły się te same cztery zmienne mikroekonomiczne (tj. rentowność aktywów całkowitych, płynność finansowa mierzona współczynnikiem płynności bieżącej, wielkość przedsiębiorstwa obliczana jako logarytm aktywów całkowitych oraz zmienna zero-jedynkowa obrazująca wypłatę dywidendy w poprzednich latach) i tylko jedna zmienna makroekonomiczna, którą była dynamika PKB. Ponadto wartości parametrów przy zmiennych objaśnianych wskazują, że czynniki mikroekonomiczne wpływają na wypłatę dywidendy silniej niż czynniki makroekonomiczne.

Zgodnie z Modelem 1, na decyzje o wypłacie dywidendy miały wpływ cztery czynniki mikroekonomiczne i trzy czynniki makroekonomiczne. Badania wykazały, że największy wpływ na wypłatę dywidendy miał wzrost rentowności aktywów całkowitych (parametr przy zmiennej ROA wyniósł 13,705). Analizowane spółki częściej wypłacały dywidendę wraz ze wzrostem wartości współczynnik płynności bieżącej (parametr przy CR ukształtował się na poziomie 0,821) i wielkość przedsiębiorstwa (wartość parametru przy zmiennej LnASS wyniosła 0,4491), jak również w przypadku, gdy spółka wypłaciła dywidendę w poprzednim roku (parametr przy tej zmiennej wyniósł 2,337). Z kolei wśród zmiennych makroekonomicznych znalazły się w tym modelu: dynamika PKB, nakładów inwestycyjnych i indeksu WIG (oszacowane wartości parametrów modelu były przy tych zmiennych dodatnie i wyniosły odpowiednio: 0,077, 0,191 i 1,132). Wartość współczynnika *pseudo-R*<sup>2</sup> wyniosła 0,463, a istotna statystycznie wartość współczynnika  $\chi^2$  świadczyła o wniesieniu przez model dodatkowych informacji względem modelu z wyrazem wolnym.

Natomiast w Modelu 2 na zmiany decyzji o wypłacie dywidendy miało wpływ sześć zmiennych (cztery mikroekonomiczne i dwie makroekonomiczne). W tym modelu wartości parametrów przy mikroekonomicznych zmiennych objaśniających kształtowały się podobnie jak w Modelu 1. Otrzymane wyniki potwierdziły, że prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy wzrastało najbardziej wraz ze wzrostem rentowności aktywów całkowitych (parametr przy ROA ukształtował się na poziomie 13,687). Ponadto analizowane spółki

**Tabela 5**

Wyniki estymacji parametrów w logitowych modelach wypłaty dywidendy przez spółki przemysłowe w latach 2001–2017

Spec.	$\alpha_i$	t	p-value	$\chi^2_{\text{Wald}}$	p-value	$\chi^2$	p-value	$R^2_{\text{McFadden}}$
Model 1								
Stała	-42,082	-4,736	0,000	22,429	0,000			
ROA <sub>t-1</sub>	13,705	6,317	0,000	39,899	0,000			
CR <sub>t-1</sub>	0,821	5,277	0,000	27,851	0,000			
LnASS <sub>t-1</sub>	0,491	6,019	0,000	36,231	0,000			
DIV <sub>t-1</sub>	2,337	11,715	0,000	137,247	0,000	586,405	0,000	0,463
$\Delta$ PKB <sub>t-1</sub>	0,077	6,497	0,000	42,210	0,000			
$\Delta$ INV <sub>t-1</sub>	0,191	2,677	0,008	7,166	0,007			
$\Delta$ WIG <sub>t-1</sub>	1,132	2,283	0,023	5,210	0,022			
Model 2								
Stała	-17,394	-7,098	0,000	50,381	0,000			
ROA <sub>t-1</sub>	13,687	6,247	0,000	39,029	0,000			
CR <sub>t-1</sub>	0,788	5,074	0,000	25,746	0,000			
LnASS <sub>t-1</sub>	0,489	5,992	0,000	35,907	0,000	435,044	0,000	0,393
DIV <sub>t-1</sub>	2,332	11,785	0,000	138,896	0,000			
$\Delta$ PKB <sub>t-1</sub>	0,023	2,242	0,025	5,028	0,025			
06PMI <sub>t</sub>	0,091	2,078	0,038	4,317	0,038			

Źródło: opracowanie własne na podstawie Notoria Serwis; GUS; Bankier.pl; InfoStrefa.

chętniej wypłacały dywidendę w przypadku wzrostu płynności finansowej i wielkości przedsiębiorstwa (odpowiednio 0,788 i 0,489). Również nie bez znaczenia okazała się być wypłata dywidendy w poprzednich latach (wartość parametru przy zmiennej DIV wyniosła 2,332), a więc spółki, które wypłaciły dywidendę w danym roku, częściej kontynuowały ją w kolejnych latach. Poza tym prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy wzrastało wraz ze wzrostem dynamiki PKB (wartość parametru przy  $\Delta$ PKB to 0,023), jak i zależało od nastrojów gospodarczych mierzonych wskaźnikiem PMI (0,091). Zauważyć należy, że wartość współczynnika  $\chi^2$  tego modelu była istotna statystycznie, a wartość *pseudo-R*<sup>2</sup> ukształtowała się na poziomie 0,393.

### Uwagi końcowe

W siedemnastoletnim okresie badawczym liczba spółek przemysłowych wypłacających dywidendę wzrosła ponad trzykrotnie. W pierwszym roku analizy na wypłatę dywidendy zdecydowała się co trzecia spółka, podczas gdy w ostatnich latach poddanych badaniu – co druga. Na zwiększenie liczebności spółek wypłacających dywidendę miało wpływ wiele zróżnicowanych czynników. Badania wykazały, że wśród nich dominowały czynniki mikroekonomiczne, które silniej niż czynniki makroekonomiczne wpływały na decyzje

dywidendowe przedsiębiorstw przemysłowych. Głównym czynnikiem wpływającym na wypłatę dywidendy była rentowność aktywów całkowitych, a istotny wpływ na podjęcie decyzji o wypłacie dywidendy miała także jej wypłata w poprzednich latach. Prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy wzrastało także wraz ze wzrostem płynności finansowej i wielkości przedsiębiorstwa.

Wśród makroekonomicznych czynników warunkujących decyzje o wypłacie dywidendy znalazły się przede wszystkim: dynamika PKB, dynamika nakładów inwestycyjnych oraz wysokość wskaźnika PMI polskiego sektora przemysłowego. Wzrost wartości tych zmiennych objaśniających skutkował zwiększeniem prawdopodobieństwa wypłaty dywidendy. Na skłonność spółki do wypłaty dywidendy miała również wpływ sytuacja na rynku kapitałowym. Przeprowadzone badania wykazały, że wraz ze wzrostem dynamiki indeksu WIG, spółki wykazywały większą skłonność do wypłaty dywidendy.

Przedstawione powyżej wnioski dotyczą wyłącznie przedsiębiorstw przemysłowych notowanych na GPW w Warszawie i nie mogą być generalizowane bez znaczącego rozszerzenia badań z zastosowaniem również innych metod i technik analiz ekonomicznych.

## Literatura

- Baker, M., Wurgler, J. (2004). Appearing and Disappearing Dividends: the Link to Catering Incentives. *Journal of Financial Economics*, 73 (2), 271–288.
- Bankier.pl. Pobrano z: <https://www.bankier.pl/gospodarka/wskazniki-makroekonomiczne/pmi-polska-pol> (10.02.2018).
- Black, F. (1976). The Dividend Puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 2, 5–8.
- Booth, L., Zhou J. (2008). Market Power and Dividend Policy: A Risk Based Perspective. Pobrano z: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1296940](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1296940) (15.02.2018).
- Brav, A., Graham, J.R., Harvey, C.R., Michaely, R. (2005). Payout Policy in the 21st Century. *Journal of Financial Economics*, 77 (3), 483–527.
- Bukalska, E. (2013). Rentowność i płynność a dywidendy i wykupy akcji. *Zarządzanie i Finanse*, 2, 31–42.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. (2007) Payout Policy Pedagogy: What Matters and Why. *European Financial Management*, 13, 11–27.
- Eije, H., Megginson, W.L. (2008). Dividends and Share Repurchases in European Union. *Journal of Financial Economics*, 89 (2), 347–374.
- Fisher, K.L., Statman, M. (2000). Cognitive Biases In Market Forecast. *Journal of Portfolio Management*, 27 (1), 72–81.
- Frankfurter, G.M., Wood, B.G. (2002) Dividend Policy Theories and Their Empirical Tests. *International Review of Financial Analysis*, 11, 111–38.
- French, D.W., Varson, P.L., Moon, K.P. (2005). Capital Structure and the Ex-Dividend Day Return. *The Financial Review*, 40, 361–379.
- Fuller, K., Goldstein, M. (2011). Do Dividends Matter More in Declining Markets? *Journal of Corporate Finance*, 17, 457–473.
- Gajdka, J. (2013). *Behawioralne finanse przedsiębiorstw*. Łódź: Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.
- GUS. Pobrano z: <http://bdm.stat.gov.pl> (29.01.2018).
- InfoStrefa. Pobrano z: <http://infostrefa.com/infostrefa/pl/index> (9.01.2018).
- Jabłoński, B., Kuczowic, J. (2016). Makroekonomiczne determinanty polityki dywidend. *Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, 288, 77–89.
- Jacob, M., Jacob, M. (2010). Taxation, Dividends and Share Repurchases: Taking Evidence Global. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48 (4), 1241–1269.
- Kowerski, M. (2011). *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*. Kraków–Rzeszów–Zamość: Konsorcjum Akademickie.

- Notoria Serwis. Pobrano z: <https://www-lemis-1com-100418av9257c.han3.lib.uni.lodz.pl> (5.02.2018).
- Pieloch-Babiarz, A. (2016). Neoclassical and Behavioral Determinants of Dividend Payout Policy. W: A. Jaki, T. Rojek (red.), *Effectiveness and Competitiveness of Modern Business* (s. 241–254). Cracow: Foundation of the Cracow University of Economics.
- Pieloch-Babiarz, A. (2017a). Determinants of Payout Policy and Investment Attractiveness of Companies Listed on the Warsaw Stock Exchange. *Equilibrium. Quarterly Journal of Economics and Economic Policy*, 12 (4), 675–691.
- Pieloch-Babiarz, A. (2017b). Koncentracja własności i kontroli a wypłaty dywidendy pieniężnej w spółkach przemysłowych notowanych na GPW w Warszawie. *Folia Oeconomica. Acta Universitatis Lodzensis*, 1 (327), 75–92.
- Pieloch-Babiarz, A. (2017c). Wyniki ekonomiczne a atrakcyjność inwestycji w akcje spółek wypłacających dywidendę i nabywających akcje własne. *Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, 322, 151–167.
- Skousen, M. (2011). *Struktura produkcji. Gięda, kapitał, konsumpcja*. Warszawa: Fijorr Publishing.
- Stanisz, A. (2006a). *Przystępny kurs statystyki z zastosowaniem STATISTICA PL na przykładach z medycyny. Tom 1. Statystyki podstawowe*. Kraków: StatSoft Polska.
- Stanisz, A. (2006b). *Przystępny kurs statystyki z zastosowaniem STATISTICA PL na przykładach z medycyny. Tom 2. Modele i nieliniowe*. Kraków: StatSoft Polska.
- StochWatch.pl. Pobrano z: <https://www.stockwatch.pl/dywidendy/> (10.02.2018).
- Swanson, Z., Sivarama, V. (2014). Determinants of Dividend Payout. *International Journal of Business, Accounting, & Finance*, 8 (2), 111–119.
- Wypych, M. (2015). Koncentracja własności a wypłata dywidendy na przykładzie przemysłowych spółek giełdowych. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 73, 783–792.
- Wyrobek, J. (2016). *Determinanty polityki dywidendy spółek giełdowych w Polsce*. Warszawa: Texter.

#### DIVERSIFICATION OF THE DETERMINANTS OF DIVIDEND PAYOUT BY INDUSTRIAL COMPANIES LISTED ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE IN THE YEARS 2001–2017

**Abstract:** *Purpose* – The aim of the paper is to show the diversified role and importance of micro- and macroeconomic factors affecting the dividend payments conducted by industrial companies listed on the Warsaw Stock Exchange.

*Design/methodology/approach* – The empirical research was carried out on industrial companies listed on the WSE in the years 2001–2017. The research method was a cross-temporal logistic regression model (2209 observations), as well as *pseudo-R*<sup>2</sup> coefficient, *t*-Student test and Cochran-Cox test.

*Findings* – Dividend payment depended mainly on microeconomic factors, in particular on the return on total assets and dividend payment in previous years, and to a lesser extent it was conditioned by macroeconomic factors. The probability of dividend payment increased along with the increase of GDP growth, the dynamics of investment expenditures, the dynamics of WIG index and the increase of PMI.

*Originality/value* – The added value of the article is to fill the gap in the literature by presenting the results of empirical studies containing a relatively broader spectrum of determinants, including quantitative and qualitative macroeconomic factors in the analysis.

**Keywords:** dividend, industrial companies, macroeconomic determinants of dividend policy, the Warsaw Stock Exchange

#### Cytowanie

- Pieloch-Babiarz, A. (2018). Zróżnicowanie determinant wypłaty dywidendy przez przemysłowe spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2001–2017. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 313–324. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-27.

## Effect Momentum Evidence from Advance Emerging Markets

Błażej Podgórski\*

**Abstract:** *Objective* – The momentum effect (Czekaj et al., 2014) is one of the most recognizable anomalies on the capital market. Based on the observed effect it is recommended to invest in shares that in the medium term (from 3 to 12 months) were characterized by the high growth of prices and it is worth selling discount securities. There are two hypotheses stated in the article: *Momentum effect occurs on the analysed market, The momentum effect can be the basis for building a profitable investment strategy.*

*Research/methodology* – Three methods verified the hypotheses: tests of differences, average and median rate of return, and dynamic models panelled with the estimation of parameters and generalized method of moments

*Results* – There is some evidence that the momentum effect exists on the Polish market, but it is the result of lower losses of winners' portfolio and is visible only for short-term investment horizons. The contrarian effect appears in the case of longer observations and investment horizons.

*Originality/value* – In the presented paper the author tries to examine that the anomaly that exists on the Warsaw Stock Exchange (WSE), one of the biggest emerging markets of the European Union. In a lot of research the WSE is classified as an advanced emerging market. The next important issue is the period of twenty years after the economic transformation in Poland. The last one is a wide range of research methods.

**Keywords:** effect momentum, advance emerging market, anomalies

### Introduction

The momentum effect (Czekaj et al., 2014) is one of the most recognizable anomalies on the capital market. Based on the observed effect it is recommended to invest in shares that in the medium term (from 3 to 12 months) were characterized by the high growth of prices and it is worth selling discount securities. According to that assumption, the portfolio review should take place within 3 to 12 months.

The anomaly was discovered by Jegadeesh and Timan (1993) (JT), who built 32 different strategies that were combinations of the duration and investment period, as well as reaction time. Both periods of observation and investment were between one to four quarters. The division also included the time needed for investors to occupy positions and so 16 strategies involved an immediate response, and the other 16 were provided with a weekly delay. All of the analysed portfolios were characterized by positive return rates. The authors assumed that the portfolio which provides the most information and is the most representative

---

\* Błażej Podgórski Ph.D., Koźmiński University, Department of Finance, Warsaw 03-301, 57 Jagiellońska street, e-mail: bpodgorski@alk.edu.pl.

is the portfolio built on a period of six months of being observed and a six-month investment horizon with an immediate response. The result of the investment was an average annual return rate of 12.01%, which was characterized by a statistical significance. Therefore, they put a special emphasis on its analysis, for example they divided the population into deciles, due to the size of the company and the monthly return rate. Moreover, for the strategy (6-6) they also analysed the dependence of the return risk on risk. The important conclusion is the fact that the return rate from the extreme deciles was comparable. Within the six-month portfolio and the six-month period of investment, they also analysed the division which covers the seasonal distribution of the return rates. What is important for further analysis was that the strategies launched in January were not effective.

## 1. Literature review

The analysis of the described anomaly were also conducted in developed European countries (Rouwenhorst, 1998b), in the G7 group (Bacmann, Dubois, Isakov, 2001), in 20 important stock markets on every continent (Chan et al., 2000) and in 18 stock markets of developed countries from North America, Europe, Asia and Australia (Du, 2008). All the mentioned scientists confirmed the existence of the anomaly.

Among the publications describing the existence of the momentum effect it is possible to find papers that refer to the strategy of the conceptions presented by behavioural finances. One of the first publications from that field is the study of Moskowitz and Grinblatt (1999) (MG). Except for the element of behavioural finances, the study implemented an analysis of the momentum effect considering the industry. Grinblatt and Han (2002) were examining the investors' rationality.

The effectiveness of investment strategies built on the basis of the momentum effect is also examined in the context of the economic situation. The phenomenon of large price increases which are independent from fundamental values is observed in the *bull* market periods. It is confirmed by the earlier cited result of a study that in the period of the dot-com bubble that even the information of the companies with similar names caused price changes in the prices of other companies. One of the first studies in this field was the previously mentioned analysis of Bacmann and others (2001). In the same direction follow the analysis of Cooper and others (2004), Grobys (2014), as well as Galasriotis et al. (2014). The study of Galasriotis extends the examined problem to explain the issue on the level of behavioural finance.

Two analyses of the momentum effect provided by Szyszka (2006) and Czekaj (2014) were conducted on the Polish market. The analyses took place in 2006 and they showed the effectiveness of the momentum strategy. Moreover, as the author of the study claims, the anomaly on the Polish market was stronger than in the mature markets. However, due to the immaturity of the Polish market and the lack of the possibility to conduct a short sale

in the analysed period, the momentum effect was merely an illusory source of return, and thus the existing anomaly could not be corrected by the market participants. The study conducted in 2014 provides particularly relevant arguments in the discussion of the existence of the momentum effect. An analysis of the difference in cumulative return rates for the winning and losing stock portfolios indicates an increase in the effectiveness of the strategy from 1996 to 2006 and then their decline. The authors of the study in 2014, concluding their conclusions, state that the momentum effect on the Polish market does not provide any evidence that the hypothesis of information effectiveness is negative. However, this study leaves some insufficiency due to the fact that only simple statistical methods were used during the examination.

## **2. Methodology and sample**

The analysis of the momentum effect was examining the portfolios' return rates of the win and lost shares. 10% shares of the highest return rates' companies were taken as the winners and 10% shares of the lost return rates' companies were taken as the lowest return rates. The study which followed the work of Jegadeesh and Titman (1993) was performed for various combinations of months observations and investments. The considered periods of the return rated' observation were one, three, six, nine and twelve months. Similarly the investment periods range from one to twelve months. According to this assumption the first hypothesis was formulated: *Momentum effect occurs on the analysed market.*

The presence of an anomaly does not provide the opportunity for its application in the terms of creating a profitable strategy thus the second hypothesis states: *The momentum effect can be the basis for building a profitable investment strategy.*

To verify those hypotheses, the author chose the Warsaw Stock Exchange – the biggest emerging market of the European Union, in a lot of research classified as the advance emerging market. In the research the author analyses 352 companies listed on the WSE from 1994 to 2013.

The study was conducted for the mean and median return rates obtained under each of the strategies. In the case of the mean analysis, the statistical significance was verified by the Satterthwaite-Welch t-test (Peng et al., 2011). The verification of statistical significance of median differences in turn was carried out by the Wilcoxon-Mann Whitney test (Martinez et al., 2012).

The existence of the momentum effect was also tested by using the dynamic panel models and GMM parameter estimation. The prepared models included at least one variable representing the return rate during the observation period of return.

### 3. Results

The results will be presented in the following order: tests to vary the average return rates for stock portfolios of winners and losers shares (Tables 1 and 2), dynamic panel models for portfolios built according to the momentum strategies, with respectively 1.3.6 observation horizons, 9 and 12 months in Tables 3–7.

**Table 1**

Test for average return rate for the momentum strategy (%)

		Investment period				
		1 m	3 m	6 m	9 m	12 m
Average return rates for winners portfolio						
1 m	–0.65 *	–0.38 ***	–0.38 ***	–1.81 ***	–2.56 ***	
3 m	0.41 ***	1.14 ***	1.41 ***	1.48 ***	1.08 ***	
6 m	0.49 ***	1.55 ***	2.04 ***	1.89 ***	0.67 ***	
9 m	0.28 ***	1.55 ***	2.41 ***	1.93 ***	0.18 ***	
12 m	0.54 ***	1.52 ***	1.51 ***	0.69 ***	–0.33 ***	
Average return rates for losers portfolio						
1 m	–1.29 *	–3.90 ***	–7.32 ***	–10.28 ***	–12.97 ***	
3 m	–1.37 ***	–4.89 ***	–9.07 ***	–11.09 ***	–13.86 ***	
6 m	–1.53 ***	–4.88 ***	–9.37 ***	–12.75 ***	–15.27 ***	
9 m	–1.32 ***	–4.48 ***	–8.42 ***	–11.03 ***	–12.95 ***	
12 m	–1.56 ***	–4.17 ***	–8.08 ***	–10.54 ***	–12.19 ***	
Subtract average return rates between the Winners and losers portfolio						
1 m	0.65 *	3.52 ***	6.93 ***	8.47 ***	10.41 ***	
3 m	1.77 ***	6.04 ***	10.48 ***	12.57 ***	14.94 ***	
6 m	2.02 ***	6.43 ***	11.41 ***	14.65 ***	15.94 ***	
9 m	1.61 ***	6.03 ***	10.84 ***	12.96 ***	13.13 ***	
12 m	2.10 ***	5.68 ***	9.59 ***	11.23 ***	11.87 ***	

\*\*\*, \*\*, \* – denote respectively 1, 5 and 10 statistical significance levels for the Satterthwaite-Welch t-test.

Source: own calculation.

The results presented in Table 1 positively verify the momentum strategy of the average return rates on the Polish market in hypothesis 1. In the short term, the charts maintain a previously observed trend, thus the anomaly occurs in the form of a continuation of the return rates. In each combination of the observation horizon and investment return rate obtained from the stock the winning stock were higher than the share of lost shares. The difference in return rates resulting from the implementation of Strategy 1-1 is statistically significant at the 10 level, while other strategies lead to statistically significant differences in return rates.

By analysing the returns of the winning portfolio, it is visible that the one month's observation horizon combined with all of the investment horizons does not generate any profit. This result is difficult to interpret. It may be clarified that one-month positive rates of return do not depend on the actual condition of the company. This would entail explaining the



effect of momentum on the grounds of the classical finance school. In light of this, this effect is not a result of the continuation of the trend, but because of the long-term reforming conducted by the company's board.

Strategy 9-6 is the best combination for winning share portfolios in terms of return rates. The worst performance of the portfolio of losers is noted for the longest investment horizons: the losers from the 6-12 strategy generate a loss – over 15 per cent, which means that the companies are significantly losing their value.

**Table 2**

Tests for median return rates for the momentum strategy

		Investment period				
		1 m	3 m	6 m	9 m	12 m
Median return rates for the winners portfolio						
	1 m	-1.51	-1.76 ***	-1.32 ***	-1.17 ***	-2.36 ***
	3 m	-0.95 ***	-0.44 ***	0.00 ***	1.08 ***	1.34 ***
	6 m	-0.39 ***	0.42 ***	0.44 ***	1.54 ***	0.74 ***
	9 m	-0.48 ***	0.51 ***	1.66 ***	1.60 ***	0.75 ***
	12 m	-0.26 ***	0.63 ***	1.45 ***	0.99 ***	-0.07 ***
Median return rates for the losers portfolio						
Observation period	1 m	-0.73	-2.12 ***	-4.30 ***	-6.52 ***	-9.53 ***
	3 m	-0.99 ***	-2.95 ***	-5.82 ***	-6.67 ***	-9.84 ***
	6 m	-1.21 ***	-2.67 ***	-6.10 ***	-8.36 ***	-11.55 ***
	9 m	-1.57 ***	-2.99 ***	-6.30 ***	-8.27 ***	-10.56 ***
	12 m	-1.65 ***	-3.18 ***	-6.02 ***	-8.70 ***	-10.40 ***
Subtract median return rates for the winners and losers portfolio						
	1 m	-0.79	0.36 ***	2.98 ***	5.35 ***	7.17 ***
	3 m	0.04 ***	2.51 ***	5.82 ***	7.75 ***	11.18 ***
	6 m	0.82 ***	3.09 ***	6.54 ***	9.89 ***	12.29 ***
	9 m	1.10 ***	3.50 ***	7.96 ***	9.87 ***	11.31 ***
	12 m	1.39 ***	3.81 ***	7.47 ***	9.69 ***	10.33 ***

\*\*\*, \*\*, \* – denote respectively 1, 5 and 10 statistical significance levels for Wilcoxon–Manna–Whitney's.

Source: own calculation.

The test results for the median return rates for the momentum strategy confirm to a large extent the conclusions of the tests for the mean. As for the tests of the averages, the strategy 1-1 for the winning company's portfolio does not give a positive return. The median return rates for the winning strategy portfolio with a one month horizon are negative. Also, all strategies with a one month investment horizon and strategies 3-3 and 12-12 generate losses for the pursue.

The median return rates for both types of portfolios are significantly lower in absolute terms than the average return rates. The median difference for the stock portfolios of winners and losers in each strategy combination, other than strategy 1-1, is statistically significant. As in the case of tests for averages, the best in terms of monthly profitability is the

strategy of 6-9 in the case of winning share portfolios. The median tests also confirm the earlier observation that the effectiveness of the strategy is the result of significant losses in lost purses.

To verify the stability of the previous momentum findings, according to the test pattern, its presence was checked by using the dynamic panel models. The estimation results for the individual investment horizons using the one-, three-, six-, nine- and twelve-month follow-up rates as the primary explanatory variables respectively (Tables 3–7).

**Table 3**

Dynamic panels models for the momentum strategy based on one month observation periods

	Investment period				
	1 m	3 m	6 m	9 m	12 m
$Y_{t-1}$	0,0267*** (0,0070)	0,0852*** (0,0229)	0,203*** (0,0550)	-0,130* (0,0737)	0,0875 (0,1000)
Constant	-0,1030*** (0,0148)	-0,1960*** (0,0339)	0,1410** (0,0669)	-0,1840* (0,0979)	0,0096 (0,1050)
Number of observations	42383	13787	6624	4486	3229
Number of companies	350	350	348	348	347
Chi <sup>2</sup> test	1413***	1729***	1262***	1131***	1499***
Hansen test	339,7	339,8	300,9	254,4	170,9

$Y_{t-1}$  – denote return rate form observation period, standard mistakes are in brackets.

\*\*\*, \*\*, \* – denote respectively 1, 5 and 10 statistical significance.

Source: own calculation.

The tests conducted partly support the hypothesis 1. Portfolios of the winning companies gave the higher returns than the stock portfolios of losers. The parameter for a variable delayed by one period, representing the observation period, in strategies 1-1, 1-3, 1-6 is positive and statistically significant at 1. For strategies 1-9, the delay variable is negative and statistically significant, but only at 10 and strategy 1-12 is statistically insignificant. This demonstrates the effectiveness of strategies 1-1, 1-3 and 1-6.

The quality of the estimated models is supported by a large number of observations from over 40,000 strategies built in one month to nearly 3,300 strategies with a 12-month investment period. Each model is based on the shares of 350 entities. A test of cumulative static significance allows rejecting the hypothesis of the equality of the estimated parameters to zero at 1. The Hansen test which verifies the selection of instruments also confirms to a reasonable point the model's properties. Similar features are available in the other models presented in subsection 1. Therefore, their econometric features will no longer be commented on.

In order to further verify the presence of an anomaly, it is necessary to analyse panel dynamic models for the remaining combinations of observation horizon and strategy investment. Secondary observation periods are analysed in the second order. These models are listed in Table 4.

**Table 4**

Dynamic panels models for the momentum strategy based on three months observation periods

	Investment period horizon				
	1 m	3 m	6 m	9 m	12 m
$y_{t-1}$	0,0101 (0,0077)	0,0003 (0,0127)	0,1040*** (0,0270)	-0,1310*** (0,0388)	0,0893 (0,0584)
Constant	-0,0795*** (0,0177)	-0,2180*** (0,0365)	0,0514 (0,0602)	-0,1740* (0,0997)	-0,1340 (0,1160)
Number of observations	13895	13546	6496	4405	3164
Number of companies	350	350	348	348	344
Chi <sup>2</sup> test	1374***	1627***	1274***	1059***	1438***
Hansen test	336,8	339,1	296,6	265,1*	176,5*

 $y_{t-1}$  – denote return rate form observation period, standard mistakes are in brackets.

\*\*\*, \*\*, \* – denote respectively 1, 5 and 10 statistical significance.

Source: own calculation.

The obtained results confirm only the effectiveness of the momentum strategy 3-6, the value of the  $y_{t-1}$  variable is positive and statistically significant at the level of 1. It is in favour of hypothesis 1, which states that there is a momentum effect, but in the case of strategies 3-9 there is a contrarian effect, which is obviously incompatible with the discussed hypothesis. The parameter for a variable delayed by one period is in this case negative and statistically significant at the level of 1.

The third group of dynamic panel models was prepared for strategies based on a 6 month observation period. The results of model estimation are presented in Table 5.

**Table 5**

Dynamic panel models for the momentum strategy based on six month observation periods

	Investment period horizon				
	1 m	3 m	6 m	9 m	12 m
$y_{t-1}$	-0,0037 (0,0080)	-0,0083 (0,0118)	0,0191 (0,0163)	-0,0741*** (0,0270)	0,0488 (0,0353)
Constant	0,0452 (0,0340)	-0,0214 (0,0323)	0,0441 (0,0791)	-0,2380** (0,1160)	-0,1200 (0,1210)
Number of observations	6706	6706	6360	4280	3094
Number of companies	347	347	347	348	343
Chi <sup>2</sup> test	1095***	1507***	1199***	1030***	1409***
Hansen test	293,0	297,8	294,1	255,4	171,4

 $y_{t-1}$  – denote return rate form observation period, standard mistakes are in brackets.

\*\*\*, \*\*, \* – denote respectively 1, 5 and 10 statistical significance.

Source: own calculation.

The results presented in Table 5 provide arguments that falsify the effectiveness of the momentum strategy on the Polish market. Hypothesis 1 is not confirmed for investment

based on six-month observation periods. The only statistically significant result is for strategies 6-9, but it indicates a contrarian effect. The contrarian effect for a nine month investment horizon is contradicted by hypothesis 1. However, it should be confirmed in the other two groups of models based on the nine and twelve-month observation periods shown in Tables 6 and 7, respectively.

**Table 6**

Dynamic panels models for the momentum strategy based on nine month observation periods

	Investment period				
	1 m	3 m	6 m	9 m	12 m
$Y_{t-1}$	-0,0119 (0,0115)	-0,0279** (0,0139)	-0,0397** (0,0171)	-0,0795*** (0,0214)	0,0429 (0,0283)
Constant	-0,1600*** (0,0442)	-0,2860*** (0,0634)	-0,4850*** (0,0653)	-0,3450*** (0,0699)	-0,0270 (0,1180)
Number of observations	4517	4170	4170	4170	2988
Number of companies	348	346	346	346	339
Chi <sup>2</sup> test	802,2***	953,8***	1018***	1065***	1378***
Hansen test	244,4	243,5	255,7	262,7*	168,0

$Y_{t-1}$  – denote return rate form observation period, standard mistakes are in brackets.

\*\*\*, \*\*, \* – denote respectively 1, 5 and 10 statistical significance.

Source: own calculation.

Hypothesis 1 is also not confirmed in models based on 9-month observation periods. The results show contrarian effects for portfolios 9-3, 9-6 and 9-9. The results for the other two types of portfolios are statistically insignificant. The values of parameters and their statistical significance are similar to those in strategies 6-9, although this time the Hansen test does not confirm a good choice of instruments. The new observation in

**Table 7**

Dynamic panels models for the momentum strategy based on twelve observation periods

	Investment period horizon				
	1 m	3 m	6 m	9 m	12 m
$Y_{t-1}$	-0,0049 (0,0085)	0,0115 (0,0124)	0,0249 (0,0179)	0,0058 (0,0218)	0,0093 (0,0235)
Constant	-0,1230*** (0,0258)	-0,1630*** (0,0387)	-0,0408 (0,0662)	-0,0642 (0,0979)	-0,1990** (0,0922)
Number of observations	3268	3268	2922	2922	2922
Number of companies	347	347	338	338	338
Chi <sup>2</sup> test	818,5***	854,6***	789,5***	1345***	1353***
Hansen test	177,1	184,1	156,9	169,0	167,3

$Y_{t-1}$  – denote return rate form observation period, standard mistakes are in brackets.

\*\*\*, \*\*, \* – denote respectively 1, 5 and 10 statistical significance.

Source: own calculation.

comparison with the previously presented results is reversing the trend for 3 and 6 month investments. In both cases there is a contrarian effect and is statistically significant at 5. The analysis of the momentum in Poland closes the analysis of portfolios built on the basis of the annual observation periods. Its results are presented in Table 7.

In models built for strategies based on twelve-month observation periods, the delayed return rates do not gain any statistical significance. They falsify hypothesis 1 which states that the momentum effect exists on a given market.

The results of the analysis of the momentum effect on the Polish market in the preliminary analyses indicated that the returns from the portfolio of winning shares were higher than those realized for the portfolio of losing shares during the investment period. This is largely the result of huge losses in the lost share portfolio. In addition, the analysis of dynamic panel models proves that the momentum effect occurs in the case of four strategies 1-1, 1-3, 1-6, 3-6. This is in part consistent with the results of the analysis of the average differences for which the six-month investment horizons generated the highest returns per month. An interesting result is the identification of, in the case of the analysis using dynamic panel models, the contrarian effect for nine months of investment and strategies 9-3 and 9-6. This is partly due to the analysis of the differences in average return rates for winning and losing portfolios in which cumulative return rates have been tested, and there has been a decline in yields for portfolios in the case of longer than six months of investment.

## Conclusion

In conclusion, there is some evidence that the momentum effect exists on the Polish market, but it is the result of lower losses of winners portfolio and is visible only for short-term investment horizons. The contrarian effect appears in the case of longer observation and investment horizons. During analysing the results, it should be mentioned that the effectiveness of the momentum strategy on the Polish market was the result of large falls in the stock prices of losers, which means that the strategy could not be earned on the strategy. The results of the momentum analysis are sensitive to the used research method. In accordance with the results there are presumptions to reject hypothesis 1 and 2.

## References

- Bacmann, J., Dubois, M., Isakov, D. (2001). Industries , business cycle and profitability of momentum strategies : An international perspective. *Industries , business cycle and profitability of momentum strategies: An international perspective. Social Science Research Network, January*, 1–31.
- Chan, K., Hameed, A., Tong, W. (2000). Profitability of Momentum Strategies in the International Equity Markets. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2 (35). 153–172.
- Cooper, M.J., Gutierrez, Jr. R.C., Hameed, A. (2004). Market States and Momentum. *The Journal of Finance*, 59 (3), 1345–1365.
- Czekaj, J. (2014). *Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce z perspektywy dwudziestolecia*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.

- Du, D. (2008). The 52-week high and momentum investing in international stock indexes. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 48 (1), 61–77.
- Galasriotis, E.C., Holmes, P., Kallinterakis, V., Ma, X.S. (2014). Market States, Expectations, Sentiment and Momentum Naive are Investors? *Journal Review of Financial Analysis*, 32, 1–12.
- Grinblatt, M., Han, B. (2002). The Disposition Effect and Momentum. National Bureau of Jegadeesh N. Lakonishok J. Chan L.K.C. (1996). Momentum Strategies. *The Journal of Finance*, 51 (5), 1681–1713.
- Grobys, K. (2014). Momentum in global equity markets in times of troubles: Does the economic state matter? *Economics Letters*, 123 (1), 100–103.
- Jegadeesh, N., Titman, S. (1993). Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency. *Journal of Finance*, 48 (1), 65–91.
- Jegadeesh, N., Titman, S. (2001). Profitability of Momentum Strategies: An Evaluation of Alternative Explanations. *Journal of Finance*, 56 (2), 699–720.
- Moskowitz, T.J., Grinblatt, M. (1999). Do Industries Explain Momentum? *Journal of Finance*, 54 (4), 1249–1290.
- Rouwenhorst, K.G. (1998b). International Momentum Strategies. *The Journal of Finance*, 53 (1), 267–284.
- Szyska, A. (2006). Zjawisko kontynuacji stóp zwrotu na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie. *Bank i Kredyt*, 8, 37–49.
- Martínez-Murcia, F.J., Gorrioz, J.M., Ramírez, J., Puntonet, C.G., Salas-González, D. (2012). Computer Aided Diagnosis tool for Alzheimer's Disease based on Mann-Whitney-Wilcoxon U-Test. *Expert Systems with Applications*, 39 (10), 9676–9685.
- Peng, L., Tong, T. (2011). A note on a two sample T test with one variance unknown. *Statistical Methodology*, 8 (6), 528–534.
- Ahmed, T., Kullmann, O., Snevily, H. (2014). On the van der Waerden numbers. *Discrete Applied Mathematics*, 174, 27–51.

#### EFEKT MOMENTUM. DOWÓD ZAAWANSOWANEGO RYNKU

**Streszczenie:** *Cel* – Efekt momentum (Czekaj i in. 2014) jest jedną z najlepiej rozpoznanych anomalii na rynkach kapitałowych. Bazuje na inwestowaniu w spółki, które w ostatnim czasie (from 1 to 12 months) zyskiwały najczęściej i sprzedaży tych, które najczęściej traciły. Badaniu zostały podane dwie hipotezy. *Efekt momentum występuje na analizowanym rynku. Efekt momentum może stanowić podstawę do budowy dochodowej strategii inwestycyjnej.*

*Metodologia badania* – Do weryfikacji tych hipotez zostały wykorzystane trzy metody badawcze, różnice średnich i median stóp dochodu oraz dynamiczne modele panelowe.

*Wynik* – Efekt momentum występuje na polskim rynku, jednak jest to wynik mniejszych strat w portfelu spółek wygranych i jest widoczny tylko w krótkim terminie. Dla dłuższych okresów obserwacji i inwestycji widoczny jest efekt contarian.

*Oryginalność/wartość* – W prezentowanym artykule została przeprowadzona analiza występowania anomalii na Warszawskiej gieldzie, największym rynku rozwijającym się Unii Europejskiej. W wielu badaniach rynek ten jest klasyfikowany jako zaawansowany rynek rozwijający się. Kolejnym ważnym czynnikiem jest 20 letni okres po transformacji ekonomicznej. Ostatnim czynnikiem jest szeroki wachlarz metod analizy.

**Słowa kluczowe:** efekt momentum, zaawansowany rynek rozwijający się, anomalia

#### Citation

Podgórski, B. (2018). Effect Momentum Evidence from Advance Emerging Markets. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 325–334. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-28.

## Innowacje a zysk ekonomiczny: analiza sektora HoReCa na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie

Dawid Szutowski, Grzegorz Mikołajewicz\*

**Streszczenie:** *Cel* – Celem artykułu jest określenie zależności między wprowadzaniem innowacji a zyskiem ekonomicznym w przedsiębiorstwie.

*Metodologia badania* – Badanie przeprowadzono na grupie 62 komunikatów informujących o wdrożeniu innowacji, wyemitowanych w okresie od stycznia 2011 do grudnia 2015 roku przez przedsiębiorstwa sektora HoReCa notowane na GPW w Warszawie. W badaniu wykorzystano bazę danych Dow Jones Factiva oraz dane finansowe spółek z bazy Notoria Serwis.

*Wynik* – Analiza komunikatów o wprowadzeniu innowacji pozwala na wyjaśnienie około 40% zmienności zysku ekonomicznego w danym roku. Rezultaty wskazują ponadto na negatywny efekt wywierany przez innowacje posiadające elementy CSR na zysk ekonomiczny w danym okresie, silniejszy pozytywny efekt innowacji nowych dla przedsiębiorstwa niż innowacji inkrementalnych oraz negatywny efekt innowacji organizacyjnych na tle innowacji produktowych.

*Oryginalność/wartość* – Badanie wypełnia lukę badawczą dotyczącą efektów wdrażania innowacji w przedsiębiorstwach branży HoReCa w odniesieniu do zysku ekonomicznego.

**Słowa kluczowe:** innowacja, zysk ekonomiczny, HoReCa

### Wprowadzenie

Zagadnienie innowacji stanowi obecnie ważny element dociekań naukowych. Zdobywanie wiedzy dotyczącej efektów wprowadzania innowacji jest istotne zarówno z perspektywy praktyki gospodarczej, jak i rozwoju teorii. Z punktu widzenia organizacji wprowadzanie nowych rozwiązań jest celowe, jeśli wiąże się z osiągnięciem przez ten podmiot wymierzonych korzyści. Racjonalność decyzji menedżerskich w obszarze innowacji uwarunkowana jest posiadaniem wiedzy dotyczącej spodziewanych efektów wdrożeń. Zagadnienie to jest szczególnie ważne wobec wyników badań empirycznych wskazujących, że wprowadzanie innowacji jest dla przedsiębiorstw działających w silnie konkurencyjnym otoczeniu koniecznością (Moss Kanter, 2006).

W tym kontekście za poznawczo interesujące należy uznać pytanie – jaka jest zależność między wprowadzaniem innowacji a zyskiem ekonomicznym osiąganym przez

---

\* dr Dawid Szutowski, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Katedra Controllingu, Analizy Finansowej i Wyceny, e-mail: dawid.szutowski@ue.poznan.pl; dr Grzegorz Mikołajewicz, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Katedra Controllingu, Analizy Finansowej i Wyceny, e-mail: grzegorz.mikolajewicz@ue.poznan.pl.

przedsiębiorstwo. Celem badania było określenie powyższej zależności oraz zbadanie w tym kontekście roli posiadania przez innowację elementów społecznej odpowiedzialności biznesu, typu innowacji, jej stopnia nowatorstwa i źródła.

W badaniu skoncentrowano się na innowacjach wdrożonych w przedsiębiorstwach branży HoReCa (*Hotel, Restaurant, Catering/Café*) w okresie od stycznia 2011 do grudnia 2015 roku. Badanie zawężono do przedsiębiorstw notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Zakres podmiotowy stanowiły komunikaty prasowe informujące o wprowadzeniu nowych rozwiązań wyemitowane w analizowanym okresie. Komunikaty pozyskano za pośrednictwem prasowej bazy danych Factiva, obejmującej swym zasięgiem ponad 32000 źródeł w postaci gazet, magazynów, czasopism, transkryptów radiowych i telewizyjnych, zdjęć oraz innych (Dow Jones, 2016).

W badaniu ustalono, że zmienność zysku ekonomicznego może być w około 40% wyjaśniona na podstawie pojawiania się ogłoszeń o wprowadzonych przez przedsiębiorstwa innowacjach. Wyniki poddają pod dyskusję poprzednie badania, wskazujące na pozytywny efekt wprowadzania rozwiązań posiadających elementy społecznej odpowiedzialności biznesu (Nidumolu, Prahalad, Rangaswami, 2009). Uzyskane rezultaty wskazują bowiem na negatywny efekt posiadania przez innowacje elementów CSR. Dodatkowo wnioski z badania sugerują, że nowości na poziomie przedsiębiorstwa wywierają silniejszy pozytywny efekt niż innowacje inkrementalne, a innowacje organizacyjne wywierają negatywny efekt na tle innowacji produktowych.

Artykuł podzielono następująco: w pierwszej kolejności wykonano studia literaturowe i zaprezentowano podstawy teoretyczne, następnie przedstawiono użyte w badaniu metody badawcze. W dalszej kolejności zaprezentowano rezultaty poznawcze. Opracowanie kończą konkluzje.

## 1. Studia literaturowe

Innowacje mają kluczowe znaczenie dla przedsiębiorstw działających w dynamicznym otoczeniu rynkowym. Są istotnym źródłem przewagi konkurencyjnej (Gunday, Ulusoy, Kilic, Alpan, 2011), a ich wdrażanie przynosi korzyści dla klientów w postaci zarówno nowych produktów, jak i niższych cen (Shiller, 2006). Pomimo ich wagi, kompleksowa teoria innowacji nie została jeszcze wypracowana w środowisku naukowym (Trias, Kotler, 2013). Badacze są w stanie określić jak, kiedy i gdzie szanse pojawienia się nowych rozwiązań są największe. Potrafią ponadto ocenić szanse powodzenia i ryzyka związane z wdrożeniem. Całościowe ujęcie efektów innowacji wymaga jednak dalszych dociekań naukowych.

W literaturze przedmiotu występują liczne próby definiowania pojęcia innowacji. Jedną z najczęściej spotykanych i najszerzej wykorzystywanych w badaniach naukowych jest definicja opracowana przez Organizację Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) oraz Eurostatu, według której innowacje definiowane są jako: „wdrożenie nowego lub znacząco udoskonalonego produktu (wyrobu lub usługi) lub procesu, nowej metody marketingowej



lub nowej metody organizacyjnej w praktyce gospodarczej, organizacji miejsca pracy lub stosunkach z otoczeniem” (OECD, Eurostat, 2005, s. 48).

Innowacje z natury rzeczy są niejednorodne. Ze względu na charakter definicji, podstawą do klasyfikacji innowacji jest jej typ. OECD oraz Eurostat postulują wyodrębnienie czterech typów innowacji: produktowych, procesowych, marketingowych i organizacyjnych. Specyfika branżowa może jednak wymuszać uzupełnienie katalogu typów o dodatkowe kategorie. Dociekania naukowe w obszarze innowacji w sektorze HoReCa wskazują na możliwość wyodrębnienia dodatkowego typu – innowacji dystrybucyjnych (Nicolau, Santa-Maria, 2013). W kontekście przedsiębiorstw turystycznych badania prowadzone w Polsce potwierdzają wagę wyodrębnienia innowacji dystrybucyjnych jako osobnego typu innowacji (Kachniewska, 2014), niezwykle istotnego dla przedsiębiorstw, które rzadko konkurują, kreując wysokie technologie.

Kolejną, klasyczną podstawą do klasyfikacji innowacji jest ich stopień nowatorstwa (Abernathy, Clark, 1985). Podstawowy podział obejmuje innowacje radykalne i inkrementalne. Pierwsze z nich stanowią nowość w skali rynku jako całości, a ich rozwój wiąże się z wysokim ryzykiem. Drugie z nich reprezentują nieznaczne zmiany i usprawnienia, a ich rozwój wiąże się ze zmianą przyjętej w przedsiębiorstwie rutyny i niskim ryzykiem (Farrell, Klemperer, 2007). Ponadto w celu zwiększenia dokładności analiz w praktyce badawczej wyodrębnia się dodatkową kategorię – „nowość dla przedsiębiorstwa” (Szutowski, 2016). Obejmuje ona wprowadzenie zmian, które nie są nowością w skali rynku, ale w istotny sposób wpływają na funkcjonowanie przedsiębiorstwa.

Pomimo coraz większej presji konkurencyjnej spadającej na przedsiębiorstwa sektora usług rynkowych, rozwijają one w głównej mierze drobne usprawnienia i nowości na poziomie przedsiębiorstwa. Innowacje radykalne pozostają domeną przedsiębiorstw produkcyjnych, w tym głównie wysokich technologii (Berry, Shankar, Parish, Cadwallader, Dotzel, 2006). Co więcej, jak stwierdzają Farrell i Klemperer (2007), przedsiębiorstwa o silnej pozycji rynkowej częściej opierają rozwój o niewielkie, ale częste zmiany, podczas gdy przedsiębiorstwa małe walczą o uwagę konsumentów wprowadzając zmiany przełomowe. Stymulowanie rozwoju innowacji radykalnych wydaje się być przy tym istotnym wyzwaniem dla przedsiębiorstw sektora usług rynkowych ze względu na zwrot z ich wprowadzania, który jest znacząco wyższy niż w przypadku innowacji inkrementalnych (Ho, Fang, Hsieh, 2011).

We współczesnej gospodarce obserwuje się coraz większe zainteresowanie zagadnieniem społecznej odpowiedzialności biznesu (Freeman, Velamuri, 2006). Dyskusja naukowa dotycząca CSR (*corporate social responsibility*) obejmuje swoim zasięgiem również innowacje. Wyniki dotychczas prowadzonych badań nie pozwalają jednak na jednoznaczne określenie zależności między wprowadzaniem nowych rozwiązań posiadających elementy CSR oraz wydajnością, wartością przedsiębiorstwa. Z jednej strony wyniki badań empirycznych wskazują, że wprowadzanie rozwiązań posiadających elementy CSR wpływa pozytywnie na satysfakcję klientów oraz produktywność przedsiębiorstwa (Luo, Bhattacharaya,

2006), z drugiej strony stwierdzono, że wprowadzanie innowacji posiadających elementy społecznej odpowiedzialności biznesu wpływa negatywnie na wartość rynkową przedsiębiorstwa (Szutowski, 2016). W odniesieniu do przedsiębiorstw sektora usług rynkowych, ze szczególnym uwzględnieniem przedsiębiorstw turystycznych, Nicolau i Santa-Maria (2013) postulują prowadzenie dalszych badań w tym obszarze.

Jednym z podstawowych celów funkcjonowania przedsiębiorstwa w gospodarce rynkowej jest wzrost jego wartości. Innowacje odgrywają w tym zakresie kluczową rolę. Ich wpływ na wartość przedsiębiorstwa może być rozpatrywany m.in. z punktu widzenia rynkowej wartości przedsiębiorstwa – kształtowania się cen rynkowych akcji i związanych z nimi stóp zwrotu oraz z perspektywy tworzenia wartości dodanej – kształtowania się zysku ekonomicznego (*economic profit*) w przedsiębiorstwie<sup>1</sup>. Zarówno pierwsze, jak i drugie podejście jest szeroko obecne w literaturze (np. Hipp, Tether, Miles, 2000; Van Riel, Lemmink, Ouwersloot, 2004; Szutowski, 2018, i inni). W niniejszym artykule wykorzystano wariant analizy bazujący na zysku ekonomicznym. Podejście to wydaje się bardziej uniwersalne ze względu na fakt, że nie wymaga, aby badana spółka była notowana na giełdzie, a co za tym idzie, jest także mniej podatne na kwestie efektywności rynku kapitałowego<sup>2</sup>.

Jeśli chodzi o zysk ekonomiczny (zwany także zyskiem rezydualnym lub zyskiem czystym), to źródeł tej koncepcji można szukać w pracy Marshalla (1980), który sugerował, aby przy wyliczaniu zysku z przedsięwzięcia uwzględniać alternatywny koszt kapitału zaangażowanego (nie ograniczać się tylko do kosztów ujętych w dokumentach księgowych)<sup>3</sup>.

W literaturze (Damodaran, 2002; Fernández, 2009; Stewart, 1991) można spotkać dwie główne metody obliczania zysku ekonomicznego ( $EP_t$ ), a mianowicie metodę opartą na zysku operacyjnym po opodatkowaniu ( $NOPAT_t$ ), średnim ważonym koszcie kapitału ( $WACC$ ) i całkowitym zainwestowanym kapitale księgowym na początek okresu ( $K_{t-1}$ ):  $EP_t = NOPAT_t - WACC \times K_{t-1}$  oraz metodę wykorzystującą zysk netto ( $ZN_t$ ), koszt kapitału własnego ( $ke_t$ ) i księgowy kapitał własny na początek okresu ( $KW_{t-1}$ ):  $EP_t = ZN_t - ke_t \times KW_{t-1}$ . Formuły te można stosować zamiennie (Damodaran, 2002).

Oprócz wyżej wspomnianych formuł istnieją jeszcze liczne modyfikacje zysku ekonomicznego, uwzględniające m.in.: różnicowane korekty – EVA (*Economic Value Added*) (Stewart, 1991), odmienne ujęcia wartości kapitałów zainwestowanych i stóp zwrotu – CVA (*Cash Value Added*) (BCG, 1996), przyszłe dochody i skalę inwestycji – SVA (*Shareholder Value Added*) (Rappaport, 1998), rynkową wartość kapitałów własnych/całkowitych – REVA (*Refined Economic Value Added*), wielkość przepływów pieniężnych – RCF

<sup>1</sup> Możliwe są także inne podejścia do analizy wpływu innowacji na tworzenie wartości w przedsiębiorstwie, np. poprzez badanie wpływu innowacji na efektywność operacyjną i finansową podmiotu (Simpson, Sigauw, Enz, 2006).

<sup>2</sup> Wpływ efektywności rynku kapitałowego na zysk ekonomiczny może ujawniać się dwojako, w zależności od konstrukcji miernika: poprzez koszt kapitału oraz wartość zainwestowanego kapitału. W obydwu przypadkach wpływ ten można jednak ograniczyć stosując odpowiednie metody wyznaczania kosztu kapitału oraz przyjmując księgowe wartości zainwestowanych kapitałów.

<sup>3</sup> Wśród innych źródeł dotyczących zysku ekonomicznego (rezydualnego) wskazać można także: prace Hamiltona z 1777 r., Churcha z 1917 r. czy Scovella z 1924 r., a następnie literaturę z zakresu rachunkowości zarządczej w latach sześćdziesiątych (Mikołajewicz, Nowicki, 2005).

(*Residual Cash Flow*) (Cwynar, Cwynar, 2000) oraz alternatywne podejścia do pomiaru tworzonej wartości, takie jak np. CSV (*Created Shareholder Value*) (Fernández, 2009).

## 2. Metody badawcze

Poniższe badanie koncentruje się na analizie związków między innowacjami a tworzeniem zysku ekonomicznego w przedsiębiorstwach z branży HoReCa notowanymi na GPW w Warszawie w latach 2011–2015. We wskazanym okresie, w wyżej wymienionym sektorze, notowane były następujące spółki: AmRest Holdings, Interferie, Mex Polska, Olympic Entertainment, Orbis, Rainbow Tours, Sfinks Polska oraz Tatry Mountain Resorts.

Dla każdej ze spółek ( $i$ ) obliczono zysk ekonomiczny wygenerowany w okresie ogłoszenia o innowacji ( $EP_{it}$ ), uzyskany w rok po ogłoszeniu ( $EP_{it+1}$ ) oraz zmianę zysku ekonomicznego ( $\Delta EP_i$ ) w rok po ogłoszeniu o innowacji w stosunku do roku wcześniejszego ( $\Delta EP_i = EP_{it+1} - EP_{it}$ ). Przy wyliczaniu zysku ekonomicznego posłużono się następującą formułą:

$$EP_{it} = ZN_{it} - ke_{it} \times KW_{it-1} \quad (1)^4$$

gdzie:

- $ZN_{it}$  – całkowity zysk netto  $i$ -tej spółki w roku  $t$ , tj. suma zysku netto przypadającego udziałowcom jednostki dominującej oraz właścicielom udziałów niekontrolujących,
- $ke_{it}$  – koszt kapitału własnego  $i$ -tej spółki w roku  $t$ ,
- $KW_{it-1}$  – całkowity księgowy kapitał własny  $i$ -tej spółki na początek okresu  $t$ , tj. suma kapitału własnego przypadającego udziałowcom jednostki dominującej oraz właścicielom udziałów niekontrolujących.

Informacje dotyczące wysokości zysku netto i kapitałów własnych uzyskano z bazy danych Notoria Serwis (2018). Do obliczenia kosztu kapitału własnego spółki ( $ke_{it}$ ) posłużono się modelem CAPM. Za stopę wolną od ryzyka przyjęto rentowność pięcioletnich obligacji skarbowych dla odpowiednich lat pozyskaną z raportów MACROscope BZWBK (2013, 2015, 2017). Współczynnik beta  $i$ -tej akcji wyliczono w oparciu o tygodniowe stopy zwrotu danej akcji (skorygowane o takie zdarzenia, jak dywidendy, prawa poboru, splity itp.) i stopy zwrotu z portfela rynkowego, za który przyjęto indeks WIG na GPW w Warszawie. Współczynniki beta policzone zostały krocząco dla okresów dziesięcioletnich, tj. każdorazowo dla  $i$ -tej spółki dziesięć lat wstecz, począwszy od roku, w którym nastąpiło ogłoszenie o innowacjach. Dane niezbędne do obliczeń pozyskano z bazy Stooq.pl (2018). Premię za ryzyko rynkowe dla odpowiednich lat dla rynku polskiego przyjęto za Damodaranem (2018).

<sup>4</sup> Analogicznie  $EP_{it+1} = ZN_{it+1} - ke_{it+1} \times KW_{it}$ , opis zmiennych jak wyżej tylko dla roku  $t + 1$ .

Po wstępnej analizie otrzymanych wyników zdecydowano się usunąć z próby trzy spółki, ze względu na: ujemne kapitały własne (Sfinks Polska) oraz ujemny wskaźnik beta – skutkujący ujemnym lub bliskim zeru kosztem kapitału własnego (Mex Polska, Tatry Mountain Resorts<sup>5</sup>). Końcowa próba składa się zatem z pięciu przedsiębiorstw z sektora HoReCa, tj. AmRest Holdings, Interferie, Olympic Entertainment, Orbis i Rainbow Tours.

Dla wyselekcjonowanych spółek pozyskano informacje o wyemitowanych przez nie komunikatach dotyczących innowacji, wykorzystując do tego prasową bazę danych Factiva, obejmującą swym zasięgiem ponad 32 000 źródeł (gazet, magazynów, czasopism, transkryptów radiowych i telewizyjnych, zdjęć oraz innych) (Dow Jones, 2016). Baza ta pozwala scharakteryzować innowacje w kontekście zaangażowania w CSR, ich rodzaju, stopnia nowatorstwa (*degree of novelty involved*), źródła powstania oraz etapu, na jakim się znajdują – w fazie opracowywania czy komercjalizacji. Łącznie uzyskano 66 ogłoszeń. Ze względu na cel badania wyłączono innowacje w fazie opracowywania (łącznie 4 ogłoszenia), pozostawiając 62 ogłoszenia.

W tabeli nr 1 przedstawiono charakterystykę zmiennych wykorzystanych w badaniu.

**Tabela 1**

Charakterystyka zmiennych uwzględnionych w badaniu

Zmienna	Kod	Typ	Opis
CSR	CSR	binarna	innowacja bez elementów CSR (0) i z elementami CSR (1)
Rodzaj innowacji	TYPE	wielokrotnego wyboru	zmienna referencyjna: innowacja produktowa; pozostałe zmienne: innowacja procesowa (proc), marketingowa (mrkt), organizacyjna (org), dystrybucyjna (dstr)
Stopień nowatorstwa	DNI	wielokrotnego wyboru	zmienna referencyjna: innowacja inkrementalna; pozostałe zmienne: innowacja radykalna (radical), innowacja nowa dla przedsiębiorstwa (nttc)
Źródło powstania	SOURCE	binarna	innowacja opracowana w ramach współpracy zewnętrznej (0) i w ramach przedsiębiorstwa (1)

Źródło: opracowanie własne.

Celem artykułu jest zbadanie wpływu zmiennych CSR, TYPE, DNI, SOURCE w okresie  $t$  na zysk ekonomiczny w okresie  $t$  ( $EP_t$ ), w okresie  $t + 1$  ( $EP_{t+1}$ ), jak i jego roczną zmianę ( $\Delta EP$ ):

$$EP_t = \alpha + \beta_1 \times CSR_t + \beta_2 \times TYPE_t + \beta_3 \times DNI_t + \beta_4 \times SOURCE_t + \varepsilon \quad (2a)$$

$$EP_{t+1} = \alpha + \beta_1 \times CSR_t + \beta_2 \times TYPE_t + \beta_3 \times DNI_t + \beta_4 \times SOURCE_t + \varepsilon \quad (2b)$$

$$\Delta EP = \alpha + \beta_1 \times CSR_t + \beta_2 \times TYPE_t + \beta_3 \times DNI_t + \beta_4 \times SOURCE_t + \varepsilon \quad (2c)$$

<sup>5</sup> Spółki te charakteryzowały się stosunkowo krótkim okresem notowań na GPW w Warszawie.

gdzie:

$EP_t$ ,  $EP_{t+1}$ ,  $\Delta EP$ ,  $CSR$ ,  $TYPE$ ,  $DNI$ ,  $SOURCE$  – jak wyżej (por. tab. 1),

$\alpha$  – wyraz wolny w modelu,

$\beta$  – współczynnik regresji,

$\varepsilon$  – składnik losowy.

Zmienną zależną opartą na zysku ekonomicznym zdefiniowano na trzy sposoby ze względu na chęć uchwycenia w badaniu kwestii czasu wdrożenia innowacji i czasu potrzebnego na uzyskanie efektów z tym związanych, tj.:

1. Innowacje mogą wpływać na zysk ekonomiczny w danym okresie pozytywnie, w przypadku natychmiastowego i udanego wdrożenia, lub negatywnie, w sytuacji, gdy w danym okresie przedsiębiorstwo ponosi głównie koszty wdrożenia innowacji, a spodziewane efekty jeszcze nie wystąpiły lub okazały się niezgodne z założeniami.
2. Innowacje mogą wpływać na zysk ekonomiczny w roku następnym ze względu na czas niezbędny od ich wdrożenia do uzyskania efektów.
3. Innowacje z poprzednich lat mogą nadal generować zysk ekonomiczny w kolejnych latach, istnieje zatem konieczność eliminacji ww. efektu poprzez obliczenie zmiany zysku ekonomicznego w okresie.

### 3. Wyniki

W przeprowadzonym badaniu uwzględniono wpływ charakteru innowacji na zysk ekonomiczny w danym roku ( $EP_t$ ), w rok po ogłoszeniu ( $EP_{t+1}$ ) oraz zmianę zysku ekonomicznego ( $\Delta EP$ ). Najlepsze dopasowanie modelu uzyskano w pierwszym przypadku, tj. analiza ogłoszeń o wprowadzeniu innowacji w największym stopniu pozwala na przewidzenie właśnie zysku ekonomicznego w danym roku. Poniżej zaprezentowano więc wyniki analizy regresji, przyjmując za zmienną zależną  $EP_t$ . Ze względu na objętość artykułu, wyniki dla zmiennej zależnej  $EP_{t+1}$  oraz  $\Delta EP$  pominięto jako nieistotne statystycznie.

Podstawowe statystyki dla zebranych w próbie zmiennych zaprezentowano w tabeli 2. Na tej podstawie można stwierdzić, że większość badanych przedsiębiorstw nie opierała polityki innowacji na bazie implementacji koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu (84%). Ponadto badane przedsiębiorstwa sektora HoReCa w większości opierały rozwój na nowościach na poziomie przedsiębiorstwa (60%) i zmianach inkrementalnych (34%). Ponadto innowacje najczęściej pojawiały się w obrębie nowych produktów i usług (29%).

Analiza pojawiania się ogłoszeń o wprowadzonych innowacjach z uwzględnieniem badanych zmiennych ( $TYPE\_dstr$ ,  $DNI\_radical$ ,  $TYPE\_org$ ,  $TYPE\_proc$ ,  $CSR$ ,  $TYPE\_mrkt$ ,  $DNI\_nttc$ ) pozwala na wyjaśnienie 41,7% zmienności zysku ekonomicznego w roku ogłoszenia (współczynnik skorygowany o liczbę zmiennych objaśniających i liczbę obserwacji wynosi 34%). Dokładne dane zaprezentowano w tabeli 3. Zbadano ponadto niezależność błędów obserwacji. W tym celu posłużono się testem Durbina-Watsona. Otrzymany wynik

na poziomie 1,22 (nieznacznie poniżej wartości progowej 1,27) wskazuje na występowanie nieznacznej autokorelacji dodatniej na poziomie istotności 0,05. Rozkład reszt nie był więc w pełni losowy. Wynik taki wskazuje, że zaproponowany model prawdopodobnie nie objął wszystkich zmiennych istotnych i istnieje możliwość dalszej poprawy jego zdolności predykcji.

**Tabela 2**

Statystyki opisowe

	Średnia	Odchylenie standardowe	N
$EP_t$	-26 448,10	49 630,26	62
CSR	0,1613	0,37080	62
DNI_radical	0,0645	0,24768	62
DNI_nttc	0,5968	0,49455	62
TYPE_proc	0,1290	0,33797	62
TYPE_mrkt	0,2097	0,41040	62
TYPE_org	0,1290	0,33797	62
TYPE_dstr	0,2419	0,43175	62

Źródło: opracowanie własne.

**Tabela 3**Podsumowanie modelu dla zmiennej zależnej  $EP_t$ 

Model	R	R <sup>2</sup>	Skorygowany R <sup>2</sup>	Błąd standardowy	Statystyki zmian					Durbin-Watson
					zmiana R <sup>2</sup>	zmiana F	df1	df2	istotność zmiany F	
1	0,646	0,417	0,342	40267,47	0,417	5,52	7	54	0,00	1,22

Źródło: opracowanie własne.

W dalszej kolejności (tab. 4) posłużono się wieloczynnikową analizą wariancji, aby zbadać występowanie różnic w średnich grupowych. Uzyskana wartość  $F(7, 54) = 5,524$ ,  $p < 0,01$  wskazuje, że w istocie średnie w grupach różnią się między sobą. W związku z faktem, że wynik nie informuje, które grupy różnią się w istotny sposób między sobą, daje on podstawy dla zbadania zależności w modelu regresyjnym.

Przeprowadzona analiza regresji (tab. 5) pozwoliła na wskazanie zmiennych, które w sposób statystycznie istotny determinują poziom zysku ekonomicznego w roku  $t$ . Badanie wskazało na negatywny efekt pojawiania się ogłoszeń o innowacjach zawierających elementy społecznej odpowiedzialności biznesu ( $p < 0,01$ ). Wynik taki nie jest zaskoczeniem wobec wyników uprzednio prowadzonych badań. Luo i Bhattacharya (2006) wykazali, że dla przedsiębiorstw nieinnowacyjnych (w tym przedsiębiorstw sektora HoReCa) zbyt duża koncentracja na społecznej odpowiedzialności biznesu obniża satysfakcję klientów. Zgodnie ze zdaniem tych autorów, przedsiębiorstwa takie powinny w pierwszej kolejności

skoncentrować się na zwiększeniu użyteczności dla klientów, a dopiero po jej zwiększeniu przejść do działań w obszarze CSR.

**Tabela 4**

ANOVA dla zmiennej zależnej  $EP_t$

Model	Sumy kwadratów odchyień	Stopnie swobody	Średnie kwadraty odchyień	F	Istotność
Regresja	62 693 628 500,00	7	8 956 232 643,00	5,524	0,00*
Pozostałe	87 559 346 700,00	54	1 621 469 383,00		
Całość	150 252 975 200,00	61			

\* Zmienne niezależne: (Stała), TYPE\_dstr, DNI\_radical, TYPE\_org, TYPE\_proc, CSR, TYPE\_mrkt, DNI\_nttc.

Źródło: opracowanie własne.

**Tabela 5**

Współczynniki regresji dla zmiennej zależnej  $EP_t$

Model	Niestandaryzowane współczynniki		Standaryzowane współczynniki	t	Istotność	Współliniowość	
	B	błąd standardowy	beta			tolerancja	VIF
(Stała)	-26 576,54	10 927,69		-2,43	0,01		
CSR	-64 260,96	17 628,09	-0,48	-3,64	0,00	0,62	1,60
DNI_radical	-7 982,51	22 838,91	-0,04	-0,35	0,72	0,83	1,20
DNI_nttc	33 752,41	13 336,55	0,33	2,53	0,01	0,61	1,63
TYPE_proc	-11 188,30	19 203,65	-0,07	-0,58	0,56	0,63	1,58
TYPE_mrkt	14 094,51	15 822,42	0,11	0,89	0,37	0,63	1,58
TYPE_org	-43 691,17	20 536,12	-0,29	-2,12	0,03	0,55	1,81
TYPE_dstr	-20 701,95	16 400,08	-0,18	-1,26	0,21	0,53	1,88

Źródło: opracowanie własne.

Kolejny rezultat poznawczy odnosi się do stopnia nowatorstwa innowacji. Wdrażanie rozwiązań stanowiących nowość na poziomie całego przedsiębiorstwa przyczyniało się do wzrostu zysku ekonomicznego w roku  $t$  o średnio ponad 33 mln. zł na tle efektów wdrażania innowacji inkrementalnych ( $p < 0,01$ ). Innowacje bardziej nowatorskie wywierały więc silniejszy pozytywny efekt. W tym kontekście za poznawczo interesującą należy uznać statystycznie nieistotną różnicę między efektami innowacji inkrementalnych i radykalnych. Fakt ten może wiązać się z niewielką reprezentacją tej kategorii ( $n = 4$ ), co z kolei jest charakterystyczne dla przedsiębiorstw sektora HoReCa (Weiermair, 2004).

Kolejną zmienną w sposób statystycznie istotny różnicującą wielkość zysku ekonomicznego w roku  $t$ , był typ innowacji. Badanie wykazało, że innowacje organizacyjne wywierają negatywny efekt na tle innowacji produktowych (kategorii referencyjnej) ( $p < 0,05$ ). Wynik taki potwierdza poprzednie badania prowadzone w obszarze efektów wywieranych przez innowacje. Szutowski (2016) wykazał w kontekście zmian wartości dla akcjonariuszy,

że innowacje organizacyjne wywierają negatywny efekt na tle innowacji produktowych. W odniesieniu do zysku ekonomicznego kluczowa rola innowacji produktowych jest pochodną ich potencjału zwiększania przychodów ze sprzedaży, co znajduje odzwierciedlenie w całkowitym zysku netto w roku  $t$ .

## Uwagi końcowe

Przeprowadzone badanie pozwoliło wzbogacić dotychczasowy dorobek literatury z tego zakresu o następujące wnioski w kontekście przedsiębiorstw z sektora HoReCa:

1. Pojawiające się ogłoszenia o innowacjach umożliwiają wyjaśnienie około 40% kształtowania się zysku ekonomicznego w danym roku.
2. Innowacje z elementami CSR wpływają negatywnie na osiągnięty zysk ekonomiczny w danym roku.
3. Innowacje nowe dla przedsiębiorstwa wywierają silniejszy pozytywny efekt niż innowacje inkrementalne, a innowacje organizacyjne wywierają negatywny efekt w porównaniu do innowacji produktowych.

W badaniu nie udało się natomiast dowieść statystycznie istotnego wpływu poszczególnych zmiennych na zysk ekonomiczny w roku następnym po ogłoszeniu czy też na zmianę zysku ekonomicznego.

Podsumowując wnioski z badania, należy stwierdzić, że jego autorzy zdają sobie sprawę z małej liczebności sektora HoReCa na GPW w Warszawie (a co za tym idzie ograniczonego zakresu podmiotowego badania) oraz specyfiki badanej próby. Część przedsiębiorstw nie osiągnęła w analizowanym okresie dodatnich wartości zysku ekonomicznego (mimo dodatnich wyników finansowych). Być może związane jest to ze słabym potencjałem tych podmiotów (sektora) do tworzenia wartości (ewentualnymi problemami w projektowaniu i wdrażaniu innowacji), a także, czego nie można wykluczyć, z ucieczką w działania pozorowane – ogłaszanie innowacji o niskiej istotności dla przedsiębiorstwa w celu osiągnięcia wyłącznie efektów marketingowych. Warto także zaznaczyć, że w dalszych krokach badania można byłoby rozszerzyć o analizę zależności w oparciu o inne miary zysku ekonomicznego (takie jak wspomniane wcześniej EVA, CVA, SVA, REVA, RCF, etc.) oraz rozważyć rozszerzenie okna czasowego potrzebnego dla uzyskania efektów innowacji z  $t + 1$  na  $t + 2$ , itd. ze względu na ewentualne przedwczesne ogłoszenia, złożoność i długotrwałość wdrażania innowacji.

## Literatura

- Abernathy, W., Clark, K. (1985). Innovation: Mapping the winds of creative destruction. *Research Policy*, 14, 3–22.
- BCG (1996). *Shareholder Value Metrics*. Boston Consulting Group.
- Berry, L., Shankar, V., Parish, J., Cadwallader, S., Dotzel, T. (2006). Creating New Markets through Service Innovation. *MIT Sloan Management Review*, 47 (2), 56–63.



- BZWBK (2013, Decebber). *MACROscope*. Pobrano z [https://static3.bzwbk.pl/asset/m/\\_/e/m\\_eng\\_2013\\_12\\_44235.pdf?\\_ga=2.242547074.1634309783.1522169419-2056265581.1522169419](https://static3.bzwbk.pl/asset/m/_/e/m_eng_2013_12_44235.pdf?_ga=2.242547074.1634309783.1522169419-2056265581.1522169419).
- BZWBK (2015, December). *MACROscope*. Pobrano z [https://static3.bzwbk.pl/asset/m/\\_/e/m\\_eng\\_2015\\_12\\_59679.pdf?\\_ga=2.242547074.1634309783.1522169419-2056265581.1522169419](https://static3.bzwbk.pl/asset/m/_/e/m_eng_2015_12_59679.pdf?_ga=2.242547074.1634309783.1522169419-2056265581.1522169419).
- BZWBK (2017, December). *MACROscope*. Pobrano z [https://static3.bzwbk.pl/asset/m/\\_/e/m\\_eng\\_2017\\_12\\_82490.pdf?\\_ga=2.242547074.1634309783.1522169419-2056265581.1522169419](https://static3.bzwbk.pl/asset/m/_/e/m_eng_2017_12_82490.pdf?_ga=2.242547074.1634309783.1522169419-2056265581.1522169419).
- Cwynar, A., Cwynar, W. (2000). Jak zmierzyć efekty kreacji wartości dla właścicieli przedsiębiorstwa – przekrój dostępnych możliwości. Cz. I–III. *Controlling i Rachunkowość Zarządcza*, 7–9.
- Damodaran, A. (2018). *Data: Archives*. Pobrano z [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/data-archived.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data-archived.html).
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* New York: John Wiley & Sons.
- Dow Jones (2016). *Factiva. Your Trusted Source for Premium News, Data and Analysis*. Pobrano z: <http://www.dowjones.com/products/product-factiva/>.
- Farrell, J., Klemperer, P. (2007). Coordination and Lock-in: Competition with Switching Costs and Network Effects. W: *Handbooks in Economics 10. Handbook of Industrial Organisation*, red. M. Armstrong, R. Porter. Amsterdam: Elsevier.
- Fernández, P. (2009). *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*. San Diego: Academic Press, Elsevier Science.
- Freeman, R., Velamuri, R. (2006). A New Approach to CSR: Company Stakeholder Responsibility. W: *Corporate Social Responsibility (CSR): Reconciling Aspirations with Application*, red. A. Kakabadse, M. Morsing (s. 9–23). Basingstoke: Palgrave MacMillan.
- Gunday, G., Ulusoy, G., Kilic, K., Alpkan, L. (2011). Effects of Innovation Types on Firm Performance. *International Journal of Production Economics*, 133, 662–676.
- Hipp, C., Tether, B., Miles, I. (2000). The Incidence and Effects of Innovation in Services: Evidence from Germany. *International Journal of Innovation Management*, 4 (4), 417–453.
- Ho, Y., Fang, H., Hsieh, M. (2011). The Relationship between Business-Model Innovation and Firm Value: A dynamic perspective. *International Scholarly and Scientific Research & Innovation*, 5 (5), 551–559.
- Kachniewska, M. (2014). Wpływ digitalizacji kanałów dystrybucji na strukturę rynku usług pośrednictwa turystycznego. *E-mentor*, 53, 86–91.
- Luo, X., Bhattacharaya, C. (2006). Corporate Social Responsibility, Customer Satisfaction, and Market Value. *Journal of Marketing*, 4 (70), 1–18.
- Marshall, A. (1980). *Principles of Economics*. Pobrano z: <http://www.econlib.org/library/Marshall/marP.html>.
- Mikołajewicz, G., Nowicki, J. (2005). Przydatność ekonomicznej wartości dodanej (EVA) w ocenie tworzenia wartości. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 406. *Prace Instytutu Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw*, 43.
- Moss Kanter, R. (2006). Innovation. The Classic Traps. *Harvard Business Review*, 11. Pobrano z: <https://hbr.org/2006/11/innovation-the-classic-traps>.
- Möller, K., Rajala, R., Westerlund, M. (2008). Service Innovation Myopia? A New Recipe for Client-Provider Value Creation. *California Management Review*, 3 (50), 31–48.
- Nicolau, J., Santa-Maria, M. (2013). The Effect of Innovation on Hotel Market Value. *International Journal of Hospitality Management*, 32, 71–79.
- Nidumolu, R., Prahalad, C., Rangaswami, M. (2009). Why Sustainability Is Now the Key Driver of Innovation. *Harvard Business Review September*, 2 (41), 30–37.
- Notoria Serwis (2018). *Dane finansowe dla inwestorów*. Pobrano z: <http://ir.notoria.pl>.
- OECD, Eurostat (2005). *Oslo Manual. Guidelines for collecting and interpreting innovation data* (3rd ed). OECD Publishing.
- Rappaport, A. (1998). *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*. New York: Free Press.
- Shiller, R. (2006). Behavioral Economics and Institutional Innovation. *Southern Economic Journal*, 2 (72), 269–283.
- Simpson, P., Siguaw, J., Enz, C. (2006). Innovation Orientation Outcomes: The Good and the Bad. *Journal of Business Research*, 10–11 (59), 1133–1141.
- Stewart, G.B. (1991). *The Quest for Value. A Guide for Senior Managers*. New York: HarperBusiness.
- Stooq.pl (2018). *Dane historyczne*. Pobrano z <https://stooq.pl>.
- Szutowski, D. (2016). *Innovation and Market Value. The Case of Tourism Enterprises*. Warszawa: Difin.
- Szutowski, D. (2018). Innovation source, Advancement Stage and Company Stock Returns. *The Service Industries Journal*. DOI: 10.1080/02642069.2018.1450869.

- Trias, F., Kotler, Ph. (2013). *Innowacyjność – przepis na sukces: Model od A do F*. Poznań: Rebis.
- Van Riel, A., Lemmink, J., Ouwersloot, H. (2004). High-Technology Service Innovation Success: A Decision-Making Perspective. *Journal of Product Innovation Management*, 5 (21), 348–359.
- Weiermair, K. (2004). Product Improvement or Innovation: What Is the Key to Success in Tourism? W: OECD, *Innovation and growth in tourism* (s. 1–11). Paris: OECD Publishing.

#### **INNOVATION AND ECONOMIC PROFIT: THE CASE OF HORECA COMPANIES LISTED ON WARSAW STOCK EXCHANGE**

**Abstract:** *Purpose* – The purpose of the present paper is to determine the relationship between the implementation of innovation and economic profit.

*Design/methodology/approach* – The subjective scope covered 62 innovation implementation announcements released by HoReCa (Hotel, Restaurant, Catering/Café) enterprises listed on the Warsaw Stock Exchange in the period of January 2011 – December 2015. Innovation announcements were gathered with the use of Dow Jones Factiva database and financial data was obtained through Notoria Serwis database.

*Findings* – The analysis of innovation announcements allows predicting approximately 40% of the changes in economic profit. Moreover the results indicate the negative impact of innovation with elements of CSR on economic profit, stronger positive effect of new-to-the-company innovation in relation to incremental one, and negative effect of organisational changes in relation to new products.

*Originality/value* – The research fills the research gap concerning the effects of the implementation of innovation in HoReCa enterprises on economic profit.

**Keywords:** innovation, economic profit, HoReCa

#### **Cytowanie**

- Szutowski, D., Mikołajewicz, G. (2018). Innowacje a zysk ekonomiczny: analiza sektora HoReCa na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 335–346. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-29.

## Rynek inwestycji emocjonalnych w Polsce

Joanna Wieprow\*

**Streszczenie:** *Cel* – Celem artykułu jest identyfikacja i ocena rynku inwestycji emocjonalnych w Polsce oraz wskazanie kierunków jego rozwoju.

*Metodologia badania* – Analiza tekstów źródłowych, artykułów naukowych z zakresu inwestycji alternatywnych, w tym kolekcjonerskich; analiza poszczególnych segmentów rynku inwestycji emocjonalnych w Polsce i na świecie na podstawie dostępnych opracowań i raportów.

*Wynik* – Inwestycje emocjonalne stanowią alternatywę dla tradycyjnych form inwestowania, łącząc w sobie możliwość realizacji celów inwestycyjnych z celami pozaekonomicznymi. W warunkach niestabilnych rynków finansowych, poprzez dywersyfikację portfela inwestycyjnego, mogą przyczynić się do uzyskania wyższej stopy zwrotu, przy takim samym lub mniejszym poziomie ryzyka. Rynek inwestycji emocjonalnych w Polsce dynamicznie się rozwija, co przejawia się między innymi wzrastającym popytem na dobra luksusowe, wyższymi obrotami domów aukcyjnych i wzrostem zapotrzebowania na usługi typu *private banking* oraz *wealth management*.

*Oryginalność/wartość* – Tematyka inwestycji emocjonalnych jest jeszcze dość rzadko podejmowana w opracowaniach naukowych. W artykule scharakteryzowano rynek inwestycji emocjonalnych w Polsce, na tle rynków światowych, oraz wskazano kierunki jego rozwoju.

**Słowa kluczowe:** inwestycje alternatywne, inwestycje emocjonalne, aktywa emocjonalne

### Wprowadzenie

Wahania na rynkach finansowych w ostatnich latach spowodowały większe zainteresowanie inwestycjami alternatywnymi, których podkategorię stanowią inwestycje emocjonalne. Mianem inwestycji emocjonalnych określić można te inwestycje, których głównym bodźcem ich przeprowadzenia nie jest zysk, lecz czynniki pozaekonomiczne, takie jak doznania estetyczne, przyjemność z posiadania, prestiż czy satysfakcja z przynależności do wąskiego grona kolekcjonerów. W przypadku inwestycji emocjonalnych kluczowe znaczenie ma niski współczynnik korelacji stóp zwrotu tej klasy aktywów ze stopami zwrotu akcji i obligacji oraz niska wartość odchylenia standardowego stóp zwrotu. Cechy te umożliwiają tworzenie bardziej efektywnych portfeli inwestycyjnych, w skład których wchodzi oprócz akcji i obligacji, również inwestycje emocjonalne. Przez bardziej efektywne rozumie się w tym przypadku portfele, które zgodnie z nowoczesną teorią portfelową pozwalają inwestorom uzyskać wyższą stopę zwrotu przy takim samym lub niższym ryzyku, jaka byłaby możliwa do osiągnięcia z portfela zbudowanego wyłącznie z akcji i obligacji (Borowski, 2016a,

---

\* dr Joanna Wieprow, Wyższa Szkoła Bankowa we Wrocławiu, e-mail: joanna.wieprow@cloud.wsb.wroclaw.pl.

s. 9–10). Szacuje się, że wielkość udziału inwestycji alternatywnych w portfelach inwestorów stanowi obecnie 10–20%.

Polski rynek inwestycji emocjonalnych rozwija się w szybkim tempie. Do portfela aktywów, takich jak dzieła sztuki, alkohole, stare samochody dołączają nowe przedmioty inwestycyjne: znaczki pocztowe, monety kolekcjonerskie czy komiksy. Już niewielki udział tego typu aktywów w portfelu inwestycyjnym może znacznie zmienić jego charakter i ograniczyć ryzyko wynikające z dynamicznych zmian na rynkach finansowych. Dywersyfikacja portfela umożliwi ograniczenie strat w momentach kryzysowych, nadaje mu stabilności, a często, przy trafionych inwestycjach, pozwala uzyskać stopę zwrotu wyższą niż przy inwestycjach tradycyjnych. Celem niniejszego opracowania jest identyfikacja i ocena rynku inwestycji emocjonalnych w Polsce oraz wskazanie kierunków jego rozwoju. W pierwszej części artykułu przedstawiono przegląd definicji inwestycji emocjonalnych oraz przedstawiono ich rodzaje i cechy. Następnie został scharakteryzowany rynek inwestycji emocjonalnych w Polsce na tle rynków światowych, oraz wskazane kierunki jego rozwoju.

## 1. Inwestycje emocjonalne – pojęcie i rodzaje

Trudno w literaturze przedmiotu doszukać się jednoznacznej definicji pojęcia inwestycji emocjonalnych. Stanowią one podkategorię inwestycji alternatywnych, które, ze względu na przyjęte kryteria, mogą być przez wielu autorów rozumiane odmiennie. W publikacjach naukowych, jak i specjalistycznych, przeznaczonych dla praktyków, inwestycje alternatywne to takie, których nie zalicza się do inwestycji tradycyjnych. Jednak linia podziału pomiędzy tymi rodzajami inwestycji jest niejasna. Dla jednych uczestników rynku do inwestycji tradycyjnych zalicza się akcje, obligacje, jednostki funduszy inwestycyjnych a instrumenty pochodne czy produkty strukturyzowane będą już należały do kategorii inwestycji alternatywnych. Bez wątplenia inwestycje alternatywne obejmują wiele produktów. Ich przydzielenie do danej kategorii zależy często od osoby, która takiego podziału dokonuje, jest zatem subiektywne. I tak na przykład Pełka określa inwestycje alternatywne jako „szeroką gamę produktów i usług finansowych, które nie zaliczają się do tradycyjnych form inwestowania, takich jak akcje, obligacje czy klasyczne fundusze inwestycyjne. Jest to wyodrębniona ze względu na specyficzne cechy kategoria inwestycji obejmująca różnorodne klasy aktywów. Do grupy tej zalicza się fundusze *hedge*, produkty ustrukturyzowane, *private equity*, konta zarządzane, nieruchomości, surowce i nową generację instrumentów pochodnych” (Pełka, 2009, s. 15). Można również zdefiniować inwestycje alternatywne jako takie, które mają ujemną korelację z papierami wartościowymi (Opieła, 2002, s. 58–67). Z kolei inwestorzy rozumieją tego rodzaju inwestycje jako aktywa fizyczne, niepowiązane z rynkiem finansowym. Z tego punktu widzenia można przyjąć, że inwestycje alternatywne należy rozumieć jako inwestycje w fizycznie istniejące aktywa, których stopa zwrotu jest nieskorelowana z rykiem finansowym i obejmuje: nieruchomości, kamienie i metale szlachetne, dzieła sztuki, alkohole, dobra luksusowe (np. jachty, zegarki), surowce i towary, materiały ozdobne

pochodzenia naturalnego (np. bursztyn), kolekcje (np. znaczki, monety, pióra, stare książki), komiksy, pamiątki narodowe (Banasik, 2016, s. 110–113).

Inwestycje emocjonalne, znane również jako inwestycje w pasję, charakteryzuje to, że łączą w sobie pierwiastek ekonomiczny z emocjonalnym. Borowski określa inwestycje emocjonalne jako takie, w przypadku których zysk nie jest podstawową determinantą ich przeprowadzenia, natomiast brane są pod uwagę głównie czynniki pozaekonomiczne – emocje, uczucia czy doznania zmysłowe. Dla podmiotów zaangażowanych na tym rynku istotnymi czynnikami uwzględnianymi w procesie podejmowania decyzji stają się: piękno, unikatowość, pochodzenie, charakter czy też sam fakt, że mogą oni obcować z określonym obiektem. Złożoność ludzkiej natury wręcz uniemożliwia zdefiniowanie inwestycji emocjonalnych – dla różnych inwestorów najważniejszymi mogą okazać się obiekty zaliczane do różnych kategorii, o odmiennych cechach i przeznaczeniu (Borowski, 2016a, s. 9). Do inwestycji emocjonalnych zaliczyć można inwestycje w: dzieła sztuki (malarstwo, rysunek, rzeźba, fotografia, grafika), alkohole, antyki, kolekcje (monety, znaczki pocztowe), starodruki, instrumenty muzyczne, komiksy, biżuterię, stare samochody. Lista ta nie jest kompletna i stanowi zbiór otwarty, ponieważ rynek inwestycji emocjonalnych obejmuje znacznie więcej przedmiotów, np. wszelkiego rodzaju pamiątki, autografy oraz ubrania znanych osobistości, cygara, zegary, płyty winylowe, zabawki. W niniejszym opracowaniu pod pojęciem inwestycji emocjonalnych należy rozumieć inwestycje w fizycznie istniejące aktywa, nisko skorelowane z rynkiem finansowym, gdzie motywacją do ich przeprowadzenia są, oprócz osiągnięcia celu inwestycyjnego, czynniki pozaekonomiczne (emocjonalne).

## 2. Cechy rynku inwestycji emocjonalnych

Rynek inwestycji emocjonalnych różni się od rynku inwestycji tradycyjnych wieloma cechami. Do podstawowych wyróżników zaliczyć można (Borowski, 2012, s. 6–8):

- są to dobra istniejące fizycznie,
- niska płynność,
- trudność w określeniu wartości rynkowej inwestycji - często występują dobra unikane,
- długi horyzont inwestycyjny (szacuje się na około 5–7 lat),
- rynek wymaga specjalistycznej wiedzy lub skorzystania z porady eksperta,
- ograniczenia w dostępie do informacji (asymetria informacji),
- problem z przechowywaniem i bezpieczeństwem aktywów – dodatkowe koszty dla inwestora,
- ograniczenia w swobodnym przepływie przedmiotów między krajami – istnieją przepisy regulujące wywóz np. dzieł sztuki za granicę,
- występowanie mód – w określonym czasie można zaobserwować większy popyt na pewne podkategorie aktywów,
- występowanie inwestorów, którzy nie są nastawieni wyłącznie na zysk.

Duża różnorodność aktywów emocjonalnych pozwala inwestorom na wybór dostosowany do ich preferencji, zainteresowań czy realizacji potrzeb nieekonomicznych, takich jak prestiż czy chęć posiadania. Jednocześnie umożliwia dywersyfikację portfela inwestycyjnego, realizując przy tym różne cele inwestycyjne. Można znaleźć tu także osoby szukające bezpiecznej lokaty kapitału, oczekujących wyższej stopy zwrotu niż na innych rynkach, ale także spekulantów, dla których istotna jest szybka sprzedaż i wysoki zysk. Cechą charakterystyczną dla tego rynku jest występowanie kolekcjonerów, którzy wchodzi na rynek tylko w celu zdobycia danego przedmiotu. W pewnym sensie stają się inwestorami na chwilę. Po zawarciu transakcji kupna osiągają swój cel, jakim jest posiadanie i nie zamierzają ponownie wprowadzić dobra na rynek. Tylko w określonych sytuacjach przedmiot kolekcjonerski pojawia się ponownie w obrocie. W tym przypadku stosuje się określenie, że jest to rynek 3D. Określenie pochodzi od pierwszych liter angielskich słów opisujących sytuację, kiedy przedmiot pojawia się na aukcji (Gupta i in., 2003, s. 8):

- a) *Death* – śmierć kolekcjonera, spadkobiercy dokonują sprzedaży odziedziczonych aktywów, co stwarza szansę, w przypadku pozytywnego przebiegu aukcji lub licytacji, ustalenia ceny rynkowej;
- b) *Debts* – długi; kolekcjoner w obliczu bankructwa decyduje się na sprzedaż dzieła;
- c) *Divorce* – rozwód; przedmiot kolekcjonerski pojawia się na aukcji w momencie przeprowadzania przez parę rozwodu i podziału majątku.

Duża różnorodność aktywów emocjonalnych powoduje, że osoby szukające alternatywnych opcji pomnażania majątku, mogą połączyć swoje pasje z inwestowaniem. I jak pokazuje praktyka średnie stopy zwrotu z inwestycji emocjonalnych często przeważają te, z inwestycji uznawanych jako tradycyjne. Stanowi to zaletę lokowanych w ten sposób kapitałów. Należy także zwrócić uwagę na ryzyko, jakie niosą ze sobą inwestycje emocjonalne. Wynika ono z kilku powodów. Przede wszystkim jest to długi horyzont czasowy inwestycji – za minimalny okres uznaje się pięć lat. Jednak długi czas inwestycji może być zarówno wadą, jak i zaletą, w zależności od celów inwestora. Po drugie ryzyko wynika ze specyfiki

**Tabela 1**

Wady i zalety inwestycji emocjonalnych

Wady	Zalety
<ul style="list-style-type: none"> <li>– niska płynność,</li> <li>– długi czas inwestycji,</li> <li>– trudności z wyceną,</li> <li>– ryzyko walutowe (np. w przypadku alkoholu),</li> <li>– konieczna wiedza specjalistyczna,</li> <li>– dodatkowe koszty (ubezpieczenie, przechowywanie, transport),</li> <li>– występowanie mód,</li> <li>– ryzyko fałszerstwa</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– połączenie pasji z inwestowaniem,</li> <li>– możliwość dywersyfikacji portfela inwestycyjnego,</li> <li>– długoterminowa lokata kapitału,</li> <li>– duża różnorodność aktywów, co daje możliwość angażowania zarówno niskich jak i wysokich nakładów finansowych,</li> <li>– możliwość korzystania z rzeczy pomiędzy terminem zakupu i sprzedaży</li> </ul>

Źródło: opracowanie własne.

aktywów emocjonalnych, gdyż są to przedmioty istniejące fizycznie, mogące ulec uszkodzeniu, zniszczeniu czy kradzieży. Wiąże się to z koniecznością poniesienia kosztów związanych z ubezpieczeniem, założeniem instalacji alarmowej, wynajęciem skrytki bankowej czy miejsca w magazynie. Ponadto należy podkreślić, że aktywa emocjonalne są mało płynne i występują trudności z ich wyceną, wymagającą często wiedzy eksperta. Poniższa tabela podsumowuje powyższe rozważania i przedstawia wady i zalety inwestycji emocjonalnych.

### 3. Rynek inwestycji emocjonalnych w Polsce na tle rynku światowego

Rynek inwestycji emocjonalnych charakteryzuje się dużą różnorodnością pod względem oferowanych przedmiotów. Inwestorzy, realizując cel inwestycyjny, mogą ulokować kapitał w aktywach, które odpowiadają ich gustom. Jeszcze do niedawna cechą tego rynku był wysoki próg wejścia. Inwestycje w dzieła sztuki, alkohole czy samochody dostępne były głównie dla klientów zamożnych. Obecnie wysokość nakładów inwestycyjnych jest coraz niższa i wynosi nawet kilkaset złotych, co przyczynia się do wzrostu popularności tego typu inwestycji.

W celu scharakteryzowania rynku inwestycji emocjonalnych w Polsce należałoby wyodrębnić jego podkategorie. Trudno tu jednak przyjąć kryterium podziału, takie jak wysokość obrotów na rynku czy popularność wśród inwestorów. Powodem jest brak zestawień czy badań, które by kompleksowo opisywały omawiany temat. Wynika to głównie z dwóch przyczyn. Po pierwsze jest to rynek stosunkowo nowy w Polsce. Oczywiście dziełami sztuki czy przedmiotami kolekcjonerskimi handlowano od dawna, jednak dopiero od kilku lat są traktowane jako sposób na dywersyfikację portfela inwestycyjnego. Ponadto handel aktywami emocjonalnymi odbywa się częściowo na rynku pozagiełdowym, niestandardyzowanym, co utrudnia rejestrację przepływów dóbr i ich cen. Problemem jest również niedostateczny rozwój narzędzi analitycznych opisujących procesy na tym rynku. Dlatego oszacowanie wartości danego segmentu rynku inwestycji emocjonalnych nie jest proste. Występują także trudności z ustaleniem stóp zwrotu, ze względu na brak indeksu odniesienia (benchmarku) lub problemy z jego utworzeniem. Najwięcej indeksów można spotkać na rynku sztuki oraz na rynku alkoholi inwestycyjnych. Istnieje wiele aktywów emocjonalnych, które nie posiadają żadnych indeksów, np. komiksy, pióra. Aby dokonać analizy rynku inwestycji emocjonalnych scharakteryzowane zostaną, ze względu na rozmiary opracowania, tylko te aktywa, które według wiedzy autorki, są najbardziej popularne wśród inwestorów w Polsce. Zatem poddane badaniu zostaną takie aktywa jak: dzieła sztuki, alkohole, znaczki pocztowe, monety oraz komiksy.

Rynek sztuki jest największym segmentem nie tylko rynku inwestycji emocjonalnych, ale także alternatywnych w ogóle. Przedmiotem handlu są tu dzieła sztuki: obrazy, rzeźby, grafiki, fotografie, plakaty, porcelana, antyki czy sztuka użytkowa. Inwestując w dzieła sztuki należy wziąć pod uwagę, że trudno w tym przypadku uzyskać wiarygodne

informacje na temat historycznych stóp zwrotu. Zwykle są to dzieła unikalne, charakteryzujące się skrajnie niską płynnością, wymagające specjalistycznej wiedzy lub skorzystania z usług ekspertów. Nie mniej jednak rynek dzieł sztuki na świecie cieszy się coraz większą popularnością, wzrasta liczba dokonywanych transakcji a obroty z roku na rok rosną.

Według *Raportu The European Fine Art Foundation* (Pownall, 2017) trzy państwa posiadają zdecydowaną większość udziałów w światowym rynku sztuki: USA (29,5%), Wielka Brytania (24%) oraz Chiny (18%). W 2016 roku światowy rynek sprzedaży dzieł sztuki wart był w sumie 45 mld dol. (44 mld w 2015 r.). Rok 2017 był przełomowy, ponieważ obraz Leonardo da Vinci *Salvator Mundi* został sprzedany za rekordową cenę 450,3 mln dol. O dużym zainteresowaniu rynkiem sztuki świadczy funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych, skupionych na obrocie przedmiotami artystycznymi. Wartość międzynarodowego rynku funduszy inwestujących w sztukę cały czas wzrasta. Do najbardziej znanych zaliczane są: *The Fine Art Fund*, *Elite Advisers*, *Atlanta Art.*, *China Investment Fund*, *American Art Fund*, *American Master Collection*. Średnia stopa zwrotu z pięcioletniej inwestycji określona poprzez indeks *The Mei Moses All Art<sup>1</sup>* wynosi około 111%. Fundusze inwestycyjne oparte na wyselekcjonowanych dziełach sztuki osiągają również bardzo wysokie stopy zwrotu. Doskonałym przykładem jest *The Fine Art Fund*, którego średnia roczna stopa zwrotu w latach 2006–2011 wynosiła 23,08%. Niekwestionowanym liderem jest rosyjski fundusz *Atlanta Fund*, który w 2011 roku odnotował 41,87% stopy zwrotu (<http://rynekisz-tuka.pl/2014/01/20/fundusze-inwestycyjne-na-ryнку-sztuki>, 12.02.2018).

Rynek sztuki w Polsce jest traktowany jako wschodzący (Borowski, 2016a, s. 122). Wolumen transakcji stale się powiększa, obroty domów aukcyjnych rosną, wzrasta sprzedaż w galeriach sztuki, przybywa firm zajmujących się organizowaniem aukcji. Do wzrostu popularności inwestycji w sztukę przyczynia się wprowadzenie usług *art banking* do *private banking* i *wealth managment*. Banki korzystają z pomocy rzeczoznawców oraz nawiązują współpracę z domami aukcyjnymi i galeriami sztuki. Handel dziełami sztuki odbywa się w Polsce głównie na licytacjach w domach aukcyjnych<sup>2</sup>, na aukcjach stacjonarnych i internetowych oraz poprzez firmy organizujące aukcje. W 2016 roku łączny obrót pięciu największych polskich domów aukcyjnych wyniósł 145,3 mln zł (87% rynku). Całkowite obroty na tym rynku wyniosły 167,1 mln zł – na 269 aukcjach stacjonarnych. Liderem polskiego rynku sztuki jest Desa Unicum, której udział, z obrotem 69,8 mln zł, wynosi 42%. W 2016 roku w Desa Unicum wylicytowano 3863 obiekty. Obecnie najbardziej dynamicznie rozwija się segment młodej sztuki (52% wylicytowanego w 2016 r. malarstwa). W 2017 roku na polskim rynku sztuki odbyły się 284 aukcje, które przyniosły łączny obrót 214,1mln zł. W porównaniu z rokiem 2016 jest to wzrost o 28%. W 2017 roku padł też rekord cenowy polskiego rynku. Obraz Wyspiańskiego „Macierzyństwo” z 1904 roku wylicytowano za 4 366 tys. zł (cena wraz z opłatą prowizyjną) (<http://www.artinfo.pl/pl/publikacje/artinformacje/wyniki-ryнку-sztuki-2017>, 12.02.2018).

<sup>1</sup> Pierwszy indeks rynku sztuki oparty na tzw. *repead sales*.

<sup>2</sup> Jest ich w Polsce ok. 27.



Podane powyżej przykłady sugerują, że rynek sztuki wymaga wysokich nakładów inwestycyjnych. Jednak tak wysokie kwoty uzyskane za obraz są rzadkością. Bardzo dużym popytem cieszą się w ostatnich latach dzieła twórców należących do tzw. młodej sztuki, czyli dzieł powstałych po 2000 roku. W pierwszym półroczu 2017 roku średnia cena wyceniona obrazu na aukcjach „Młoda Sztuka” wyniosła 1506 zł. Czas inwestycji na rynku sztuki szacowany jest na minimum pięć lat. Dwucyfrowe stopy zwrotu są potwierdzone w obrębie większości segmentów rynku, jednak najsilniejsza jest kondycja inwestycyjna sztuki współczesnej. Jeden z aktualnych polskich przykładów jest praca „*Mountain Road*” z 1961 roku Nowosielskiego. Przy horyzoncie inwestycyjnym 14 lat roczna stopa zwrotu z tej inwestycji wyniosła 21,4%.

Z roku na rok coraz większym zainteresowaniem inwestorów cieszy się rynek alkoholi inwestycyjnych. Whisky, wino i koniak inwestycyjny to luksusowe, najwyższej klasy alkohole, cieszące się dużą renomą i poszukiwane przez koneserów i kolekcjonerów. Najczęściej to stare, dobrze zachowane roczniki, produkowane w ograniczonych ilościach – nierzadko to edycje limitowane i unikalne. Im więcej powyższych cech, tym droższy trunek. Inwestycja w alkohole może być dokonywana na rynku pierwotnym (np. zakup wina w winnicy), na rynku wtórnym (na aukcjach i giełdach), oraz za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych.

Polski rynek inwestycji w luksusowe alkohole ma ogromne perspektywy wzrostu. Ogólna wartość polskiego rynku luksusowych alkoholi w 2017 roku szacowana jest na 856 mln zł, podczas gdy cały rynek alkoholi wart jest 62,2 mld zł. Prognozy wskazują, że do 2021 roku segment alkoholi luksusowych może zanotować wzrost o 36% i wynieść blisko 1,2 mld zł. Odzwierciedla to tendencję na rynku i rosnące zainteresowanie alkoholami z wyższej półki. Na popularności zyskuje głównie whisky, importowana przede wszystkim ze Szkocji (*Rynek dóbr luksusowych w Polsce*, 2017, s. 44–45). Absolutnym rekordzistą jest szkocka whisky *Single Malt*, której tempo wzrostu sprzedaży według prognoz ma zbliżyć się do 19% w 2020 roku. W 2016 roku import whisky do Polski wynosił 35 mln butelek, w Europie tylko w Niemczech, Hiszpanii i Francji import był wyższy. Blisko 75% sprzedanej whisky pochodziło ze Szkocji (<http://gielda-inwestora.pl/alternatywne/alkohole-i-cygara/alkohol-alkohole-premium-coraz-popularniejsze>, 10.02.2018). Ekspertki szacują, że stopa zwrotu z inwestycji w whisky wynosi około 12% w skali roku, minimalna kwota wejścia na rynek wynosi około 12 tys. zł, a czas inwestycji to 6–7 lat.

Coraz większą popularnością wśród inwestorów cieszą się wina kolekcjonerskie. Część win kolekcjonerskich, tytuły najbardziej prestiżowe, będące ikonami w świecie win, notowane na giełdzie winiarskiej, są winami inwestycyjnymi. Biorąc pod uwagę najwyższe średnie ceny na rynku win inwestycyjnych liczy się głównie region Burgundii, z jednym z najdroższych win na świecie pochodzącym od producenta *Domaine de la Romanée-Conti* oraz region Bordeaux. Pozostałe państwa, które mogą się posiadać najwyżej wyceniane wina to Niemcy, Włochy, Portugalia, Hiszpania (<https://www.marekkondrat.pl/oferta-dedykowana/wina-kolekcjonerskie>, 10.02.2018). Najdroższe wino na świecie zostało sprzedane za 500 tys. dol. (*Screaming Eagle Cabernet Sauvignon*, rocznik 1992).

Najpopularniejszą giełdą win jest londyńska giełda Liv-ex (*London International Vintners Exchange*), powstała w 1999 roku. Giełda Liv-ex, gromadząc, a następnie udostępniając zainteresowanym dane na temat zawieranych na rynku transakcji, w fundamentalny sposób przyczyniła się do wzrostu transparentności rynku win inwestycyjnych. Tym samym umożliwiła jego rozwój i wzrost zainteresowania inwestycjami w tą klasę aktywów przez szerszą grupę inwestorów, w tym instytucjonalnych. Na londyńskim rynku zakupów mogą dokonywać jedynie profesjonalisci. Niezwykle istotną rolę w rozwoju giełdy oraz całego rynku win inwestycyjnych miało wprowadzenie przez Liv-ex indeksów. Najpowszechniej używanym indeksem jest Liv-ex 100. Wina kwalifikowane do indeksu muszą spełniać określone warunki – podstawowym jest wycena Parkera<sup>3</sup>, nie niższa niż 95 punktów ([https:// www.skarbiec.biz/inwestycje](https://www.skarbiec.biz/inwestycje), 10.02.2018). Obecnie w Polsce zakupu wina inwestycyjnego można dokonać za pomocą wielu specjalistycznych sklepów oraz na internetowych platformach dedykowanych winom. Rekomendowany okres dla inwestycji w wino wynosi minimum pięć lat. Minimalny próg wejścia na ten rynek oscyluje wokół kwoty 15–25 tys. zł.

Kolejną możliwością połączenia pasji z inwestowaniem jest filatelistyka, która obok numizmatyki jest jedną z popularniejszych form kolekcjonerstwa. Na cenę znaczków pocztowych wpływa wiele czynników. Przede wszystkim jest to upływ czasu – z czasem liczba egzemplarzy danego znaczka ulega zniszczeniu, część z nich pozostaje w zbiorach kolekcjonera a niekiedy przekazywana jest do muzeum. Istotna jest też wysokość nakładu, walor wyemitowany w małym nakładzie jest droższy, niż ten o wysokim nakładzie. Ponadto na cenę znaczków wpływa tzw. „zużycie pocztowe”<sup>4</sup>, kraj pochodzenia, tematyka, stan zachowania czy błąd drukarski<sup>5</sup> (Borowski, 2016a, s. 163–164). Sprzedaż pojedynczych znaczków lub kolekcji odbywa się na aukcjach zarówno w domach aukcyjnych, aukcjach internetowych, w sklepach filatelistycznych, specjalistycznych firmach inwestycyjnych czy bezpośrednio od kolekcjonera. Najdroższym znaczkiem na świecie jest znaczek *British Guiana One-Cent Magenta* pochodzi z Gujany Brytyjskiej i został wydrukowany w 1856 roku (istnieje tylko jeden egzemplarz). W 2014 roku został sprzedany na aukcji w Nowym Jorku za 9,48 mln dol. Jednym z największych potentatów na rynku filatelistycznym jest brytyjska firma *Stanley-Gibbons*, która jest twórcą indeksu *SG100 Stamp Index*. Indeks bazuje na aktualnych cenach osiągniętych przez 100 znaczków najwyższej wartości, będących najczęściej obiektem handlu na całym świecie. Średnia stopa zwrotu od 2000 roku wynosi 7% (Borowski, 2016a, s. 170).

W Polsce rynek filatelistyczny jest dość płytki. Jedynym źródłem na temat cen jest katalog znaków pocztowych Fischera. Kolekcjonerzy zwracają uwagę, że podane tam ceny mają charakter orientacyjny i nie zawsze odzwierciedlają rzeczywisty popyt. Źródłem wiedzy

<sup>3</sup> Robert Parker – wiodący krytyk winiarski na świecie, specjalizujący się w szczególności w winach regionu Bordeaux, autor 100-punktowej skali oceny jakości wina.

<sup>4</sup> Im dłużej dany znaczek pozostaje w obiegu pocztowym, tym mniej zachowało się egzemplarzy czystych; tym samym osiągają one wyższe ceny.

<sup>5</sup> Znaczki z błędem drukarskim są bardzo rzadkie, często nie były dopuszczone do obiegu lub szybko wycofane z obrotu.

o rynku jest Polski Związek Filatelistów. Pierwszy polski znaczek wydano w 1860 roku dla Królestwa Polskiego w zaborze rosyjskim. Obecnie jego cena dochodzi nawet do 20 tys. zł. Najdroższy polski znaczek to tzw. dziesięciokoronówka. Jest to przedruk austriackiego znaczka z 1919 roku wydanego dla zaboru austriackiego, na którym jest stempel Poczty Polskiej. Na rynku jest ich około setki. Obecnie wartość znaczka dochodzi do 70 tys. zł (<https://www.wroclaw.pl/filatelisti-we-wroclawiu>, 11.02.2018).

Kolejnym segmentem rynku inwestycji emocjonalnych jest numizmatyka. Na rynku kolekcjonerskim wyróżnić można trzy rodzaje monet: bulionowe (lokacyjne, inwestycyjne), kolekcjonerskie (monety współczesne, przeznaczone dla kolekcjonerów) oraz monety o wartości historycznej (wycofane z obiegu). Monety bulionowe są to monety inwestycyjne, wykonane z metali szlachetnych, najczęściej ze złota lub stopu złota z miedzią. Wartość monet bulionowych zależy od jakości kruszcu, z jakiego moneta została wykonana, nie od wartości nominalnej. Na rynku inwestycyjnym najpopularniejszą złotą monetą jest Krugerrand – emitowana od 1967 roku w RPA przez renomowaną na świecie mennicę *Rand Refinery*. Moneta ma status środka płatniczego i jest wytwarzana z 22 karatowego złota (próbna 916) i domieszki miedzi. Monety zyskują na wartości, jeśli posiadają wartość numizmatyczną. Wartością składową monety kolekcjonerskiej jest nie tylko aktualna wartość kruszcu na światowych rynkach towarowych, ale również wartość kolekcjonerska – wartość dodana, której poziom zależy m.in. od wielkości nakładu monety, tematu, jaki przedstawia, serii, z jakiej pochodzi lub roku wybitcia. Ograniczony nakład i wzrost wartości monety w czasie sprawiają, że na monetach kolekcjonerskich w zasadzie nie można stracić, pod warunkiem, że traktuje się je jako inwestycję długoterminową. Dla celów inwestycyjnych stworzone zostały indeksy rynku monet. Jednym z najbardziej popularnych jest *Generic Gold Coin Index* publikowany przez firmę gradingową<sup>6</sup> *PCGS Secure*.

Monety kolekcjonerskie wyemitowane w Polsce w latach 1995–2005 zyskały na wartości od 300 do 900%. Najbardziej spektakularnym przykładem wzrostu wartości monety jest wyemitowany w 1995 roku w nakładzie ilości 500 sztuk Fryderyk Chopin. Jego cena emisyjna wynosiła 780 zł, a wartość nominalna – 200 zł. Dziś wartość monety to ok. 35 tys. zł. Była to pierwsza złota moneta kolekcjonerska wydana przez NBP po denominacji złotego, w bardzo ograniczonym nakładzie, stąd tak duże zainteresowanie inwestorów tym walorem (<https://www.bankier.pl/wiadomosc/Inwestycje-alternatywne-monety-kolekcjonerskie>, 12.02.2018). W Polsce sprzedaż monet odbywa się na rynku pierwotnym poprzez NBP lub mennice. Rynek wtóry to aukcje internetowe i stacjonarne, organizowane przez profesjonalne domy aukcyjne, sklepy numizmatyczne, komisje kolekcjonerskie. Duża część obrotu monetami odbywa się za pośrednictwem portalu Allegro oraz e-numizmatyka. Obecnie szacuje się, że polski rynek numizmatyczny liczy około 50 tys. użytkowników.

Rynkiem, który posiada duży potencjał i bardzo dynamicznie rozwija się w Polsce (i na świecie) jest rynek komiksów. Najważniejszymi cechami decydującymi o cenie planszy

<sup>6</sup> Grading – usługa świadczona przez niezależne przedsiębiorstwa, która polega na zbadaniu autentyczności monety i ocenie jej stanu zachowania.

komiksowej jest przede wszystkim popularność bohatera, następnie rzadkość egzemplarza, renoma autora oraz rodzaj planszy (okładkowa lub ze środka komiksu). Plansza komiksowa to unikalne dzieło artysty, które służy do budowy warstwy ilustracyjnej komiksu. Są to grafiki, które istnieją w jednym egzemplarzu (Borowski, 2016b, s. 16). Największymi rynkami komiksów są obecnie Stany Zjednoczone, Japonia i Francja. W 2014 roku wartość amerykańskiego rynku komiksów wyceniana była na około 950 mln dol. Na polskim rynku kolekcjonerskim poszukiwane są plansze komiksowe takich autorów jak: Chmielewski, Christa, Wiśniewski, Polch. Od 2012 roku istnieje w Polsce specjalistyczny sklep zajmujący się kupnem i sprzedażą oryginalnych plansz komiksowych. W 2014 roku odbyła się pierwsza aukcja komiksu w domu aukcyjnym (Desa Unicum), podczas której plansza okładkowa „Kajka i Kokosza” Christy została sprzedana za 22 tys. zł, przy cenie wywoławczej 4 tys. zł (plansza została kupiona za 400 zł od spadkobierców autora). W 2015 roku w Domu Aukcyjnym Desa Unicum został ustanowiony rekord – okładka komiksu „Tytus, Romek i A’Tomek, księga XX autorstwa Chmielewskiego, została sprzedana za 88,5 tys. zł, przy cenie wywoławczej 14 tys. zł (<https://desa.pl/pl/news/84/rekord-na-polskim-ryнку-sztuki-komiksowej>, 8.02.2018). Polski rynek kolekcjonowania plansz komiksowych dopiero się rozwija, a ceny zaczynają rosnąć w tempie 150–200% rocznie.

#### **4. Rynek inwestycji emocjonalnych w Polsce – perspektywy rozwoju**

Zmienna sytuacja na światowych rynkach finansowych sprzyja wzrostowi zainteresowania inwestycjami alternatywnymi, w tym kolekcjonerskimi. Analizując poszczególne segmenty polskiego rynku można zauważyć, że inwestycje w aktywa emocjonalne z roku na rok zyskują na popularności a rynek ma duży potencjał. Spowodowane jest to wieloma czynnikami. Jednym z nich jest wzrost zamożności obywateli. W 2017 roku grupa osób zamożnych (miesięczne dochody brutto powyżej 7,1 tys. zł) wyniosła około 1,1 mln zł i wzrosła w stosunku do roku poprzedniego o około 5,5%. Szacuje się, że w 2020 roku liczba ta wyniesie nawet 1,4 mln osób. Dzięki rozwojowi technologii, i związanym z tym dostępem do informacji, można zauważyć, że rośnie świadomość inwestorów z zakresu możliwości lokowania kapitału. Rozwój sieci internetowej ułatwia również dokonywanie transakcji na rynku inwestycji w pasje oraz sprzyja zachowaniu anonimowości. Poza tym można zauważyć, że wśród motywacji inwestorów zaczynają dominować czynniki nieekonomiczne, takie jak prestiż czy przyjemność z posiadania przedmiotu kolekcjonerskiego. Rośnie także zainteresowanie kulturą. Są to czynniki, które mogą przyczynić się w najbliższej przyszłości do dynamicznego rozwoju rynku omawianych inwestycji.

Do rozwoju rynku omawianych inwestycji przyczynia się także powstawanie coraz większej ilości funduszy inwestycyjnych, opartych na inwestycjach w aktywa emocjonalne oraz wzrost ich dostępności w Polsce. Dodatkowo zachętą może być to, że dochody z inwestycji w rzeczy ruchome, w świetle ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych polegają opodatkowaniu, jeżeli ich zbycie nie następuje w wykonaniu działalności

gospodarczej i zostanie dokonane przed upływem pół roku, licząc od końca miesiąca, w którym nastąpiło nabycie. Warto dodać, że dochody uzyskane ze zbycia rzeczy ruchomych są opodatkowane na zasadach ogólnych, nie zaś podatkiem od zysków kapitałowych (Dz.U. 1991, nr 80, poz. 350).

Kolejną tendencją, którą można zauważyć na polskim rynku, jest wzrost zapotrzebowania na usługi *private banking*, które w ramach swojej oferty posiadają możliwość inwestycji głównie w sztukę i wino. W Polsce obecnie większość banków ma w swojej ofercie usługi związane z pośrednictwem zakupu dzieł sztuki. W związku z tym należy się spodziewać wzrostu zapotrzebowania na doradców *private banking* oraz ekspertów od wyceny dzieł sztuki i innych obiektów kolekcjonerskich. Poza tym coraz więcej kolekcjonerów deklaruje, że chciałoby wykorzystać swoje kolekcje, jako zabezpieczenie kredytu. Aktualnie niewiele banków dopuszcza taką możliwość. Jednak wraz z rozwojem rynku można przypuszczać, że taka forma zabezpieczenia kredytów pojawi się w ofercie banków. Warto również wspomnieć, że wraz z rozwojem rynku inwestycji emocjonalnych, wzrasta popyt na usługi przechowywania aktywów, stanowiących przedmiot inwestycji oraz ich ubezpieczenia.

## Uwagi końcowe

Inwestycje emocjonalne stanowią obecnie nowy segment produktów finansowych. W ostatnich latach można zauważyć wyraźny wzrost zainteresowania dla tego typu aktywów. Inwestorzy widzą w nich nie tylko szansę na poprawę jakości portfela inwestycyjnego, ale także możliwość osiągnięcia wyższej stopy zwrotu, przy takim samym lub niższym poziomie ryzyka. Istotną cechą inwestycji emocjonalnych jest ich ujemna korelacja z tradycyjnymi instrumentami finansowymi. Poza tym umożliwiają łączenie celów inwestycyjnych z celami pozaekonomicznymi. Decydując się na lokatę kapitału w aktywa emocjonalne należy jednak wziąć pod uwagę, że inwestycje te cechują się wysokim stopniem złożoności, długim horyzontem czasowym i niską płynnością. Transakcje zawierane są na rynkach o obniżonych wymogach informacyjnych i niskiej transparentności. Konsekwencją tego jest brak możliwości rzetelnej oceny ryzyka. Polski rynek inwestycji emocjonalnych jest w początkowej fazie wzrostu, lecz bardzo dynamicznie się rozwija. Obecnie największe rynki, pod względem ilości zawieranych transakcji oraz obrotu, to rynek sztuki i alkoholi inwestycyjnych. Wraz ze wzrostem zamożności społeczeństwa widoczny jest wzrost zainteresowania alternatywnymi formami lokowania kapitału. Skutkuje to zwiększonym popytem na usługi typu *private banking* oraz *wealth management*. Warto podkreślić, że próg wejścia na rynek inwestycji emocjonalnych w Polsce jest coraz niższy, co przyczynia się do wzrostu jego popularności wśród inwestorów.

## Literatura

Adamska, A. (2015). Inwestycje w aktywa emocjonalne. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 73, 295–302.

- Banasik, M. (2016). *Inwestycje alternatywne – problem definiowania oraz ich znaczenie w czasach kryzysu*. W: J. Szostak, (red), *Finanse dziś i jutro – szanse, wyzwania i zagrożenia* (s. 109–129). Poznań–Chorzów: Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu.
- Borowski, K. (2012). *Inwestycje alternatywne w Polsce i na świecie na przykładzie rynku dzieł sztuki*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
- Borowski, K. (2016a). *Rynek inwestycji emocjonalnych*. Warszawa: CeDeWu.
- Borowski, K. (2016b). *Rynek inwestycji kolekcjonerskich i alternatywnych*. Warszawa: CeDeWu.
- Burton, B.J., Jacobsen, J.P. (1999), Measuring returns on investments in collectibles. *Journal of Economic Perspectives*, 4 (13), 193–212.
- Gupta, B., Cerrahoglu, B., Daglioglu, A. (2003). Evaluating Hedge Fund Performance: Traditional Versus Conditional Approaches. *Journal of Alternative Investments*, Winter, 8.  
<http://gielda-inwestora.pl/alternatywne/alkohole-i-cygara/alkohol-alkohole-premium-coraz-popularniejsze>.  
<http://rynekisztuka.pl/2014/01/20/fundusze-inwestycyjne-na-ryнку-sztuki>.  
[http://wiadomosci.gazeta.pl/wiadomosci/1,114873,14597047,\\_Zarabiam\\_pijac\\_whisky\\_\\_\\_WYWIAD\\_.html](http://wiadomosci.gazeta.pl/wiadomosci/1,114873,14597047,_Zarabiam_pijac_whisky___WYWIAD_.html).  
<https://desa.pl/pl/news/84/rekord-na-polskim-ryнку-sztuki-komiksowej>.  
<https://www.bankier.pl/wiadomosc/Inwestycje-alternatywne-monety-kolekcjonerskie>.  
<https://www.forbes.pl/life/rynek-sztuki-w-polsce-w-2017-roku>.  
<https://www.forbes.pl/life/sztuka/inwestycje-w-komiks-czy-superman-uratuje-portfel>.  
<https://www.marekkondrat.pl/oferta-dedykowana/wina-kolekcjonerskie>.  
<https://www.skarbiec.biz/inwestycje>.  
<https://www.wroclaw.pl/filatelisci-we-wroclawiu>.
- Opiela, N. (2002). Alternative Investments: Is Now the Time? *Journal of Financial Planning*, 15, 58–67.
- Pełka, W. (2009). Inwestycje alternatywne jako innowacyjna forma alokacji kapitału. W: M. Mikita, W. Pełka, *Rynki inwestycji alternatywnych* (s.15–25). Warszawa: Poltext.
- Pruchnicka-Grabias I. (red.) (2017). *Inwestycje alternatywne*. Warszawa: CeDeWu.
- Raport Deloitte Rynek sztuki. Sztuka rynku (2013). Pobrano: <http://rynekisztuka.pl/2017/11/27/art-finance-report-deloitte-2017-raport-sztuka-finanse>.
- Raport KPMG, Rynek dóbr luksusowych w Polsce (2016).
- Ustawa o podatku dochodowym od osób fizycznych z dnia 26 lipca 1991 r., Dz.U. nr 80, poz. 350 (tj. Dz.U. 2018, poz. 200).

## THE MARKET OF EMOTIONAL INVESTMENTS IN POLAND

**Abstract:** *Purpose* – The aim of the article is to identify and evaluate the market of emotional investments in Poland and to indicate the directions of its development.

*Design/methodology/approach* – An analysis of source texts, scientific articles on alternative investments, including collectors' investments; an analysis of individual segments of the emotional investment market in Poland and in the world based on available studies and reports.

*Findings* – Emotional investments are an alternative to traditional forms of investing, combining the possibility of realizing investment goals with non-economic purpose. In conditions of unstable financial markets, through the diversification of the investment portfolio, they can contribute to a higher rate of return, with the same or lower risk. The market of the emotional investments in Poland is dynamically developing, which is manifested, inter alia, by an increase in demand for luxury goods, higher turnover of auction houses and an increase in the demand for the private banking services.

*Originality/value* – The subject of emotional investments is still quite rarely undertaken in scientific studies. The article characterizes the emotional investment market in Poland and indicates the directions of its development.

**Keywords:** alternative investments, emotional investments, emotional assets

## Cytowanie

Wieprow, J. (2018). Rynek inwestycji emocjonalnych w Polsce. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 347–358. DOI: 10.18276/ffu.2018.92-30.

---

**NADZÓR**  
**KORPORACYJNY**

---





## Strategia korporacyjna: łącznik optyki zarządu, zasobów i pozostałych interesariuszy

Jacek Nowak\*

**Streszczenie:** *Cel* – Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie teoretycznych założeń i empiryczna weryfikacja powiązań zasobów i zarządzających przedsiębiorstwem z perspektywy jego strategii, uwzględniając wykorzystanie możliwie szerokich źródeł literatury przedmiotu.

*Metodologia badania* – Na początku przedstawiono teoretyczne ramy prezentowanych zjawisk, wskazując na dylemat władzy i kompromisu, a także opisano procesy zachowań menadżerskich. W kolejnym kroku zwrócono uwagę na konceptualizację kulturalizmu korporacyjnego, ujmując perspektywę strategii inwestycyjnych w zasoby niematerialne.

*Wynik* – Przedstawiono zarys myślowy połączonych zjawisk, tworząc podbudowę do wypracowania łączenia zachowań menadżerskich spoiwem głównego interesariusza, jakim jest dla przedsiębiorstwa klient.

*Oryginalność/wartość* – Wartość merytoryczna i naukowa niniejszego opracowania wyraża się w prezentacji podjętego tematu z nietypowej perspektywy, odnosząc się do konkretnego przełożenia teorii na wnioski badawcze dotyczące zachowań menadżerskich wobec różnych grup interesariuszy. Oryginalne podejście wyraża się odmiennym od dotychczas prezentowanych, spojrzeniem, w znacznej części z wykorzystaniem najnowszych źródeł literaturowych, uwzględniając złożoność sytuacji strategicznych wkomponowanych w problemy przedsiębiorstwa z perspektywy zasobów, zwierzchnictwa oraz strategii.

**Słowa kluczowe:** zasoby, strategia, ujęcie zasobowe, teoria agencji

### Wprowadzenie

W ostatnich latach nastąpiły daleko idące zmiany w interakcjach między wynikami niektórych przedsiębiorstw a zaangażowaniem interesariuszy w zarządzanie i wpływanie na działania przedsiębiorstw. Z biegiem czasu wybrani inwestorzy instytucjonalni podjęli aktywną rolę w zarządzaniu, częściej starając się wpływać na decyzje menadżerów, m.in. zmieniając statut lub regulamin zarządu (Dai, 2007, s. 542). Aktywistyczni inwestorzy (nadmiernie aktywni) starają się niejednokrotnie wywierać presję na kierownictwo, by zmusić menadżerów do przyjęcia konkretnych działań konkurencyjnych. Wpływ inwestorów aktywistów był widoczny w przypadku Home Depot, przejętego przez Relational Investors, kierowanego przez Ralphi Whitwortha. Relational Investors przejęli dużą część Home Depot, w związku z czym przedsiębiorstwo zostało zmuszone do rezygnacji z usług świadczonych przez dotychczasowych kontrahentów (Liang, 2007, s. 28).

---

\* dr inż. Jacek Nowak, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, ul. 1 Maja 50, 40-287 Katowice, e-mail: j.nowak@ue.katowice.pl.

Pomimo gwałtownych zmian w relacjach między interesariuszami i przedsiębiorstwami, dostępne materiały literaturowe pozostają ograniczone i nie były dotychczas w stanie wyczerpać tej tematyki w obliczu stale zmieniających się trendów. W rezultacie funkcja zarządcza właścicieli przedsiębiorstw (w tym pośrednio element motywacyjny) zdominowana jest przez teorię agencji, która przedstawia uproszczony obraz charakteru zachowań łączących udziałowców i menedżerów (Dalton, Hitt, Certo, Dalton, 2007, s. 10).

## 1. Własność wewnętrzna – perspektywa zarządzających

Materiał literaturowy opracowany przez Berle'a i Meansa (1982, s. 309) dokumentuje liczbę problemów i wyzwań związanych z rozdziałem obszaru zarządzania i własności. Problemy zestawione przez tych badaczy poszerzyły prace badawcze przeprowadzone wcześniej przez Jensena i Mecklinga (1976), prowadzące do opracowania teorii agencji. Jensen i Meckling wskazywali, że właściciele i menedżerowie często mają sprzeczne preferencje w zakresie ryzyka, w związku z czym decyzja zarządcza niejednokrotnie odbiega od preferencji akcjonariuszy (Jensen, Meckling, 1976, s. 305). Część naukowców kwestionowała teorię agencji, choćby w pewnym zakresie analiz (Oberholzer, Barnard, 2015), a ogromna liczba materiałów badawczych dotyczących teorii agencji pokazuje, że teoria ta jednak rezonuje między różnymi uczonymi (Dalton, Hitt, Certo, Dalton, 2007). Teoria agencji zakłada, że przeciwstawne preferencje dotyczące ryzyka zostały wyregulowane za pomocą wewnętrznych mechanizmów monitorowania, takich jak przyjęcie umów o odszkodowania dla kadry kierowniczej i rady dyrektorów (Rajgopal, Shevlin, 2002, s. 145).

Struktura własności odgrywa kluczową rolę, określając, w jakim stopniu interesy menedżerów i właścicieli są zgodne (Dalton, Hitt, Certo, Dalton, 2007, s. 14). Mając wpływ na decyzje podejmowane przez menedżerów, udziałowcy mogą wpływać na taktykę konkurencyjną i strategię przyjęte przez menedżerów (Bushee, 2004, s. 30). Istnieją różne formy własności, różniące się od typowego rodzaju struktury własnościowej. Pierwsza forma własności określana jest jako tzw. wewnętrzna własność (*inside ownership*), w tym przypadku zainteresowanie menedżerów i wewnętrznych akcjonariuszy (*inside shareholders*) jest bardziej wyrównane, ponieważ osoby wtajemniczone są bardziej zmotywowane do podejmowania decyzji zgodnych z interesem wszystkich akcjonariuszy.

Zarządzający są przykładem właścicieli wewnętrznych, a ich interesy mogą być dostosowane do interesów innych akcjonariuszy, jeśli menedżerowie obejmują udziały w swoim przedsiębiorstwie. Menedżerowie, zwiększając swoje udziały we własności (akcje, udziały), są bardziej skłonni do rozważnego korzystania z zasobów organizacji, by zapewnić przedsiębiorstwu długoterminową rentowność (Jensen, Meckling, 1976, s. 305). Jednak niektórzy badacze ostrzegają przed uzależnieniem od własności wewnętrznej, dla zabezpieczenia interesów akcjonariuszy. Morek, Shleifer i Vishny (1988, s. 297) zauważyli, że wzrost udziału we własności przedsiębiorstwa (akcjonariat, udziały) przez kadre zarządzającą prowadzi do wyższego poziomu poczucia własności, co może sprawić, że kierownictwo czuje się

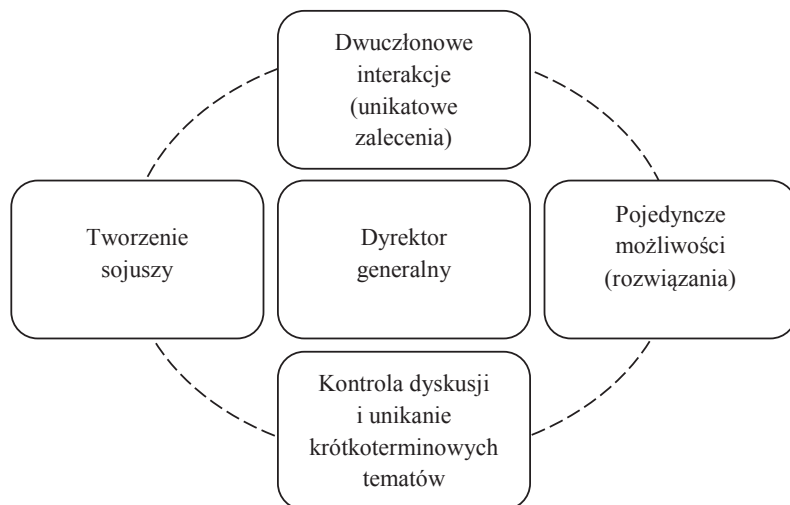
zakorzenione w organizacji, a w konsekwencji może minimalizować skłonność do ryzyka i ograniczyć konkurencyjność. Skostnienie (*entrenchment*) może sprawić, że menedżer będzie realizował mniej ryzykownych przedsięwzięć, minimalizując opłacalność dla akcjonariuszy. Hipoteza ta jednak stoi w sprzeczności z poglądami badawczymi, które dowodzą, że własność zarządcza (*executive ownership* – własność kadry zarządzającej, własność wykonawcza) może potencjalnie zwiększyć zdolność do podejmowania ryzyka (Raigopal, Shavelin, 2002, s. 153). Pogląd ten nie jest spójny naukowo, gdyż inni badacze wykazywali przeciwne efekty (Desai, Dharmapala, 2006, s. 2). W szerszej liczbie rozważań naukowych ustalono związek między własnością zarządczą a dostosowaniem celu, jako uzasadnienie dopasowania interesów akcjonariuszy i menedżerów. Jednak wykazano, że własność „insiderów” (właścicieli wewnętrznych) negatywnie wpływa na wyniki i reputację przedsiębiorstwa przez stosowanie nieetycznych zachowań, jak np. antydatowania opcji na akcje, manipulacje zyskiem i niekorzystną politykę dywidendową (Devers, Cannella, Reilly, Yoder, 2007, s. 1047).

## 2. Wymiar zarządczy w kontekście dylematu: władza vs zasoby

Głównym napięciem, które obejmuje relacja dyrektora generalnego (CEO – dyrektor generalny, prezes zarządu) z kadrami zarządzającą, są obszary władzy i zawierania kompromisu. Badania przeprowadzone przez Garga i Eisenhardt (2017, s. 1851) koncentrują się na rozważaniach koncepcyjnych dotyczących zasobów, władzy i kompromisu, dotycząc tym samym teorii zasobowej. Tradycyjny sposób analizy interakcji między zarządem, a prezesem zarządu (dyrektorem generalnym) koncentrował się na roli zarządu i zaniedbywał możliwy kompromis (Hillman, Withers, Collins, 2009, s. 1416). Według Wassermana przedsiębiorcy udoskonaliли sztukę pozostawania poza związkami wymiany, ilekroć spodziewają się niesprzyjającego bilansu między władzą a zasobami (Wasserman, 2016, s. 262). Dylemat: zasoby czy władza to istotny czynnik, który leży w centrum ładu korporacyjnego i krępuje zarząd przy podejmowaniu decyzji o wykorzystywaniu cennych zasobów.

Według Garga i Eisenhardt (2017, s. 1851) zastosowanie zmiennych dotyczących składu zarządu, takich jak wielkość i funkcjonalna wiedza fachowa w zakresie ustanawiania idealnych relacji między prezesem – dyrektorem generalnym a zarządem, jest błędne. Zamiast tego w swoich badaniach naukowcy zaniedbali faktyczne zachowania CEO i członków zarządu podczas procesu tworzenia strategii. Największym wyzwaniem, z którym często borykają się dyrektorzy generalni, jest to, jak mogą uzyskać radę z zarządu bez utraty władzy. Garg i Eisenhardt (2017, s. 1851) opracowali ramy, które dyrektor generalny może zastosować, chcąc skorzystać z produktywności zarządu bez utraty swojej władzy. Ramy opracowano w oparciu o logikę dzielenia i zdobywania, które umożliwiają dyrektorowi generalnemu strukturyzowanie i przyciąganie uwagi zarządu. Rozbudowane ramy opracowane przez Garga i Eisenhardt (2017, s. 1851) zakładały, że dyrektor generalny musi

angażować się w cztery kluczowe zachowania, by efektywnie móc współpracować z członkami zarządu (rys. 1).



**Rysunek 1.** Zachowania zarządcze we współpracy z zasobami

Źródło: opracowanie własne na podstawie Garg, Eisenhardt (2017).

Pierwszym kluczowym zachowaniem jest to, że dyrektor generalny powinien zainicjować dwuczłonowe interakcje z każdym dyrektorem (członkiem zarządu) w oddzielnych, unikatowych rolach. Przyjmując tę strategię angażowania każdego dyrektora (członka zarządu), dyrektor generalny (prezes zarządu) jest w stanie zapewnić, że każdy członek zarządu koncentruje się na kwestii strategicznej przedsiębiorstwa, ustali odpowiednie zalecenia, wprowadzając je do strategicznego planu działania, którym CEO zamierza się posługiwać. Dzięki takiemu podejściu dyrektor generalny zachowuje swoje kompetencje, zajmując stanowisko brokerskie (jako pośrednik), co daje wyobrażenie o rzeczywistych kompetencjach, łagodząc nieposłusznych dyrektorów, którzy mogą chcieć podważyć autorytet dyrektora generalnego. Drugim najważniejszym zachowaniem jest przyjęcie pojedynczych możliwości (rozwiązań). Dyrektor generalny powinien proponować tylko jedno rozwiązanie opcjonalne (alternatywę) na oficjalnym posiedzeniu zarządu i unikać sztuki proponowania (rozważania) wielu rozwiązań (opcji). Chociaż organizacja może oceniać wiele strategii, CEO powinien komunikować tylko jedno alternatywne rozwiązanie, aby skupić uwagę zarządu, jednocześnie umożliwiając dyrektorowi generalnemu uzyskanie praktycznych porad wspomaganych przez spostrzeżenia grupy dyrektorów. Dzięki tej strategii CEO jest w stanie ustalić i kontrolować program, co pomogłoby zminimalizować wpływ każdego pojedynczego dyrektora mogącego popierać prywatne i nieformalne strategie. Trzecią techniką, którą musi przyjąć CEO, jest kontrolowanie dyskusji zbiorowych i zapewnienie

długoterminowych strategii oraz unikanie krótkoterminowych tematów, takich jak przeglądy operacyjne. Skupiając zarząd na długofalowej strategii, dyrektor generalny jest w stanie uniknąć przełączania kognitywnego między krótkoterminowymi, wstecznymi a patrzącymi w przyszłość i długoterminowymi strategicznymi możliwościami mogącymi wpływać na produktywność zarządu (Hamilton, Vohs, Sellier, Meyvis, 2011, s. 17). Kierując się na konkretne sprawy, CEO jest w stanie zaprezentować swoje kompetencje bez oporu, zachowując przy tym swoją władzę, tworząc jednocześnie skuteczną dynamikę społeczną i interakcję z zarządem. Ostateczną i najważniejszą strategią jest stosowanie taktyk politycznych, w tym tworzenie sojuszy z konkretnymi dyrektorami i menadżerami średniego szczebla. Poprzez sojusze dyrektor generalny jest w stanie stworzyć środowisko, dzięki któremu można wspierać kreatywne myślenie. Będąc politykiem, dyrektor generalny jest w stanie ocenić dyrektorów i umieścić na krótkiej liście osób, z którymi może zawrzeć sojusz, by wzmocnić swoje stanowisko, odizolować dyrektorów mających odrębne zdanie i przyspieszyć zakończenie procesu tworzenia strategii. Dzięki czterem propozycjom zachowań CEO jest w stanie zmierzyć się z zarządem składającym się z postaci o pojedynczych rolach i sojuszników, generować podzielone dyskusje, w korzystnych dla siebie formatach, dla różnych dyrektorów, pozycjonując się w centrum zarządzania i tworzenia strategii.

### **3. Strategiczne inwestycje w zasoby niematerialne**

Surroca, Tribo i Waddock (2010, s 466) zauważyli, że menedżerowie mogą wypełnić lukę istniejącą między interesariuszami, inwestując w zasoby niematerialne. Naukowcy wskazali, że kierownictwo musi zapewnić, że przekazuje większość swoich zasobów na działania, które zwiększają lojalność pracowników i poprawiają kulturę organizacyjną. Działania menedżerów powinny budzić zaufanie i tworzyć praktyki zasobów, które zwiększają atrakcyjność pracy, jednocześnie zwiększając poziom zaangażowania pracowników w formułowanie strategii korporacyjnych i zwracając uwagę na szeroką paletę zasobów budujących wartość przedsiębiorstwa (Zarzecki, 2015, s. 131). Co najważniejsze, menedżer powinien zadbać o to, aby przedsiębiorstwo przyjęło innowacyjny model biznesowy, który ułatwia innowacje w zakresie procesów i produktów, jednocześnie wspierając wartość interesariuszy w perspektywie długoterminowej. Środowisko biznesowe XXI wieku całkowicie się zmieniło, a społeczeństwo staje się coraz większym udziałowcem w zarządzaniu przedsiębiorstwem.

W rezultacie zarządzający mają obowiązek zadbać o to, aby przekształcić biznes w przedsiębiorstwo odpowiedzialne społecznie, inwestując w wartości niematerialne, które znacznie przyczyniają się do tego, aby przyjęło ono społecznie odpowiedzialną politykę, przyjazną dla środowiska. Korelacja między społeczną odpowiedzialnością biznesu a wynikami finansowymi przedsiębiorstw stała się przedmiotem wielu badań w przeszłości, choć niektóre z nich sugerowały, że nie ma ona rzeczywistego znaczącego wkładu na ogólne wyniki przedsiębiorstwa. W rezultacie znaczna część przedsiębiorstw ucieka się

do używania CRP (*corporate responsibility performance*) (Surroca, Tribo, Waddock, 2010, s. 464) jedynie jako strategii PR, która może generować efekt odwrotny. Strategia ma negatywny wpływ na wartości niematerialne, ponieważ może zniszczyć kulturę korporacyjną, lojalność pracowników i negatywnie wpłynąć na wewnętrzne innowacje i reputację zewnętrzną.

Surroca, Tribo i Waddock (2010, s. 466) odnotowali, że interesy menedżerów nie zawsze są dostosowane i ukierunkowane na odpowiednie zarządzanie wartościami niematerialnymi i że istnieje większe zapotrzebowanie na dostosowanie tych interesów. Dostosowanie można osiągnąć poprzez zastosowanie skutecznego systemu zachęt, który dostraja interesy menedżera do inwestycji w wartości niematerialne. Ustalili oni (Surroca, Tribo, Waddock, 2010, s. 484), że istnieje bezpośrednia korelacja między zarządzaniem zasobami niematerialnymi i odpowiedzialnością korporacyjną oraz wynikami finansowymi, w związku z czym zalecane wynagrodzenie menedżerskie powinno być powiązane zarówno z wynikami finansowymi (*corporate financial performance* – CFP), jak i CRP.

Według Hitta i in. (2016, s. 108), zasoby dostosowywane są planów strategicznych (Hitt, Carnes, Xu, 2016). Natomiast w świetle badań nad teorią zasobową (*Resource-Based Theory*) pozycja zarządzających jest niedostatecznie rozwinięta przede wszystkim wobec czynności lub procesów nadzorowanych i inicjowanych przez nich, nie zaś wobec samych zasobów (Sirmon, Hitt, 2009). Zwraca się również uwagę, że możliwe są do zastosowania konkretne strategie (strategia przewagi zasobowej, wykorzystywanie możliwości zbytu i tworzenie możliwości przedsięwziętych) wymagające określonych konfiguracji zdolności i charakterystyczne dla zdolności konkretnego przedsiębiorstwa i kontekstu otoczenia (Sirmon, Hitt, Ireland, 2007, s. 282).

Jednymi z najbardziej znaczących interesariuszy, którzy definiują i określają poziom produktywności w przedsiębiorstwie, są pracownicy. Niestety, menedżerowie niejednokrotnie narzucają totalitarne dyskursy wobec pracowników, z przekonaniem, że pomaga to w podnoszeniu poziomu produktywności. Biorąc ten stan pod uwagę, badania Willmotta (1993, s. 520) wykazały uderzające podobieństwa między ideologiami stalinizmu i faszyzmu a kulturą przedsiębiorstwa (korporacyjnym kulturalizmem). Menedżer może korzystać z zapewnień, takich jak obietnica autonomii i wolności emocjonalnej, które są szkodliwe i nie w pełni włączają pracowników w wizję przedsiębiorstwa. Zamiast przyjmować strategie uwzględniające różne osobowości i tworzyć środowisko, w którym każdy może wyrazić siebie, korporacyjny kulturalizm zmusza jednostki do dostosowania się do niekwestionowanego autorytetu. Stworzenie dyktatorskiego środowiska pracy, w którym pracownicy nie mogą uczestniczyć w obradach lub reprezentują wartości alternatywne i odmienne stanowisko, przynosi efekt przeciwny do zamierzonego, ponieważ przedsiębiorstwo nie może wykorzystać nieskończonego potencjału pracowników. Gdyby został on skutecznie wykorzystany, mógłby doprowadzić przedsiębiorstwo do bardziej znaczącego wzrostu. Według Fan i Zietsma (2017, s. 2346) praktycy powinni mieć świadomość, że pozornie poznawcze procesy, takie jak tworzenie planów i podejmowanie decyzji, zawierają elementy emocjonalne,

które nie tylko mogą motywować do uczestnictwa w działaniach, ale także utrzymywać ich zaangażowanie. Ignorowanie emocji może wywoływać niepożądane skutki, w tym brak uczestnictwa, utratę pędu, odchylenie od wartości, wewnętrzne i zewnętrzne konflikty oraz moralną dwuznaczność.

Kierownictwo przedsiębiorstwa powinno dążyć do tego, aby angażowało ono swoich pracowników i zachęcało do przyjmowania nowych sposobów wypełniania swoich zadań (Nordin, 2014). Po wprowadzeniu określonej zmiany w organizacji, wszyscy aktorzy (uczestnicy procesu) powinni być zaangażowani. Od najwyższych szczebli przywództwa, do pracowników pierwszej linii i ich przełożonych, wszyscy powinni zostać włączeni w proces planowania strategicznego, by skutecznie dostarczyć wartość przedsiębiorstwu. Utrzymując spójność wszystkich uczestników procesu (aktorów), przedsiębiorstwo może być w stanie zapewnić, że pewna zmiana postrzegana jest pozytywnie i akceptowana przez wszystkich. Stan strategicznego odnowienia, może stanowić o sposobności do planowania strategii w nowej perspektywie (Bratnicki, 2010, s. 508).

Kiedy dochodzi do wdrożenia konkretnej zmiany strategicznej, pracownicy odgrywają niezwykle istotną rolę i jako pierwsi wiedzą, kiedy przyjęta zmiana jest zagrożona. Dzięki zapewnieniu, że pracownicy rozumieją cel danej strategii, mogą łączyć swoje zadania z ogólnym kierunkiem strategicznym przedsiębiorstwa (Pieterse, Caniels, Homan, 2012, s. 804).

Wdrożenie określonej strategii korporacyjnej niejednokrotnie wiąże się z wyzwaniami, zwłaszcza że pracownicy są zmuszeni porzucić swój dotychczasowy sposób wykonywania zadań i „z miejsca” zaadoptować się do nowej formuły, która przypuszczalnie jest dla nich nieznaną. W rezultacie wyższy poziom oporu wobec zmiany strategii jest spodziewany z powodu dyskomfortu, który powoduje zmiana (De Wit, Meyer, 2010, s. 269). Skuteczne wdrażanie strategii wymaga zarządzania, które może wpłynąć na wszystkie zainteresowane strony, aby skupić całą energię i wysiłki na tym samym kierunku. Jak zauważył Hrebiniak (2013, s. 358), większość przedsiębiorstw nie jest w stanie stworzyć rozsądnych strategii, ponieważ kreują kulturowe rozróżnienie między menedżerami tworzącymi różne strategie a pracownikami realizującymi plany. Dostosowując strategię przedsiębiorstwa do strategii zasobów ludzkich, przedsiębiorstwo jest w stanie opracować akceptowalny, rozsądny długoterminowy plan aktywności. Nadler i Tushman (1979, s. 449) stwierdzili, że im bardziej przedsiębiorstwo zapewnia spójność między strategią a zasobami ludzkimi, tym bardziej staje się skuteczne. W pracy Zhou i George'a (1998, s. 263) wykazano, że pozytywna informacja zwrotna podana w „stylu informacyjnym” wzmaga generowanie kreatywnych idei. Mimo wcześniejszego niezadowolenia pracownika pozwala to wchodzić w interakcje z „użytecznymi” informacjami zwrotnymi od współpracowników, prowadząc do tworzenia kreatywnych rozwiązań (Zhou, George, 2001, s. 684). Prorozwojowe informacje zwrotne przełożonego mogą wywoływać twórcze rozwiązania (George, Zhou, 2007, s. 608), a treść informacji zwrotnej (pozytywna lub negatywna) w pracy twórczej jest bardzo emocjonalna (Harrison, Rouse, 2015, s. 386). Otrzymanie informacji zwrotnej ma zatem pozytywny

wpływ na kreatywność (Harrison, Dossigner, 2017, s. 2068). Powiązanie strategii i zasobów zapewnia zgodność między nimi, a przetrwanie działalności zależy w dużej mierze od harmonijnej relacji między zarządzającymi, zasobami przedsiębiorstwa i jego pozostałymi interesariuszami.

Jednym z najważniejszych interesariuszy przedsiębiorstwa jest klient. Klienci zapewniają przedsiębiorstwu znakomitą perspektywę życiową pod względem przychodów, zysków i przewagi konkurencyjnej. Jako takie, zarządzanie relacjami jest kluczowe i konieczne dla przedsiębiorstw, które chcą zwiększyć bazę klientów i udział w rynku. Kuester (2012, s. 110) zauważa, że przedsiębiorstwa mające solidną bazę zadowolonych klientów są w stanie przenieść trajektorię wzrostu, wykreślając niszę na rynku, zwalczając konkurencję i zwiększając rentowność. Niezależnie od wielkości przedsiębiorstwa klienci są najważniejszymi interesariuszami. Kluczowym czynnikiem wpływającym na decyzje zakupowe konsumentów są ich preferencje i upodobania. Angażując swoich klientów, przedsiębiorstwo jest w stanie ulepszyć swój produkt, aby dostosować się do ich preferencji. Im większa liczba zadowolonych klientów, tym bardziej przedsiębiorstwo powiększa grono klientów przez dalsze rekomendacje.

Wdrożenie racjonalnej i sensownej zmiany strategicznej wymaga od przedsiębiorstwa uwzględnienia wszystkich procesów i doświadczeń klientów przy wyborze, zabezpieczeniu i rozporządzaniu produktem, tak aby generować pomysły, które zaspokajają ich potrzeby. Przyjmując takie podejście, przedsiębiorstwo jest w stanie zapewnić, że uwzględni wpływ, jaki wywierają procesy na konsumentów i na ogół społeczeństwa (Kuester, 2012, s. 110). Jednym z czynników, które należy uwzględnić w procesie zarządzania zmianą, jest siła przetargowa konsumenta na rynku. Badania Schiffmana, Hansena i Kanuka (2008, s. 268) wskazały, że zachowania konsumenckie i ich potrzeby stale się zmieniają. Przedsiębiorstwo, które nie angażuje swoich klientów w formułowanie swojej strategii, może utracić rynek. Analizując zachowania nabywcze, przedsiębiorstwo jest w stanie zrozumieć proces zakupu i konsumpcji, aby wiedzieć, co konsumenci myślą i czują wobec alternatywnych produktów.

Zaangażowanie interesariuszy nie może ignorować klientów w strategii korporacyjnej, ponieważ na nabywcach koncentrują się wszystkie strategie i klient może całkowicie zmienić strategię przedsiębiorstwa. Dla przykładu, wielką rolę odgrywa kultura, wpływając na zachowania zakupowe konsumenta. Ponieważ zachowanie konsumentów często jest definiowane przez ich kulturę, przedsiębiorstwo musi również uwzględniać aspekt kulturowy w strategii, aby wytwarzać produkty zgodne z oczekiwaniami konsumentów (Kotler, Lee, 2005, s. 93). Podobnym czynnikiem jest innowacyjność. Zapewnienie strategicznych kierunków jest łączeniem „intuicyjnego” rozumienia potrzeb nabywców, wspomagając w ten sposób wprowadzanie innowacji w przedsiębiorstwie. Skuteczność zarządzających wyrażana jest w wiedzy eksperckiej o sektorach i wskazaniach strategicznych kierunków dla rozwoju produktów (Katila, Thatchenkery, Christensen, Zenios, 2017, s. 2422). Ogólnie rzecz biorąc, postawy, styl życia i przekonania konsumentów są kluczowymi czynnikami, które należy uwzględnić w procesie zarządzania strategicznego (Kotler, Lee, 2005, s. 93).



## Uwagi końcowe

Zaangażowanie interesariuszy w formułowanie i wdrażanie strategii korporacyjnej jest kluczowe, ponieważ zapewnia funkcjonowanie organizacji jako jednostki. Menedżerowie ponoszą wielką odpowiedzialność za to, aby dyrektorzy działali zgodnie i wspierali strategię, które zapewniają, że przedsiębiorstwo pracuje nad osiągnięciem długoterminowych celów. Jednocześnie zarząd (dyrektorzy, kierownictwo) musi również wprowadzić mechanizm zapewniający, że interesy kadry zarządzającej są zgodne z interesem zainteresowanych stron. Oprócz zarządzających pozostałymi interesariuszami są pracownicy. Badania wskazują, że menedżerowie muszą ponownie przemyśleć sposób, w jaki angażują się w pracę wspólnie z pracownikami, ponieważ sformułowanie korzystnej dla przedsiębiorstwa strategii można osiągnąć tylko wtedy, gdy przystaje do funkcjonowania całego organizmu. W analizowanych pracach badawczych wskazano również, w jaki sposób społeczność lokalna i klienci mogą zostać włączeni do procesu formułowania strategii. Perspektywę tę można łączyć z poglądem Bratnickiej-Myśliwiec (2017, s. 11), odnoszącym się do badań wzajemnych interakcji na poszczególnych poziomach przedsiębiorstwa i zjawiska obustronności.

Zaleceniem do przyszłych analiz naukowych jest rozważenie przeprowadzenia w przyszłości badań nad strategiami, jakie przedsiębiorstwa powinny wprowadzić w celu wdrożenia zarządzania relacjami (*relationship management*) w przedsiębiorstwie. Dzięki temu nabywcy mogą mieć szansę osiągnięcia zadowolenia, zapewniając sprawne funkcjonowanie przedsiębiorstwu. Inne pole badawcze to analizy stylu administrowania, który wypełnia przestrzeń między zarządzaniem a interesariuszami (Gómez-Bezares, Przychodzen, Przychodzen, 2016, s. 17), zapewniając zmniejszenie istniejącej między nimi rozbieżności. Wart rozważenia w przyszłych analizach jest również poziom inwestycji w przedsiębiorstwie z punktu widzenia wywieranego wpływu na zachowania kierownictwa i zainteresowanych stron. Obszar ten, niedostatecznie dotychczas wyeksponowany, wart jest dalszego pogłębienia, stanowiąc interesujące pole do przemyśleń badawczych.

## Literatura

- Berle, A., Means, G. (1982). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan.
- Bratnicka-Myśliwiec, K. (2017). *Twórczość w przedsiębiorstwie. Perspektywa obustronności organizacyjnej*. Katowice: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach.
- Bratnicki, M. (2010). Organizacyjne uczenie się i odnowa strategiczna: Zarys teorii przedsiębiorczego rozwoju organizacji. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 128, 507–513.
- Bushee, B. (2004). Identifying and Attracting the “Right” Investors: Evidence on the Behavior of Institutional Investors. *Journal of Applied Corporate Finance*, 4 (16), 28–35.
- Dai, N. (2007). Does Investor Identity Matter? An empirical examination of Investments by Venture Capital Funds and Hedge funds in PIPEs. *Journal of Corporate Finance*, 13, 538–63.
- Dalton, D., Hitt, M.A., Certo, S.T., Dalton, C.M. (2007). The Fundamental Agency Problem and Its Mitigation: Independence, Equity, and the Market for Corporate Control. *Academy of Management Annual Reviews*, 1, 1–64.
- Desai, M., Dharmapala, D. (2006). Corporate Social Responsibility and Taxation: The Missing Link. *Leading Perspectives* (Winter), 4–5.

- De Wit, B., Meyer, R. (2010). *Strategy: Process, Content, Context, An International Perspective*. London: Thompson.
- Devers, C., Cannella, A.A., Reilly, G.P., Yoder, M.E. (2007). Executive Compensation: A Multidisciplinary Review and Synthesis of Recent Developments. *Journal of Management*, 33, 1016–1072.
- Fan, G.H., Zietsma, C. (2017). Fan Constructing a shared Governance Logic: The Role of Emotions in Enabling Dually Embedded Agency. *Academy of Management Journal*, 6 (60), 2321–2351.
- Garg, S., Eisenhardt, K.M. (2017). Unpacking the CEO-Board Relationship: How Strategy Making Happens in Entrepreneurial Firms. *Academy of Management Journal*, 5 (60), 1828–1858.
- George, J.M., Zhou, J. (2007). Dual Tuning in a Supportive Context: Joint Contributions of Positive Mood, Negative Mood, and Supervisory Behaviors to Employee Creativity. *Academy of Management Journal*, 50, 605–622.
- Gómez-Bezares, F., Przychodzen, W., Przychodzen, J. (2017). Bridging the Gap: How Sustainable Development Can help companies create shareholder value and improve financial performance. *Business Ethics: A European Review*, 26 (1), 1–22.
- Hamilton, R., Vohs, K.D., Sellier, A.L., Meyvis, T. (2011). Being of Two Minds: Switching Mindsets Exhausts Self-regulatory Resources. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 115, 13–24.
- Harrison, S.H., Rouse, E.D. (2015). An Inductive Study of Feedback Interactions over the Course of Creative Projects. *Academy of Management Journal*, 58, 375–404.
- Harrison S.H., Dossinger K. (2017). Pliable Guidance: A Multilevel Model Of Curiosity, Feedback Seeking, And Feedback Giving In Creative Work. *Academy of Management Journal*, 6 (60), 2051–2072.
- Hrebiniak, G.L. (2013). *Making Strategy Work: Leading Effective Execution and Change*. New York: FT Press.
- Hillman, A.J., Withers, M.C., Collins, B.J. (2009). Resource Dependence Theory: A Review. *Journal of Management*, 35, 1404–1427.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305.
- Katila R., Thatchenkery S., Christensen M.Q., Zenios. S. (2017). Is There A Doctor In The House? Expert Product Users, Organizational Roles, And Innovation. *Academy of Management Journal*, 6 (60), 2415–2437.
- Kotler, P., Lee, N. (2005). *Corporate Social Responsibility. Doing the Most Good for Your Company and Your Cause*. John Wiley & Sons.
- Kuester, S. (2012). *MKT 301: Strategic Marketing & Marketing in Specific Industry Contexts*. Mannheim: University of Mannheim.
- Liang, J. (2007). Insiders, Look Out! *Barron's Weekly*, 19 February, 27–30.
- Oberholzer M., Barnard J. (2015). Questioning The Context Of Corporate Performance Measures in Benchmarking CEO Compensation. *Corporate Ownership & Control*, 1 (13), 945–958.
- Nadler, D.A., Tushman, M. (1979). A Congruence Model for Diagnosing Organizational Behavior. W: *Organizational Psychology*, red. D.A. Kolb, I.M. Rubin, J.M. McIntyre (s. 442–458). Englewood Cliffs: Prentice-Hall.
- Nordin, E.J. (2014). *The Clute Institute Communicating Organizational Change: Strategies for Communicating Change*. San Antonio: The Clute Institute International Academic Conference.
- Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R. (1988). Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293–315.
- Pieterse, J.H., Caniëls, M.C.J., Homan, T. (2012), Professional Discourses and Resistance to Change. *Journal of Organizational Change Management*, 6 (25), 798–818.
- Schiffman, L.G., Hansen, H., Kanuk, L.L. (2008). *Consumer Behaviour: A European Outlook*. Pearson Education.
- Surroca, J., Tribo, J.A., Waddock, S. (2010). Corporate Responsibility and Financial Performance: The Role of Intangible Resources. *Strategic Management Journal*, 5 (31), 463–490.
- Rajgopal, S., Shevlin, T. (2002). Empirical Evidence on the Relation Between Stock Option Compensation and Risk Taking. *Journal of Accounting and Economics*, 33, 145–171.
- Wasserman, N. (2016). The Throne vs. the Kingdom: Founder Control and Value Creation in Startups. *Strategic Management Journal*, 38, 255–277.
- Zarzecki, D. (2015). Kluczowe wyznaczniki wyceny aktywów niematerialnych. *Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu*, 5 (62), 13.
- Zhou, J. (1998). Feedback Valence, Feedback Style, Task Autonomy, and Achievement Orientation: Interactive Effects on Creative Performance. *The Journal of Applied Psychology*, 83, 261–276.
- Zhou, J., George, J.M. (2001). When Job Dissatisfaction Leads to Creativity: Encouraging the Expression of Voice. *Academy of Management Journal*, 44, 682–696.

### **CORPORATE STRATEGY: MANAGEMENT, RESOURCES AND OTHER STAKEHOLDERS OPTICS CONNECTOR**

**Abstract:** The aim of this article is to present theoretical assumptions and empirical verification of resource connections and company management from the perspective of its strategy, taking into account the use of possibly broad sources of literature on the subject. At the beginning, I present the theoretical framework of the presented phenomena, pointing to the dilemma of the power and compromise and also I describe the processes of managerial behavior. In the next step I pay attention to the conceptualization of corporate culturalism, including the perspective of investment strategies in intangible resources. Finally, I present the mental outline of connected phenomena, creating a foundation for developing a combination of managerial behaviors with a binder, the main stakeholder, which is the client for the company. The substantive and scientific value of this study is expressed in the presentation of the topic taken from an unusual perspective, referring to a specific translation of the theory into research conclusions regarding managerial behavior towards various stakeholder groups. The original approach is different from the ones presented so far, with a look, to a large extent, using the latest literature sources, taking into account the complexity of strategic situations, integrated into the company's problems from the perspective of resources, supremacy and strategy.

**KEYWORDS:** RESOURCES, STRATEGY, RESOURCE BASED VIEW, AGENCY THEORY

### **Cytowanie**

Nowak, J. (2018). Strategia korporacyjna: łącznik optyki zarządu, zasobów i pozostałych interesariuszy. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 361–371. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-31.



## Strategic Change in a Firm: Multifarious aspects

Jacek Nowak\*

**Abstract:** *Objective* – The purpose of this paper is to review the existing body of knowledge concerning strategic change from a perspective that envisions the importance of time. Therefore, the review of existing literature will fundamentally be based on the various views.

*Methodology of research* – First, the concept of time in strategic change. Secondly, time and strategic change activities. Lastly, time and strategic change agents. The perspectives upon which this paper will focus are related to the time-related components of strategic change that most scholars have for long neglected to investigate.

*Result* – The approach entailed in this review is bound to change the aspect of looking at the strategic change in terms of its processual dynamics. As such, the paper will focus on different aspects of strategic change that strive to achieve its intended purpose.

*Originality/value* – The substantive and scientific value of this study is expressed in the presentation of the topic taken from an unusual perspective, referring to a specific translation of the theory into research conclusions regarding strategic change from the point of a multifarious aspects view. The original approach is different from those presented so far, with a look, to a large extent, using the latest literature sources, taking into account the complexity of strategic change, integrated into a company's problems from the perspective of various aspects in the context of corporate strategy.

**Keywords:** strategic change, corporate strategy, business environment

### Introduction

The modern world has become a dynamic place where constant change is inevitable. As such, in ever-changing environments, it is essential for organizations to remain competitive in the face of the changing global markets (Kunisch, Bartunek, Mueller, Huy, 2017, p. 1037). In view of this, strategic change manifests in organizations have become a crucial feature of their success. These manifests have become particularly significant to the strategy and management activities of the organization. In this consideration of the dynamic global market in which modern organizations exist, it is particularly important to note that strategic change is affected by the aspect of time (Bartunek, Woodman, 2015, p. 159). Scholars have for long researched on the issue of strategic change while evading the issue of time that is pertinent to the change itself.

---

\* dr inż. Jacek Nowak, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, ul. 1 Maja 50, 40-287 Katowice, e-mail: j.nowak@ue.katowice.pl.

## 1. Theoretical Framework

The most re-occurring event in the global market of the 21<sup>st</sup> century is undoubtedly mergers and acquisitions. Over the past two decades, we have witnessed many companies merging together or others being an acquisition by other companies (Ellis et al., 2011, p. 1261). Research has however focused on the benefits of the mergers and acquisitions based on the reasons for undertaking the said activity in the first place. However, there is a lack of research on the post-deal consequence of those companies which are in a competitive business environment. One study shows that time is a great factor in merger and acquisitions as time plays an important role of depicting whether the decision made was beneficial or rather negatively impacting the business prospects of the given firms or organizations. Recent research depicts that most of the mergers and acquisitions tend to have compounding negative effects on the success of organizations and their employees alike. The negative consequences of the actions of the involved organizations are felt after a significant time which stands to prove that the reasons for making such drastic decisions were not applicable or agreeable in a given economy or business environment.

On the matter of acquisitions, there are various factors that have been noticed to be crucial to the resulting performance of the involved organizations in a dynamic market. Ellis, Reus, Lamont, and Ranft (2011) conducted a study to determine whether the experience of a firm in making different sizes of transfers over time had a significant effect on the performance of the resulting organization (p. 1262). The findings of their study indicated that the companies that had previous experience in making small acquisitions resulted in lower performance than those that had experience in making larger acquisitions. The authors argue that if the two organizations have a very large dissimilarity in size, there is a high potential for the acquisition transfer to result in the lower performance of the firm that initially expected. However, the study also shows that companies with small dissimilarities, which are between the target and bidding company, result in a more fruitful acquisition transfer than the former. Therefore, there seems to be a significant correlation between the size of the acquisition transfer made and the resulting performance of the involved organizations after the acquisition is completed.

Other authors, Heimeriks, Schijven and Gates (2012), present an argument on the basis that post-acquisition integration is a process that includes a variety of activities that span over several industrial or geographical settings (p. 720). Their argument is based on the findings of various researchers that showed that strategic change in organizations as defined by acquisitions and mergers have a very positive outcome in every two out of three M&As. The successful nature of the acquisition or mergers is dependent on post-acquisition integration which is the most significant aspect of this type of strategic change. However, most of the companies that do succeed in the post-acquisition stage undergo integration based on the aspects of codified routines witnessed in the patterns of successful companies. The author, however, adds that even though most companies exhibit success

in integration during the post-acquisition period, at least one out of every three companies have been studied to exhibit some form of significant challenge that may hinder their strategic change goals and objectives. The matter of strategic change through M&As is therefore highly dependent on the codified routines implemented to attain successful integration during the post-acquisition period.

## **2. The multifariousity of strategic firm change aspects**

However, the organization that has failed is not to blame as there are a huge number of organizations that have benefited from making similar decisions in the past. More important is what makes an organization stand strong in the face of constant change in the dynamic markets of the world. It is prudent to note that a change can sometimes become difficult for most organizations, it is still crucial that organizations undergo a significant amount of change from time to time for the sake of staying competitive in an ever-changing market.

### **2.1. Regularity of change**

Klarner and Raisch (2013) argue that the strategic changes in an organization take place in different ways which affect their performance in different ways (p. 169). The authors study the rhythms by which organizations change in order to remain competitive in the modern business environment. These changes were said to happen in punctuated, focused or temporarily switching rhythms which have a high significance on their resulting performance. The study indicated that the performance of companies that changed in a regular manner was higher than those that experienced a change in an irregular manner.

### **2.2. Mental models**

Another study focuses on strategic change from the mental perspectives by bringing into focus the importance of mental models in the strategic process. Menon (2017), in his article, presents sound empirical evidence of the significance of mental models and how they affect the resulting performance of the strategic change that a given organization is undertaking (p. 188). The author argues that strategic interactions are affected by frameworks that are affected by various negative mental models. The article presents empirical evidence that alludes to the fact that the value based frameworks used for strategic change decisions in organizations are in violation of practical concerns. The article demonstrates that in any given strategic change scenario, there exists a certain value based framework.

However, the framework does not entirely consider the reality of the situation at hand as the complex realities are often transformed into inaccurate and incomplete mental models that often shape the nature of the resulting strategic change decisions. The findings of the article prove that in strategic interactions, real-life agents need to be included as a part of

mental models as they end up informing a strategic change decision based on the truth of the situation at hand. Therefore, the use of analysis that differs highly from that obtained in reality will result in inappropriate strategic decisions that will be disappointing to the expected performance of the organization. The author goes on to share some aspects of the strategic mental models that ought to be considered in the light of the strategic change that is crucial to the performance of the organization in the future.

### **2.3. Human cognitive behaviour**

According to Cummings and Nickerson (2017), the process of decision making concerning strategic change and strategic thinking is often affected by the various defects of human behaviour (p. 13144). These defects particularly allude to the weakness of human thinking and can be attributed to the cognitive level of the given decision makers. As such, the article presents a case that argues that the study of the brain, known as brain science has significantly shaped the making of strategic decisions by different individuals in an organization. Inter-level interactions lead to the formation of shared understanding and social consensus regarding the usefulness of ideas. By spreading useful ideas, a management team transfers them to the level of the team and the participant of the organization, thanks to which organizational behaviours are merged around the strategic goals of the company (Bratnicka, 2015, p. 137). In view of this, human cognitive behaviour has been named as one of the many crucial factors affecting the decision-making process of strategic decisions in the modern dynamic business environment.

The authors present various theoretical underpinnings that all seem to allude to the importance of human cognitive behaviour in the decision making process that significantly affects strategic changes in an organization. The authors depict that various aspects such as the knowledge-based view of a firm and the dynamic capabilities of strategic decisions often are the main contributors to the resulting strategic change decisions made in modern organizations. The article seems to focus on the fact that cognitive behavioural models that are important in informing the decision-making process in the strategic change of an organization.

The larger percentage of strategic change undertaken by many organizations in the modern world mostly involves moving to new markets in an effort to expand the operations of an organization to reach a global level. In such an intricate matter of expansion, Lee, Struben and Bingham (2017) argue that there is a list of things such companies should consider (p. 253). One of these is the condition upon which the actions of the market players are to include more collaboration than independence. It is prudent to note that most companies moving to new markets face the problem of the lack of familiarity with competitors and consumers in a given market. However, some markets may offer flexibility while others may not. For those markets that are flexible and easy to manoeuvre, companies opt to act independently and do not associate themselves with a formidable existing organization. However, in an instance that the markets prove to be fixed in response to new brands and



products, companies enter into collaborative relationships with existing business establishments to enable them to successfully break through the market. As such, there are many intricate factors that organizations ought to look at before adjusting the scope of their business operations to include external markets that they have not previously ventured into.

As often witnessed in the state of business in the 21<sup>st</sup> century, it is inevitable for an organization whose strategic change initiative involves a global capacity outlook to evade the aspect of diversity. Diversity comes naturally as a significant issue to be considered by business organizations operating in the 21<sup>st</sup> century. It is undeniable that most organizations tend to focus on providing the same product in different markets. However, this method has proved to be a failure as it places most companies in business peril.

#### **2.4. Diversity**

According to Vidal and Mitchell (2017), diversity plays a significant role in determining a firm's performance (p. 132). Diversity nowadays translates to the human resource as well as the product catalogue. As such, companies need to consider the significant effects of diversity in the workplace environment that comes as a result of strategic change initiatives in a global perspective. Furthermore, product diversity is important for many things. First, different markets respond differently to the same product. Therefore, an organization ought to consider the preferences of consumers in different markets to enable a better response to the products that they offer. By diversifying their product portfolio, companies stand to benefit from increased sales through the reduced risk of product failure. Furthermore, it is easier to sell different products to different people according to their preferences than selling the same product to different people.

Previously studied authors in this paper have presented significant facts on the aspect of strategic change, the importance of time and other factors in aiding the process to successful completion. However, what they have lacked to mention is the aspect of environmental dynamism. To compete successfully, firms undergo strategic change on a regular basis. To change alludes to a critical reorganization of the objectives and goals and the activities carried out to accomplish the same. One of the most significant aspects of strategic change involves the alteration of organizational performance which can only be achieved by enabling a company to reach the point of dynamic capacity and capabilities. According to Girod and Whittington (2017), the more dynamic the change experienced by an organization, the more positive the outcome of the organization (p. 1127). As such, companies that experience limited configuration are geared to witness small changes in their performance.

#### **2.5. Business environment**

However, the outcome of each dynamic shift in capacity and capability is affected by the environment. One company may be successful in a given environment while the other

company may fail by doing similar things in a different environment (Giron, Whittington, 2017). Therefore, different environments respond differently to change. As such, strategic change decision makers in a company ought to weigh the compatibility of the intended dynamic change in capacity and capabilities against environmental dynamism.

Another unique aspect of strategic change in organizations operating in the modern business environment is the importance of political as well as social factors. Change is only applicable and valid for a profit-making organization if it successfully rhymes with the social environment and political climate of the affected location. However, when the values of an organization tend to clash with the accepted cultural values in the target location, change becomes hard to implement. This is true for countries whose political and social structure is rigid to change. According to Sudiby and Jianfu (2015), strategic change in an organization is significantly affected by the political structure that exists in the target location (p. 830). As such, expansion of organizational operations in companies with high rates of corruption such as China and Indonesia is bound to negatively affect the smooth running of the day to day business activities.

A country that exhibits negative political behaviour will affect a company's objective for growth through the creation of unnecessary challenges and barriers that are man-made. These challenges are bound to have strong political motivations which can only be solved by engaging in the culture of corruption. However, by engaging in such activities that may hurt the reputation of a company elsewhere, the company risks growing in a negative aspect which may hinder their potential for future growth. Therefore, strategic change aiming at growth in potentially negative locations needs to be done with much care to be able to manoeuvre through the political and cultural environment without really getting involved with the existing practices of the target location.

## **Conclusion**

Strategic change is a complex process undertaken by organizations in the modern world. A process which has a lasting impact on the future success of the business operations of a given organization. However, by engaging proper resources in the strategic change initiative, companies are bound to successfully impact their capacity for growth. Nonetheless, their modern business environment contains a significant number of challenges which affect an organization's strategic change decisions in many ways. The challenges may arise from political, social as well as cultural issues. Consequently, most organizations have internal structural issues that might be the cause of their impending failure. As such, scholars have categorized strategic change to be amongst one of the most complex activities modern companies have to undertake to remain competitive in the ever-changing business environment.

## References

- Bartunek, J.M., Woodman, R.W. (2015). Beyond Lewin: Toward a temporal approximation of organization development and change. *Annual Review of Organizational Psychology and Organizational Behavior*, 2, 157–182.
- Bratnicka, K. (2015). Twórczość organizacyjna i efektywność organizacji w kierunku ujęcia wielopoziomowego. *Problemy Zarządzania*, 4 (56), 131–143.
- Cummings, T., Nickerson, J.A. (2017). An Exploration of Brain Science and its Potential Contributions to Strategic Management & Thinking. *Academy of Management Proceedings*, 1, 13144.
- Ellis, K.M., Reus, T.H., Lamont, B.T., Ranft, A.L. (2011). Transfer effects in large acquisitions: How size-specific experience matters. *Academy of Management Journal*, 54 (6), 1261–1276.
- Fan, G.H., Zietsma, C. (2017). Constructing a shared governance logic: The role of emotions in enabling dually embedded agency. *Academy of Management Journal*, 60 (6), 2321–2351.
- Girod, S.J.G., Whittington, R. (2017). Reconfiguration, restructuring and firm performance: Dynamic capabilities and environmental dynamism. *Strategic Management Journal*, 38 (5), 1121–1133.
- Graebner, M., Heimeriks, K., Huy, Q., Vaara, E. (2016). The process of post-merger integration: A review and agenda for future research. *Academy of Management Annals*, annals-2014.
- Heimeriks, K.H., Schijven, M., Gates, S. (2012). Manifestations of higher-order routines: The underlying mechanisms of deliberate learning in the context of postacquisition integration. *Academy of Management Journal*, 55 (3), 703–726.
- Klarner, P., Raisch, S. (2013). Move to the beat – Rhythms of change and firm performance. *Academy of Management Journal*, 56 (1), 160–184.
- Kunisch, S., Bartunek, J., Mueller, J., Huy, Q. (2017). Time in Strategic Change Research. *Academy of Management Annals*.
- Lee, B.H., Struben, J., Bingham, C.B. (2018). Collective action and market formation: An integrative framework. *Strategic Management Journal*, 39 (1), 242–266.
- Menon, A. (2018). Bringing cognition into strategic interactions: Strategic mental models and open questions. *Strategic Management Journal*, 39 (1), 168–192.
- Sudibyo, Y.A., Jianfu, S. (2015). Institutional theory for explaining corruption: An empirical study on public sector organizations in China and Indonesia. *Corporate Ownership and Control*, 13 (1), 817–958.
- Vidal, E., Mitchell, W. (2018). Virtuous or vicious cycles? The role of divestitures as a complementary Penrose effect within resource-based theory. *Strategic Management Journal*, 39 (1), 131–154.

### STRATEGICZNA ZMIANA W PRZEDSIĘBIORSTWIE: ASPEKTY WIELOPLASZCZYZNOWE

**Streszczenie:** Celem artykułu jest przegląd istniejącego zasobu wiedzy na temat zmiany strategicznej z perspektywy, która uwzględni znaczenie czasu. Dlatego przegląd istniejącej literatury będzie zasadniczo oparty na różnych spojrzeniach. Po pierwsze, pojęcie czasu w strategicznej zmianie. Po drugie, czas i strategiczne działania zmian. Wreszcie, agenci czasu i zmiany strategiczne. Perspektywy, na których skupi się ten artykuł, odnoszą się do związanych ze zmianą czasu elementów strategicznych zmian, które większość uczonych od dawna traktowała z odmiennej perspektywy. Podejście wynikające z tego przeglądu odmiennie aspekt spojrzenia na strategiczną zmianę pod względem dynamiki procesowej. W związku z tym artykuł skupi się na różnych postaciach strategicznych zmian, które dążą do osiągnięcia zamierzonego celu. Wartość merytoryczna i naukowa tego opracowania wyraża się w prezentacji tematu z nietypowego punktu widzenia, odnosząc się do konkretnego przekładu teorii na wnioski badawcze dotyczące zmiany strategicznej z punktu widzenia aspektów wielopłaszczyznowych. Oryginalne podejście różni się od dotychczas prezentowanych, w dużym stopniu wykorzystując najnowsze źródła literackie, biorąc pod uwagę złożoność zmian strategicznych, zintegrowanych z problemami firmy z perspektywy różnych aspektów w kontekście strategii korporacyjnej.

**Słowa kluczowe:** zmiana strategiczna, strategia przedsiębiorstwa, otoczenie biznesowe

## Citation

Nowak, J. (2018). Strategic Change in a Firm: Multifarious aspects. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 373–379. DOI: 10.18276/firfu.2018.92-32.



# Koszt kapitału własnego w firmach rodzinnych – badania spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie

Jarosław Nowicki\*

**Streszczenie:** *Cel* – Celem badania była ocena na podstawie próby spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie wpływu kontroli rodziny nad firmą na poziom kosztu kapitału własnego przedsiębiorstwa.

*Metodologia badania* – Badanie empiryczne przeprowadzono na niebilansowanym panelu spółek publicznych notowanych na GPW w Warszawie. Zakres czasowy badania objął lata 2006–2015. Podstawową metodą była analiza regresji liniowej, której parametry estymowano klasyczną metodą najmniejszych kwadratów (KMNK). Analiza regresji obejmowała wszystkie informacje z próby (*pooled OLS*). W modelach regresji zmienną objaśnianą był koszt kapitału własnego, natomiast testowaną zmienną objaśniającą – kontrola rodziny. W modelach regresji uwzględniono także odpowiednie zmienne kontrolne.

*Wynik* – Zaobserwowano niższy poziom kosztu kapitału własnego firm rodzinnych w porównaniu do firm nierodzinnych. Wskazano czynniki różniące firmy rodzinne od nierodzinnych wpływające na zaobserwowaną współzależność. Należą do nich między innymi niższy poziom zadłużenia firm rodzinnych, ich mniejszy rozmiar i wyższa rentowność aktywów.

*Oryginalność/wartość* – W badaniach wykorzystano rozległe dane panelowe dotyczące 608 spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2006–2015 (3414 obserwacji). W odróżnieniu od dotychczasowych badań dotyczących wpływu kontroli rodziny nad firmą na wyniki przedsiębiorstw, które koncentrowały się często na wartości przedsiębiorstwa, w opracowaniu skupiono się na koszcie kapitału własnego. Przeanalizowano wpływ kontroli rodziny nad firmą na koszt kapitału własnego przedsiębiorstwa i wskazano czynniki, które, różniąc firmy rodzinne od nierodzinnych, wpływają na badaną współzależność.

**Słowa kluczowe:** koszt kapitału własnego, firmy rodzinne, kontrola rodziny nad firmą

## Wprowadzenie

Celem badania empirycznego, którego wyniki zaprezentowano w opracowaniu, była ocena na podstawie próby spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie wpływu kontroli rodziny nad firmą na poziom kosztu kapitału własnego przedsiębiorstwa. Dla realizacji tego celu poddano badaniu firmy rodzinne i nierodzinne notowane na GPW w Warszawie pod względem poziomu kosztu kapitału własnego w latach 2006–2015.

---

\* dr Jarosław Nowicki, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, al. Niepodległości 10, 61-875 Poznań, e-mail: j.nowicki@ue.poznan.pl.

Mimo występujących różnic, większość definicji firmy rodzinnej przyznaje, że jej istotą jest pozostawanie firmy pod kontrolą rodziny (Frishkoff, 1995; Jaffe, 1990; Safin, 2007; Sułkowski, Marjański, 2009). Dlatego w prezentowanym badaniu empirycznym za firmę rodzinną uznaje się taką, w której rodzina posiada kontrolę nad większością głosów na zgromadzeniu akcjonariuszy.

Prezentowane badanie jest jednym z cyklu badań autora nad współzależnością kontroli rodziny nad firmą i kosztem kapitału własnego. W niniejszym opracowaniu jako aproksymantę kosztu kapitału własnego przyjęto wyniki oszacowań modelu wyceny aktywów kapitałowych (CAPM), który ciągle wydaje się być jedną z najbardziej popularnych metod szacowania kosztu kapitału własnego (Amadi, 2010, s. 8), mimo że wyniki niektórych badań sugerują, że zrealizowane stopy zwrotu nie są najlepszymi aproksymantami oczekiwanych stóp zwrotu (Elton, 1999; Claus, Thomas, 2001; Freeman, Guermat, 2006; Zarzecki, 2014).

## **1. Opis dotychczasowych badań i hipoteza badawcza**

Dotychczasowe badania dotyczące wpływu kontroli rodziny na wyniki często koncentrowały się na wartości przedsiębiorstwa (Maury, 2006; Barontini, Caprio, 2006; Andres, 2008; Anderson, Reeb, 2003a; Villalonga, Amit, 2006; Cronqvist, Nilsson, 2003; Bennedson, Nielsen, 2010). W opracowaniu skupiono rozważania na koszcie kapitału własnego, co pozwala oddzielnie przeanalizować wpływ kontroli rodziny na jeden z czynników determinujących wartość przedsiębiorstwa.

Wcześniejsze studia nad kosztem kapitału własnego koncentrowały się na jego współzależności z innymi zagadnieniami, takimi jak społeczna odpowiedzialność biznesu (El Ghouli, Guedhami, Kwok, Mishra, 2011; Derwall, Verwijmeren, 2007; Chava, 2010), wycena bazująca na zyskach (Chen, Jorgensen, Yoo, 2004), podatek od dywidend (Dhaliwal, Krull, Li, Moser, 2005), monitoring ze strony władz fiskalnych (El Ghouli, Guedhami, Pittman, 2011), koszty agencji (Chen, Chen, Wei, 2009) czy koneksje polityczne (Boubakri, Guedhami, Mishra, Saffar 2012). W literaturze obecnych jest względnie mało badań dotyczących wpływu kontroli rodziny na koszt kapitału własnego. Przykładowo, studium Boubakriego, Guedhamiego i Mishra'y (2010) koncentruje się na cechach firm rodzinnych związanych z problemem agencji w okresie przed i po kryzysie azjatyckim, obejmując swym zasięgiem osiem państw wschodniej Azji w latach 1996–1999. Prezentowane badanie wpisuje się w ten nurt dociekań naukowych.

Na podstawie analizy literatury dotyczącej nadzoru korporacyjnego, teorii agencji i teorii struktury kapitału, postanowiono zbadać hipotezę, że firmy rodzinne charakteryzują się niższym kosztem kapitału własnego niż firmy nierodzinne. Kilka czynników uzasadnia to przypuszczenie. Jednym z nich jest posiadanie przez rodzinę motywacji i możliwości, aby lepiej monitorować menadżerów, co zredukować może problem agencji. Poza tym redukcja ryzyka firm rodzinnych wynikać może z niepieniężnych prywatnych korzyści z kontroli specyficznych dla przedsiębiorstw rodzinnych (np. prestiż, zaangażowanie polityczne),

które mogą skutkować wymiernymi korzyściami (Villalonga, Amit, 2010), czy z tego, że inwestycja rodziny w firmę jest z reguły słabo zdywersyfikowana, co zwiększa ryzyko po stronie rodziny i może stanowić bodziec do tego, aby ograniczać ryzyko na poziomie firmy (Anderson, Reeb, 2003b; Kałdoński, 2016). Ponadto redukcja ryzyka z perspektywy inwestorów może być pochodną długiego horyzontu inwestycyjnego charakterystycznego dla rodziny (Anderson, Reeb, 2003a; Villalonga, Amit, 2009; Chen, Chen, Cheng, Shevlin, 2010). W przedsiębiorstwach rodzinnych występują też czynniki, które ograniczają ryzyko finansowe, co w konsekwencji prowadzić może do redukcji kosztu kapitału własnego. Zaliczyć do nich można np. strach przed utratą kontroli nad firmą, powodujący chęć obniżenia poziomu zadłużenia (Schmid, 2013) czy mniejsze konflikty agencji na linii właściciel–menadżer oraz brak bodźców do czynienia z dłużej narzędzia dyscyplinującego menadżerów (Jensen, Meckling, 1976; Grossman, Hart, 1986; Shleifer, Vishny, 1986; Jensen, 1986; Anderson, Mansi, Reeb, 2003).

## 2. Metodyka badania empirycznego

Badanie empiryczne przeprowadzono na niezbilansowanym panelu spółek notowanych na GPW w Warszawie i dotyczyło okresu 2006–2015. Wyjściowa próba badawcza obejmowała wszystkie spółki publiczne z sektorów niefinansowych, dla których odpowiednie dane za lata 2006–2015 były dostępne w bazie danych Amadeus BvD, będącej głównym źródłem danych finansowych i informacji o strukturze własności spółek. Innym ograniczeniem była dostępność odpowiednich notowań cen akcji tych spółek w serwisie Stooq.pl. Ostatecznie próba objęła 608 spółek (jednostek panelu) i 3414 obserwacje.

Podstawową metodą była analiza regresji liniowej, której parametry estymowano klasyczną metodą najmniejszych kwadratów (KMNK). Analiza regresji obejmowała wszystkie informacje z próby (*pooled OLS*). W modelach regresji zmienną objaśnianą był koszt kapitału własnego, natomiast testowaną zmienną objaśniającą kontrola rodziny. Uwzględniono w nich także odpowiednie zmienne kontrolne.

Zmienną objaśnianą zdefiniowano jako premię kosztu kapitału własnego ponad stopą zwrotu wolną od ryzyka (zmienna *EquityPremium*). Oszacowano ją dla wszystkich spółek z próby badawczej na podstawie modelu wyceny aktywów kapitałowych (CAPM). Stopę zwrotu wolną od ryzyka przyjęto na poziomie rentowności dziesięcioletnich obligacji skarbowych (BZWBK, 2017). Premię za ryzyko rynkowe przyjęto na poziomie estymowanym dla Polski w poszczególnych latach przez Damodarana (2017). Współczynnik beta oszacowano, wykorzystując tygodniowe logarytmiczne stopy zwrotu obliczone na podstawie notowań uwzględniających operacje na akcjach pozyskanych z serwisu Stooq.pl, przy czym zakres czasowy dla estymacji współczynnika beta dla danego roku obejmował okres od 2001 roku lub pierwszego notowania spółki, jeśli miało miejsce po roku 2001, do końca roku, dla którego współczynnik beta obliczano. W badaniu przyjęto wynik estymacji

modelu wyceny aktywów kapitałowych jako aproksymantę kosztu kapitału własnego poszczególnych spółek.

Na potrzeby badania zdefiniowano firmę rodzinną jako podmiot, w którym, wykorzystując definicje zawarte w bazie Amadeus, jedna lub kilka określonych osób lub rodzin bezpośrednio lub pośrednio kontroluje co najmniej 50% głosów na zgromadzeniu akcjonariuszy. Ta definicja pozwoliła na skonstruowanie zmiennej dualnej (zmienna FAM) odzwierciedlającej kontrolę rodziny nad firmą i stanowiła testowaną zmienną objaśnianą. W testach odporności uzyskanych wyników wykorzystano także zmodyfikowaną zmienną FAM, dla której obniżono próg odsetka liczby głosów kontrolowanych na zgromadzeniu akcjonariuszy z 50 do 25%.

Jako zmienne kontrolne wpływające na koszt kapitału własnego ujęte w badaniu (zarówno w podstawowych modelach regresji, jak i w testach odporności) wykorzystano zmienne stosowane w innych badaniach tego typu (Boubakri, Guedhami, Mishra, 2010; Kałdoński 2016), takie jak zmienne odzwierciedlające dźwignię (zmienna DltE – relacja zadłużenia długoterminowego do rynkowej wartości kapitału własnego, zmienna DE – relacja zadłużenia do rynkowej wartości kapitału własnego), rozmiar (zmienna l\_Capitalization – logarytm naturalny kapitalizacji rynkowej spółki wyrażonej w tys. euro, zmienna l\_Assets – logarytm naturalny aktywów ogółem spółki wyrażonych w tys. euro, zmienna l\_Sales – logarytm naturalny przychodów ze sprzedaży spółki wyrażonych w tys. euro), rentowność (zmienna ROA – rentowność aktywów wyznaczona jako relacja zysku operacyjnego i aktywów ogółem), udział wartości niematerialnych i prawnych w aktywach ogółem (zmienna IFA), udział rzeczowych aktywów trwałych w aktywach ogółem (zmienna TFA), stosunek wartości rynkowej do księgowej kapitału własnego (zmienna MVBV). W analizie uwzględniono także efekty stałe dla sektorów oraz lat. Modele regresji oszacowano w programie Gretl.

### **3. Wyniki badania empirycznego**

W celu zbadania specyfiki firm rodzinnych pod względem charakteryzującego je kosztu kapitału własnego dokonano podziału badanej zbiorowości na dwie grupy: firmy rodzinne i nierodzinne. W tabeli 1 zamieszczono podstawowe statystyki opisowe w odniesieniu do badanych zmiennych w podziale na dwie badane grupy, jak również wyniki przeprowadzonych testów istotności różnic w wartościach średnich i median pomiędzy grupą firm rodzinnych a nierodzinnych.



**Tabela 1**

Podstawowe statystyki opisowe zmiennych charakteryzujących próbę badawczą w podziale na firmy rodzinne i nierodzinne

Zmienna	Razem		Firmy rodzinne		Firmy nierodzinne	
	średnia	mediana	średnia	mediana	średnia	mediana
EquityPremium	0,0414	0,0414	0,0374***	0,0360***	0,0423	0,0425
Capitalization (w tys. euro)	167 560	13 084	103 180***	9 810***	182 000	14 110
l_Capitalization	9,5764	9,4843	9,2940***	9,1916***	9,6398	9,5567
DłtE	0,2122	0,0127	0,1953	0,0064	0,2159	0,0142
ROA	-0,3438	0,0489	0,0322	0,0502	-0,4314	0,0486
kE	0,0883	0,0885	0,0834***	0,0828***	0,0893	0,0896
Assets (w tys. euro)	239 490	16 642	109 580***	9 872***	269 740	18 168
l_Assets	9,6781	9,7197	9,3383***	9,1975***	9,7572	9,8074
Sales (w tys. euro)	220 270	16 048	102 740***	11 504***	247 610	17 910
l_Sales	9,5112	9,6833	9,2220***	9,3504***	9,5784	9,7931
MVBV	2,2204	1,1814	2,5315	1,2438	2,1507	1,1672
IFA	0,0777	0,0127	0,0594***	0,0077***	0,0820	0,0152
TFA	0,2753	0,2319	0,3094***	0,2759***	0,2674	0,2195

Liczba gwiazdek przy wartościach średniej i mediana firm rodzinnych wskazuje wyniki testów istotności na różnicę w dwóch zbiorowościach dla grup firm rodzinnych i nierodzinnych (test t-Studenta oraz test U Manna-Whitneya), oznaczając istotność na poziomie odpowiednio 1% (\*\*\*), 5% (\*\*) i 10% (\*).

Źródło: opracowanie własne.

Jak wynika z danych zawartych w tabeli 1, koszt kapitału własnego (zmienna EquityPremium) w firmach rodzinnych jest niższy od kosztu kapitału własnego charakteryzującego firmy nierodzinne, a różnica ta jest istotna statystycznie, co potwierdził zarówno test t-Studenta, jak i test U Manna-Whitneya<sup>1</sup>.

Firmy rodzinne są przeciętnie mniejsze od firm nierodzinnych, niezależnie od tego, czy za miernik rozmiaru uzna się ich kapitalizację rynkową, aktywa ogółem czy przychody ze sprzedaży, charakteryzują się niższym udziałem wartości niematerialnych i prawnych w aktywach ogółem i wyższym udziałem rzeczowych aktywów trwałych w aktywach ogółem. Natomiast różnice między miarami tendencji centralnej, jakie zaobserwowano w próbie badawczej między firmami rodzinnymi a nierodzinnymi w odniesieniu do poziomu zadłużenia (zmienna DłtE) oraz rentowności aktywów (zmienna ROA), nie są istotne statystycznie.

<sup>1</sup> Test t-Studenta na różnicę średnich dał wyniki opisane w tabeli 1 liczbą gwiazdek przy wartościach średnich dla firm rodzinnych. Ponieważ jednak testy normalności rozkładu badanych zmiennych nie potwierdziły, że zmienne te mają rozkład normalny, przeprowadzono także test nieparametryczny U Manna-Whitneya, którego wyniki opisano w tabeli 1 liczbą gwiazdek przy wartościach median dla firm rodzinnych.

Różnice między firmami rodzinnymi i nierodzinnymi należy rozpatrywać w odniesieniu do przynależności spółek do poszczególnych sektorów. W tabeli 2 przedstawiono zbiorcze zestawienie liczebności spółek w poszczególnych sektorach.

**Tabela 2**

Liczebność próby badawczej pod względem jednostek panelu w podziale na sektory

Kod	Sektor wg NACE rev. 2	Spółki razem	Firmy rodzinne	Firmy nierodzinne	Firmy rodzinne (%)	Firmy nierodzinne (%)
A	Rolnictwo, leśnictwo i rybactwo	1	0	1	0,0	100,0
B	Górnictwo i wydobywanie	4	0	4	0,0	100,0
C	Przetwórstwo przemysłowe	167	39	128	23,4	76,6
D	Energetyka	12	1	11	8,3	91,7
E	Woda, ścieki i odpady	10	1	9	10,0	90,0
F	Budownictwo	55	8	47	14,5	85,5
G	Handel, naprawa samochodów i motocykli	99	13	86	13,1	86,9
H	Transport i gospodarka magazynowa	10	5	5	50,0	50,0
I	Zakwaterowanie i usługi gastronomiczne	7	0	7	0,0	100,0
J	Informacja i komunikacja	99	17	82	17,2	82,8
L	Nieruchomości	15	2	13	13,3	86,7
M	Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna	95	23	72	24,2	75,8
N	Usługi administrowania i działalność wspierająca	17	3	14	17,6	82,4
P	Edukacja	3	1	2	33,3	66,7
Q	Opieka zdrowotna i pomoc społeczna	8	2	6	25,0	75,0
R	Kultura, rozrywka i rekreacja	4	1	3	25,0	75,0
S	Pozostałe usługi	2	1	1	50,0	50,0
Razem		608	117	491	19,2	80,8

Źródło: opracowanie własne.

Jak wynika z danych zawartych w tabeli 2, firmy rodzinne stanowią 19,2% ogółu badanych spółek, a wyższy od średniego odsetek firm rodzinnych zaobserwowano m.in. w sektorach przemysłowym, transportowym czy działalności profesjonalnej, naukowej i technicznej. Firmy nierodzinne stanowiły 80,8% próby badawczej, a jeszcze wyższy odsetek odnotowały w takich sektorach, jak górnictwo, energetyka, budownictwo, informacja i komunikacja czy sektor nieruchomości.

Aby wyeliminować potencjalny problem wpływu przynależności do sektora na wyniki prowadzonego badania, w modelowaniu uwzględniono dualne zmienne sektorowe wyznaczone na podstawie kodów klasyfikacji NACE rev. 2.

W tabeli 3 przedstawiono współczynniki korelacji liniowej Pearsona między głównymi zmiennymi wykorzystywanymi zarówno w podstawowych modelach regresji, jak i w testach odporności.

**Tabela 3**

Macierz współczynników korelacji Pearsona dla głównych zmiennych wykorzystywanych w podstawowych modelach regresji oraz w testach odporności

Zmienna	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1 EquityPremium	1,000	0,941	-0,059	0,240	0,187	0,197	<b>-0,004</b>	0,039	<b>-0,018</b>	<b>-0,004</b>
2 kE		1,000	-0,065	0,262	0,221	0,244	<b>-0,005</b>	<b>0,019</b>	<b>-0,007</b>	<b>-0,015</b>
3 FAM			1,000	-0,069	-0,053	-0,062	<b>0,006</b>	<b>-0,008</b>	<b>0,008</b>	-0,059
4 l_Assets				1,000	0,874	0,882	-0,031	0,098	0,067	-0,163
5 l_Sales					1,000	0,788	-0,029	0,045	0,046	-0,191
6 l_Capitalization						1,000	<b>-0,008</b>	-0,072	0,040	-0,157
7 MVBV							1,000	<b>-0,011</b>	<b>0,002</b>	<b>0,007</b>
8 DltE								1,000	<b>0,004</b>	-0,052
9 ROA									1,000	-0,104
10 IFA										1,000

Współczynniki korelacji zawarte w tabeli, z wyjątkiem współczynników zapisanych pismem pogrubionym, są istotne statystycznie na poziomie istotności 10% lub niższym.

Źródło: opracowanie własne.

Jak wynika z danych zawartych w tabeli 3, analiza współczynników korelacji zmiennych wskazuje, że między zmiennymi z różnych kategorii nie występuje problem współliniowości. Wysoka korelacja, co nie dziwi, występuje między zmiennymi z tej samej kategorii, opisującymi tę samą cechę (jak np. między trzema zmiennymi opisującymi rozmiar). Modele regresji konstruowano tak, aby problem współliniowości między zmiennymi nie występował.

W tabeli 4 przedstawiono wyniki regresji liniowej w zakresie wpływu kontroli rodziny nad firmą na poziom kosztu kapitału własnego.

Jak wynika z danych podanych w tabeli 4, firmy kontrolowane przez rodziny cechują się kosztem kapitału własnego o około 0,3 p.p. niższym niż firmy nierodzinne. Jednak w ocenie współzależności analizowanych zjawisk należy wziąć pod uwagę, że w modelach przedstawionych w tabeli 4 oszacowane błędy standardowe nie uwzględniały korekty ze względu na heteroskedastyczność czy problemu klasteryzacji danych (korelacji w ramach klastra dla obserwacji pogrupowanych w klastry). Ponieważ dane panelowe, na których opiera się badanie, w naturalny sposób grupują obserwacje w klastry (Cameron, Miller, 2015, s. 318), dokonano oszacowania modeli regresji z klasteryzowanymi błędami standardowymi, gdzie klasteryzacja błędów standardowych odbywała się na poziomie poszczególnych spółek (Petersen, 2009). Wyniki estymacji przedstawiono w tabeli 5.

**Tabela 4**

Wyniki oszacowania modelu regresji liniowej w zakresie wpływu kontroli rodziny nad firmą na koszt kapitału własnego

Modele regresji	(1)	(2)
Zmienna	EquityPremium	EquityPremium
Wyraz wolny	-0,0263 (0,0316)	-0,0493* (0,0274)
FAM	-0,0034** (0,0013)	-0,0032*** (0,0013)
DitE		0,0016*** (0,0005)
ROA		-0,00003* (0,00002)
l_Capitalization		0,0025*** (0,0002)
Efekty stałe dla lat	TAK	TAK
Efekty stałe dla sektorów	TAK	TAK
N	4054	3414
Skorygowany R <sup>2</sup>	0,054	0,095

Liczba gwiazdek oznacza odpowiednio istotność na poziomie 1% (\*\*\*), 5% (\*\*) i 10% (\*). W nawiasach podano błędy standardowe parametrów.

Źródło: opracowanie własne.

**Tabela 5**

Wyniki oszacowania modelu regresji liniowej w zakresie wpływu kontroli rodziny nad firmą na koszt kapitału własnego – klasteryzowane błędy standardowe

Modele regresji	(3)	(4)
Zmienna	EquityPremium	EquityPremium
Wyraz wolny	-0,0263*** (0,0007)	-0,0493*** (0,0043)
FAM	-0,0034 (0,0027)	-0,0032 (0,0027)
DitE		0,0016*** (0,0005)
ROA		-0,00003*** (0,000003)
l_Capitalization		0,0025*** (0,0005)
Efekty stałe dla lat	TAK	TAK
Efekty stałe dla sektorów	TAK	TAK
N	3414	3414
Skorygowany R <sup>2</sup>	0,054	0,095

Liczba gwiazdek oznacza odpowiednio istotność na poziomie 1% (\*\*\*), 5% (\*\*) i 10% (\*). W nawiasach podano błędy standardowe parametrów.

Źródło: opracowanie własne.

Wykorzystanie klasteryzowanych błędów standardowych spowodowało spadek poziomu istotności współczynnika przy zmiennej FAM, co oznacza, że o ile współczynnik ten nadal jest ujemny, sugerując niższy koszt kapitału własnego firm rodzinnych w porównaniu do firm nierodzinnych, to byłby on istotny statystycznie dopiero na poziomie około 23% (p-value wynosi 0,2084 w modelu (3) i 0,2266 w modelu (4)). Spadek poziomu istotności współczynników regresji przy obliczaniu klasteryzowanych błędów standardowych w porównaniu do błędów standardowych bez tej poprawki wynika z uwzględnienia możliwej korelacji między obserwacjami w ramach jednego klastra, co powoduje z reguły zwiększenie błędów standardowych i poszerzenie przedziałów ufności (Cameron, Miller, 2015, s. 318–325).

W celu przeanalizowania ewentualnego problemu endogeniczności przeprowadzono testy odporności uzyskanych wyników. Do podstawowych przyczyn endogeniczności należą: wzajemna przyczynowość, błąd pomiaru zmiennych oraz problem pominiętych zmiennych (Roberts, Whited, 2011). Rozważając kierunek zależności między statusem firmy rodzinnej a poziomem kosztu kapitału własnego, uznać należy, że mało prawdopodobne jest, aby poziom kosztu kapitału własnego determinował zakres kontroli rodzin nad spółkami. W celu uniknięcia błędu pomiaru zmiennych oraz problemu pominiętych zmiennych przeprowadzono testy odporności uzyskanych wyników na zmianę definicji kosztu kapitału własnego (zmienna *kE* zamiast zmiennej *EquityPremium*) i definicji firmy rodzinnej (obniżenie progu odsetka liczby głosów kontrolowanych na zgromadzeniu akcjonariuszy z 50 do 25%) oraz na dodawanie do modelu dodatkowych zmiennych charakteryzujących spółki, takich jak inne zmienne opisujące wielkość spółek (*l\_Assets*, *l\_Sales*), zmienne IFA, TFA czy *MVBV*.

Wyniki estymacji niektórych z modeli regresji liniowej uzyskanych w ramach testów odporności przedstawiono w tabeli 6.

Jak wynika z tabeli 6, wyniki testów odporności nie zmieniają generalnie wniosków co do współzależności kontroli rodziny nad firmą i kosztu kapitału własnego. We wszystkich modelach współczynnik regresji przy zmiennej FAM jest ujemny, co sugeruje, że kontrola rodziny nad firmą wpływa na obniżenie kosztu kapitału własnego, choć zależność ta, o ile widoczna w próbie badawczej, nie zawsze jest istotna statystycznie. Podobnie jak w przypadku modeli (1) i (2) oraz (3) i (4) estymacja modeli z błędami standardowymi klasteryzowanymi na poziomie poszczególnych spółek prowadzi do obniżenia istotności parametrów modeli, w szczególności zaś współczynników regresji przy zmiennej FAM oznaczającej kontrolę rodziny nad firmą. Wnioski te pozostają niezmienione także w przypadku zmiany definicji firmy rodzinnej poprzez obniżenie progu odsetka liczby głosów kontrolowanych na zgromadzeniu akcjonariuszy z 50% do 25% (dane nieraportowane).

Tabela 6

Wyniki oszacowania wybranych modelu regresji liniowej w ramach testów odporności

Model	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
Zmienna objaśniana	kE	kE	kE	kE	EquityPremium	EquityPremium	EquityPremium	EquityPremium
Wyraz wolny	-0,0263 (0,0281)	-0,0284*** (0,0281)	-0,0224 (0,0274)	-0,0224*** (0,0043)	-0,0450* (0,0270)	-0,0450*** (0,0029)	-0,0511* (0,0272)	-0,0511*** (0,0042)
FAM	-0,0025* (0,0013)	-0,0025 (0,0026)	-0,0032*** (0,0012)	-0,0032 (0,0027)	-0,0024* (0,0013)	-0,0024 (0,0026)	-0,0025** (0,0013)	-0,0025 (0,0027)
DE	0,00016*** (0,00006)	0,00016*** (0,00006)						
DfE		0,0016*** (0,0005)	0,0016*** (0,0005)	0,0016*** (0,0005)	0,0009* (0,0005)	0,0009** (0,0004)	0,0017*** (0,0005)	0,0017*** (0,0005)
ROA	-0,00004** (0,00002)	-0,00004*** (0,000004)	-0,00003* (0,00002)	-0,00003*** (0,000003)	-0,0103*** (0,0017)	-0,0103*** (0,0035)	-0,0093*** (0,0018)	-0,0093*** (0,0036)
I_Capitalization		0,0025*** (0,0002)	0,0025*** (0,0002)	0,0025*** (0,0005)			0,0029*** (0,0003)	0,0029*** (0,0005)
I_Assets	0,0033*** (0,0002)	0,0033*** (0,0005)						
I_Sales					0,0028*** (0,0002)	0,0028*** (0,0004)		
MVBV							0,00002 (0,00002)	0,00002 (0,00003)
IFA					0,0077** (0,0036)	0,0077 (0,0064)	0,0046 (0,0036)	0,0046 (0,0065)
TFA							-0,0026 (0,0025)	-0,0026 (0,0048)
Efektę stałe dla lat	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK
Efektę stałe dla sektorów	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK
N	3414	3414	3414	3414	3414	3414	3414	3414
Skorygowany R <sup>2</sup>	0,302	0,302	0,292	0,292	0,115	0,115	0,103	0,103
Błędy standardowe	zwykłe	klasteryzowane	zwykłe	klasteryzowane	zwykłe	klasteryzowane	zwykłe	klasteryzowane

Liczba gwiazdek oznacza odpowiednio istotność na poziomie 1% (\*\*\*) i 10% (\*). W nawiasach podano błędy standardowe parametrów.

Źródło: opracowanie własne.

## Uwagi końcowe

Uzyskane wyniki empirycznego badania spółek notowanych na GPW w Warszawie pod kątem współzależności między kontrolą rodziny nad firmą a kosztem kapitału własnego sugerowałyby, że firmy rodzinne charakteryzowały się niższym kosztem kapitału własnego niż firmy nierodzinne.

Wynikać to może w części z cech firm rodzinnych, które prowadzą do redukcji ryzyka finansowego, takich jak strach przed utratą kontroli nad firmą, powodujący chęć obniżenia poziomu zadłużenia, czy mniejsze konflikty agencji na linii właściciel–menadżer oraz brak bodźców do czynienia z długiem narzędzia dyscyplinującego menadżerów. Na wagę tego czynnika wskazywać może z jednej strony niższy poziom zadłużenia firm rodzinnych niż nierodzinnych w badanej próbie spółek notowanych na GPW w Warszawie, a z drugiej – potwierdzona w modelach regresji pozytywna współzależność poziomu zadłużenia i kosztu kapitału własnego (dodatni współczynnik regresji przy zmiennej DltE).

Ponadto w przebadanej próbie spółek firmy rodzinne były mniejsze, a ich majątek bardziej rentowny w porównaniu do firm nierodzinnych, co w powiązaniu z sugerowaną przez parametry regresji pozytywną współzależnością poziomu kosztu kapitału własnego z wielkością przedsiębiorstwa i negatywną współzależnością z rentownością aktywów, tłumaczy niższy poziom kosztu kapitału własnego w firmach rodzinnych.

Uzupełniającym wytłumaczeniem uzyskanego wyniku mogą być czynniki różnicujące firmy rodzinne od nierodzinnych, które redukują ich ryzyko ogólne, takie jak niższy poziom konfliktów agencji, długoterminowy horyzont inwestycyjny rodziny czy możliwość selektywnego uzyskiwania prywatnych korzyści z kontroli, jednak tych aspektów nie przebadano.

Zaobserwowany w badaniu niższy poziom kosztu kapitału własnego w firmach rodzinnych w porównaniu do nierodzinnych w pełni odnosić można do spółek notowanych na GPW w Warszawie tworzących próbę badawczą. Nieistotne statystycznie na zwyczajowo przyjmowanych poziomach współczynniki regresji przy zmiennej FAM w modelach z klastryzowanymi błędami standardowymi mogą wynikać ze zbyt małej próby przedsiębiorstw i obserwacji w panelu bądź też z wykorzystania w badaniu oszacowania oczekiwanej stopy zwrotu na podstawie modelu wyceny aktywów kapitałowych jako aproksymanty kosztu kapitału własnego. Obserwacje te skłaniają do prowadzenia dalszych badań nad współzależnością kontroli rodziny nad firmą i kosztu kapitału własnego na większych próbach badawczych, wykraczających poza podmioty notowane na GPW w Warszawie, z wykorzystaniem inaczej zdefiniowanych zmiennych odzwierciedlających koszt kapitału własnego czy fakt kontrolowania firmy przez rodzinę.

## Literatura

- Amadi, C.W. (2010). Estimation of the Cost of Equity: A Chance of a Loss Approach. *Business Quest*, January, 1–25.
- Anderson, R., Reeb, D. (2003a). Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*. 3 (58): 1301–1327.

- Anderson, R., Reeb, D. (2003b). Founding-family ownership, corporate diversification, and firm leverage. *Journal of Law and Economics*, 2 (46): 653–684.
- Anderson, R., Mansi, S., Reeb, D. (2003). Founding-family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 2 (68): 263–285.
- Andres, C. (2008). Large Shareholders and Firm Performance: An Empirical Examination of Founding-family Ownership. *Journal of Corporate Finance*, 4 (14): 431–445.
- Barontini, R., Caprio, L. (2006). The Effect of Family Control on Firm Value and Performance: Evidence from Continental Europe. *European Financial Management*, 5 (12): 689–723.
- Bennedsen, M., Nielsen, K. (2010). Incentive and Entrenchment Effects in European Ownership. *Journal of Banking and Finance*, 9 (34): 2212–2229.
- Boubakri, N., Guedhami, O., Mishra, D. (2010). Family Control and the Implied Cost of Equity: Evidence before and after the Asian Financial Crisis. *Journal of International Business Studies*, 41, 451–474.
- Boubakri, N., Guedhami, O., Mishra, D., Saffar W. (2012). Political Connections and the Cost of Equity Capital. *Journal of Corporate Finance*, 18, 541–559.
- BZWBK (2017). *MakroSkop*, 3/2017, 03/2014, 3/2011, 3/2008. Pobrano z: <https://skarb.bzwbk.pl/skarb/serwis-ekonomiczny/makroskop-pl/archiwum.html> (18.03.2017).
- Cameron, A.C., Miller, D.L. (2015). A Practitioner’s Guide to Cluster-Robust Inference. *Journal of Human Resources*, 2 (50), 317–372.
- Chava, S. (2010). *Socially Responsible Investing and Expected Stock Returns*. Working Paper Georgia Institute of Technology.
- Chen, S., Chen, X., Cheng, Q., Shevlin, T. (2010). Are Family Firms More Tax Aggressive than Non-family Firms? *Journal of Financial Economics*, 1 (95), 41–61.
- Chen, K., Chen, Z., Wei, K. (2009). Agency Costs of Free Cash Flow and the Effect of Shareholder Rights on the Implied Cost of Equity Capital. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1 (46), 171–207.
- Chen, F., Jorgensen, B., Yoo, Y. (2004). Implied Cost of Equity Capital in Earnings-based Valuation: International Evidence. *Accounting and Business Research*, 4 (34), 323–344.
- Claus, J., Thomas, J. (2001). Equity Premia as Low as Three Percent? Evidence from Analysts’ Earnings Forecasts for Domestic and International Stock Markets. *Journal of Finance*, 5 (56), 1629–1666.
- Cronqvist, H., Nilsson, M. (2003). Agency Costs of Controlling Minority Shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 4 (38), 695–719.
- Damodaran, A. (2017). Damodaran Online. Pobrano z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (18.03.2017).
- Derwall, J., Verwijmeren, P. (2007). *Corporate Social Responsibility and the Cost of Equity Capital*. Working Paper RSM Erasmus University.
- Dhaliwal, D., Krull, L., Li, O., Moser, W. (2005). Dividend Taxes and Implied Cost of Equity Capital. *Journal of Accounting Research*, 43, 675–708.
- El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C., Mishra, D. (2011). Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital? *Journal of Banking and Finance*, 9 (35), 2388–2406.
- El Ghoul, S., Guedhami, O., Pittman, J. (2011). The Role of IRS Monitoring in Equity Pricing in Public Firms. *Contemporary Accounting Research*, 2 (28): 643–674.
- Elton, E. (1999). Expected Return, Realized Return, and Asset Pricing Tests. *Journal of Finance*, 4 (54), 1199–1220.
- Freeman, M.C., Guermat, C. (2006). The Conditional Relationship Between Beta and Returns: A Reassessment. *Journal of Business Finance and Accounting*, 33, 1213–1239.
- Frishkoff, P.A. (1995). *Understanding Family Business: What Is a Family Business?* Oregon State University, Austin Family Business Program.
- Grossman, S., Hart, O. (1986). The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration. *Journal of Political Economy*, 4 (94), 691–719.
- Jaffe, D.T. (1990). *Working with Ones You Love: Conflict Resolution and Problem Solving Strategies for a Successful Business*. Berkeley (CA): Conari.
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 2 (76), 323–329.
- Jensen, M., Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305–360.
- Kaldoński, M. (2016). *Unikanie opodatkowania z perspektywy nadzoru korporacyjnego. Badania nad odrębnością zjawiska w firmach rodzinnych*. Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.
- Maury, B. (2006). Family Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Western European Corporations. *Journal of Corporate Finance*, 2 (12), 321–341.



- Petersen, M.A. (2009). Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches. *The Review of Financial Studies*, 1 (22), 435–480.
- Roberts, M.R., Whited T.M. (2011). *Endogeneity in Empirical Corporate Finance*. Simon School Working Paper No. FR 11–29. Pobrano z: <https://ssrn.com/abstract=1748604>.
- Safin, K. (2007). *Przedsiębiorstwa rodzinne – istota i zachowania strategiczne*. Wrocław: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu.
- Schmid, T. (2013). Control Considerations, Creditor Monitoring, and the Capital Structure of Family Firms. *Journal of Banking and Finance*, 2 (37), 257–272.
- Shleifer, A., Vishny, R. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 3 (94), 461–488.
- Sułkowski, Ł., Marjański, A. (2009). *Firmy rodzinne – jak osiągnąć sukces w sztafecie pokoleń*. Warszawa: Poltext.
- Villalonga, B., Amit, A. (2010). Family Control of Firms and Industries. *Financial Management*, 3 (39), 863–904.
- Villalonga, B., Amit, A. (2009). How Are U.S. Family Firms Controlled? *Review of Financial Studies*, 8 (22), 3047–3091.
- Villalonga, B., Amit, A. (2006). How Do Family Ownership, Control, and Management Affect Firm Value? *Journal of Financial Economics*, 2 (80), 385–417.
- Zarzecki, D. (2014). Ryzyko a koszt kapitału – wybrane problemy. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 67, 461–475.

#### COST OF EQUITY CAPITAL IN FAMILY FIRMS – RESEARCH ON COMPANIES LISTED ON WARSAW STOCK EXCHANGE

**Abstract:** *Purpose* – The aim of the study was to examine link between family control and cost of equity capital, based on the sample of companies listed on the Warsaw Stock Exchange (WSE).

*Design/methodology/approach* – The empirical research study was conducted on unbalanced panel of public companies listed on Warsaw Stock Exchange. The research period covered the years 2006–2015. The primary method used was linear regression. The parameters were estimated using pooled OLS method. The dependent variable was cost of equity capital and the main test variable family control. Additionally appropriate control variables were included.

*Findings* – A lower level of the cost of equity capital in family firms was observed (compared to non-family firms). Factors influencing observed link between family control and cost of equity capital were indicated. That differentiate family and non-family enterprises that influence observed interdependence are indicated. These factors include lower debt level of family firms, their smaller size and higher return on assets.

*Originality/value* – The research used panel data of 608 companies listed on WSE covering long period of years 2006–2015 (3,414 observations). In contrast to the prior studies on the impact of family control on company's results, which were often focused on corporate value, current study is concentrated on the cost of equity capital. The link between family control and cost of equity capital was analysed, indicating factors that, when differentiating family companies from non-family ones, affect the interdependence studied.

**Keywords:** cost of equity capital, family firms, family control

#### Cytowanie

- Nowicki, J. (2018). Koszt kapitału własnego w firmach rodzinnych – badania spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 381–393. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-33.



---

**ZARZĄDZANIE FINANSAMI  
W SEKTORZE BANKOWYM**

---



## W poszukiwaniu nowego paradygmatu bezpieczeństwa banków

Grażyna Ancyparowicz\*

**Streszczenie:** *Cel* – Granicząca z hazardem pogoń za szybkim i wysokim zyskiem z inwestycji portfelowych uruchomiła samonapędzający się mechanizm potęgowania obrotów i transferów pieniądza, zagrażający stabilności globalnych rynków finansowych i kryzysem w realnej sferze gospodarki światowej. Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie prac nad stworzeniem nowego systemu bezpieczeństwa instytucji pośrednictwa finansowego, a w szczególności banków.

*Metodologia badania* – Zastosowano metodę analizy dokumentów międzynarodowych organów regulacyjnych (w tym BIS i EBC) dotyczących stworzenia nowego paradygmatu bezpieczeństwa instytucji pośrednictwa finansowego, a w szczególności banków uznawanych niegdyś za „zbyt duże, aby upaść”, a obecnie za „zbyt duże, aby je ratować”.

*Wynik* – Omówiono kluczowe rozwiązania prawne mające zapewnić przejrzystość i bezpieczeństwo banków i innych instytucji finansowych.

*Oryginalność/wartość* – Znajomość nowych międzynarodowych wymogów bezpieczeństwa ma kluczowe znaczenie dla krajowych instytucji finansowych, zwłaszcza dla banków.

**Słowa kluczowe:** restrukturyzacja i uporządkowana likwidacja, kryzys finansowy, zarządzanie kryzysowe, narzędzia restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, organ ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji

### Wprowadzenie

Stabilność systemu finansowego to stan, w którym system ów funkcjonuje w sposób ciągły i efektywny oraz posiada mechanizmy zabezpieczające przed kumulacją ryzyka systemowego skuteczne nawet w przypadku wystąpienia nieoczekiwanych i niekorzystnych zaburzeń o znacznej skali i niskim prawdopodobieństwie wystąpienia (Szpunar, 2012, s. 9). Ryzyko systemowe zaś polega na tak znacznej podatności na szok w systemie dostarczania produktów i usług finansowych, że może to prowadzić do poważnych zakłóceń na rynku finansowym, a w następstwie – do istotnego osłabienia wzrostu gospodarczego i obniżenia dobrobytu społeczeństwa (IMF, 2011, s. 7).

Po załamaniu ładu monetarnego ustanowionego w Bretton Woods, granicząca z hazardem pogoń inwestorów za szybkim i wysokim zyskiem uruchomiła samonapędzający się mechanizm potęgowania obrotów i transferów pieniądza, czemu sprzyjały warunki

---

\* prof. dr. hab. Grażyna Ancyparowicz, Rada Polityki Pieniężnej, Narodowy Bank Polski, ul. Świętokrzyska 11/21, 00-919 Warszawa, e-mail: Sekretariat.RPP@NBP.pl; Górnośląska Wyższa Szkoła Handlowa im. Wojciecha Korfańskiego, ul. Harcerzy Września 3/5, 40-659 Katowice, e-mail: G.Ancyparowicz@gmail.com.

techniczne ery digitalizacji oraz pojawienie się produktów finansowych nowej generacji. W tych warunkach pęknięcie bańki spekulacyjnej zazwyczaj skutkuje głęboką przeceną aktywów podmiotów rynku finansowego i to nie tylko tam, gdzie bańka ta powstała, ale także na rynkach wolnych od „toksycznych” instrumentów finansowych. Głównym kanałem, za pośrednictwem którego upadłość jednej korporacji finansowej przenosi się na podmioty z nią powiązane, jest system płatniczy. Upadłość dużego banku zagraża efektem domina, burzącym równowagę całego rynku finansowego, to zaś wprowadza gospodarkę w stan recesji, utrzymujący się znacznie dłużej niż okres odbudowy portfeli instytucji finansowych<sup>1</sup> (Claessens, Kose, Terrones, 2008, 2012, s. 178–190; Rumelt, 2014).

W celu zmniejszenia tego rodzaju ryzyka systemowego, na podstawie doświadczeń z ostatniego kryzysu finansowego (2008–2009), podniesiono wymogi kapitałowe i zastrzeżono normy ostrożnościowe wobec banków (Bazylea III) oraz uregulowano proces restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banku (*resolution*), z zastosowaniem takich instrumentów, jak MREL (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities*) oraz TLAC (*total loss-absorbing capacity*).

## 1. Globalizacja a hipertrofia instytucji finansowych

Globalizacja gospodarki, zainicjowana na przełomie wieków XV i XVI przez Europejczyków, kilkaset lat później doprowadziła do powstania światowych łańcuchów produkcji, swobodnego przepływu towarów, usług i kapitału. Od końca wieku XIX, kiedy to powstały korporacje postrzegające świat jako jeden wielki rynek zaopatrzenia i zbytu, siłą motoryczną globalizacji stały się procesy *redeployment*. Procesy te nasiliły się po drugiej wojnie światowej, a polegały na przenoszeniu (w formie inwestycji bezpośrednich) produkcji przemysłowej z krajów wysoko rozwiniętych do państw azjatyckich, latynoamerykańskich, a także niektórych krajów afrykańskich. Ten model współpracy międzynarodowej okazał się atrakcyjny zarówno dla eksporterów myśli technicznej i kapitału, jak i dla krajów goszczących, które wreszcie miały szansę na wyjście „z zakłętego kręgu ubóstwa”. Pod koniec XX wieku grupa „nowych krajów przemysłowych” wyemancypowała się; tradycyjny podział świata na uprzemysłowioną i bogatą Północ oraz biedne i surowcowe Południe

---

<sup>1</sup> W 1980 r. aktywa instytucji finansowych stanowiły 113% globalnego PKB, w 2007 r. wskaźnik ten wzrósł do 360%, aby obniżyć się do 250% na skutek gwałtownej przeceny instrumentów finansowych, jaka dokonana się w latach 2009–2010. Jednak już w 2013 r. rynki finansowe odrobiły straty, podczas gdy sfera realna gospodarki wciąż balansowała na granicy recesji; aktywa instytucji finansowych (275 bln USD) stanowiły ok. 360% globalnego PKB (77 bln USD). W następnych latach dynamika rynków finansowych wyraźnie przyspieszyła, szczególnie na tzw. rynkach dojrzałych, podczas gdy tempo wzrostu realnej sfery gospodarki pozostało umiarkowane, a globalny PKB nie osiągnął poziomu sprzed ostatniego kryzysu. Według najnowszych danych aktywa instytucji finansowych mających centralę w jednym z 28 najbardziej rozwiniętych krajów świata wynosiły na koniec 2015 r. 321 bln USD. Aktywa te stanowiły równowartość 430% PKB wytworzonego w tych krajach i były czterokrotnie wyższe od globalnego PKB.

zastąpił podział na rynki wschodzące (gdzie koncentrował się przemysł) i rynki dojrzałe (gdzie koncentrował się kapitał).

Dobrobyt mieszkańców krajów, które weszły w postindustrialne stadium rozwoju, w coraz większej mierze zależał od rynku finansowego; a rynek ten rozwijał się znacznie szybciej od realnej gospodarki. Kluczowe znaczenie miało tu zerwanie więzi światowego pieniądza z kruszcem po ogłoszeniu przez prezydenta Richarda Nixona (15 sierpnia 1971 r.) niewymienialności amerykańskiego dolara na złoto, zniknęły bowiem fizyczne ograniczenia dla kreacji światowego pieniądza. Równie istotna była deregulacja amerykańskiego rynku finansowego, zainicjowana podczas prezydentury Ronalda Regana, kontynuowana przez jego następców, która szybko znalazła następców w innych wysoko rozwiniętych krajach OECD.

Liberalizacja dostępu do rynku finansowego nastąpiła pod wpływem lobby reprezentującego interesy akcjonariuszy, graczy giełdowych oraz menedżerów wysokiego szczebla<sup>2</sup>. Swój wkład wniosły też środowiska akademickie. Inżynieria kapitałowa obiecywała niezawodne strategie inwestycyjne, ekonomia behawioralna uczyła, jak przejąć kontrolę nad spontanicznymi reakcjami *homo oeconomicus*. „Świątynie kształcenia kadr biznesowych powtarzały mantrę mówiącą, że kurs giełdowy i wyniki finansowe powinny stanowić nadrzędny interes danego przedsiębiorstwa. Logika tej prostej idei była przez dziesięciolecia przedstawiana jako wynikająca z nauk ścisłych, toteż stała się bazą kształcenia wielu pokoleń menedżerów” (Dembinsky, 2012, s. 146). „Jej wdrożenie do praktyki prowadzi do obsesji efektywności finansowej, deprawuje kierownictwo, a tym samym staje się źródłem wyzysku, który osłabia nie tylko przedsiębiorstwa, ale całą tkankę społeczną, a także instytucje publiczne” (Sumatra, 2005, s. 92).

W epoce dominacji doktryny neoliberalnej zapomniano o Keynesie (1956, s. 2004), który przestrzegał: „występuje istotne niebezpieczeństwo, że spekulacja weźmie górę nad przedsiębiorczością”. Fascynacja wysoką stopą zwrotu z kapitału, jaką obiecywały spekulacje na rynku finansowym, zmieniła preferencje kadry menedżerskiej. W rezultacie, „spółki, które normalnie pożyczaly oszczędności innych, aby je zainwestować, same stały się bardzo oszczędne. Nawet te, które cieszą się wysokimi zyskami i płynnością, zamiast rozwijać swój biznes poprzez inwestycje, rozbudowują swoje skarbcce, ograniczając własne zadłużenie i odkupując własne akcje” (IMF, 2006, s. 107).

Pod koniec XX wieku i w pierwszy latach XXI wieku rynek finansowy funkcjonował przy tak wysokim poziomie ryzyka, że w publicystyce ekonomicznej określano go jako

---

<sup>2</sup> wiążek między deregulacją a płacami w sektorze finansowym potwierdzają badania naukowe. Wynika z nich m.in., że większość obserwowanych w USA od lat 70. XX w. względnych zwyczaj płac kadry menedżerskiej była skutkiem liberalizacji branży finansowej, przy czym dotyczyło to przede wszystkim kadry zarządzającej w różnego typu instytucjach pośrednictwa finansowego. Na przykład, w 1980 r. mniej więcej co setna osoba z najwyższego decyla dochodowego pracowała w branży usług finansowych, a w 2009 r. takich osób w tym decylu było już około 10%. Deregulacja branży finansowej może też przynosić wyższe stopy zwrotu z zarządzanego majątku, co również prowadzi do zwiększenia części dochodu trafiającej do osób już osiągających najwyższe dochody (Philippon, Reshef, 2012, s. 1551–1607).

*casino capitalism*. Przełomowym momentem było wejście na giełdę nowojorską w latach 90. XX wieku jednego z największych banków inwestycyjnych, Goldman Sachs. Od tego czasu bank zaczął dążyć do maksymalizacji zysków (skutkowało to premiami dla zarządu), a uczciwość emisji akcji danej spółki zeszła na dalszy plan. W ślad za Goldman Sachs także inne banki inwestycyjne zaczęły wykonywać operacje o wysokim ryzyku. Mogły to czynić bez przeszkód, bo w 1999 roku zniesiono (obowiązującą od 1933 r.) ustawę Glassa-Steagala, zakazującą łączenia bankowości inwestycyjnej (o dużym ryzyku) i depozytowo-kredytowej<sup>3</sup>. Do patologii na rynku finansowym przyczyniła się również doktryna szefa amerykańskiego nadzoru bankowego, Todda Conovera, w myśl której instytucje publiczne nie mogą dopuścić do upadku żadnego z wielkich banków, ze względu na brak finansowych możliwości wypłaty gwarantowanych depozytów.

## 2. Reakcja głównych banków centralnych na kryzys *subprime*

Wiosną 2007 roku pękła bańka spekulacyjna na amerykańskim rynku nieruchomości mieszkaniowych, co zachwiało stabilnością niektórych amerykańskich instytucji finansowych obsługujących ten segment rynku. Obawa przed „toksycznymi” instrumentami sekurytyzacyjnymi wywołała zapaść na rynku bankowości inwestycyjnej, a rok później w upadłości znalazły się setki banków i innych instytucji finansowych, nie tylko w Stanach Zjednoczonych, ale także w Europie Zachodniej i w innych regionach świata. Wprawdzie największe holdingi finansowe przetrwały przy ogromnej pomocy państwa<sup>4</sup>, lecz – szczególnie w peryferyjnych krajach strefy euro – nadal wiele systemowo ważnych instytucji finansowych posiada w swych portfelach toksyczne aktywa<sup>5</sup>. Obciążenie sektora finansów publicznych z tytułu realizacji programów interwencyjnych było tak wielkie, że żaden z krajów dotkniętych kryzysem nie był w stanie utrzymać dyscypliny fiskalnej<sup>6</sup>. Państwa członkowskie Unii Europejskiej próbowały temu zaradzić, zawierając w lutym 2012 roku

<sup>3</sup> Zdaniem części komentatorów, takich jak senator Bernie Sanders czy Robert Reich, uchylene tej regulacji prowadziło do kryzysu. Joseph Stiglitz uważał, że ta zmiana prawa wpłynęła na kryzys jedynie pośrednio, jako element rosnącego kulturowego przyzwolenia na podejmowanie większego finansowego ryzyka. Paul Krugman, i Ben Bernanke nie podzielali tej opinii. Ustawa przyjęta w 1933 r. nie była dopasowana do problemów współczesnego rynku finansowego, a ponadto działania i instytucje, które w głównym stopniu ukształtowały kryzys, nie podlegałyby tej legislacji.

<sup>4</sup> Większość interwencji Departamentu Skarbu USA sfinansowano z rządowego programu ratunkowego (*Troubled Asset Relief Program* – TARP z 2008 r.), którego koszt wyniósł bez mała 7% PKB Stanów Zjednoczonych. Komisja Europejska zatwierdziła pomoc państwową na rzecz instytucji finansowych w wysokości 3,6 bln euro (do 2012 r. efektywnie wykorzystano 1,6 bln euro), przy czym w relacji do PKB obciążenia z tego tytułu były wyższe, przy odmiennej niż w USA strukturze. Europejski podatek pokrył ponad dwie trzecie kosztów ratowania i/lub dokapitalizowania banków znajdujących się w trudnej sytuacji.

<sup>5</sup> Tzw. złe kredyty w bankach mających siedzibę na obszarze Unii Europejskiej na koniec czerwca 2016 r. wyniosły ok. 1 bln euro. W ponad jednej trzeciej krajów UE wskaźnik kredytów zagrożonych przekraczał 10%, przy czym wskaźniki kredytów zagrożonych w poszczególnych krajach wynosiły od poniżej 5% w Niemczech, poprzez 16% we Włoszech, 20% w Portugalii, aż do 45%: w Grecji i na Cyprze (EBAm 2016, s. 20–23).

<sup>6</sup> Najwyższy poziom deficytu budżetowego w relacji do PKB odnotowano w Irlandii (14,2% w 2009 r., 31,3% w 2010 r., a po wdrożeniu programu sanacyjnego – ponad 10% w 2011 r.). Również w innych krajach deficyt



Pakt Stabilności i Wzrostu, który nałożył na nie wymóg utrzymywania od 2013 roku deficytu sektora *general government* na poziomie co najwyżej 0,5% PKB; zacieśnianie fiskalne utrudniało przełamanie uporczywie utrzymującej się recesji<sup>7</sup>. W tej sytuacji próbowano rozwiązać problem na gruncie polityki pieniężnej.

W początkowej fazie kryzysu, w reakcji na *credit crunch*, zarówno Federal Reserve System (FED), jak i Europejski Bank Centralny (ECB) zwiększały płynność sektora bankowego głównie po to, aby neutralizować skutki paniki, która doprowadziła do drastycznego ograniczenia akcji kredytowej. FED starał się kształtować stawkę O/N *federal funds rate* na wybranym przez siebie poziomie, do czego służyły m.in. długoterminowe (*permanent*) operacje otwartego rynku, stosowane w formie transakcji bezwarunkowych polegających na zakupie dłużnych papierów rządowych. Ponadto wykorzystywał również warunkowe transakcje krótkoterminowe (*temporary*), o zapadalności od 2 do 15 dni, służące doraźnemu regulowaniu warunków płynnościowych. Operacje te mogły mieć kierunek zarówno zasilający banki w płynność, jak sterylizujący (tj. zmniejszający wpływ operacji banku centralnego na poziom rezerw banków komercyjnych). Podobnie postępował EBC; dążył on do kształtowania wyznaczanej na rynku stawki O/N (EONIA) w pobliżu podstawowej stopy procentowej, wykorzystując 1-tygodniowe operacje podstawowe (*main refinancing operations* – MRO). Ich uzupełnienie stanowiły (stosowane w mniejszej skali) operacje 3-miesięczne (*longer-term refinancing operations* – LTRO) (NBP, 2017).

Po upadku Lehman Brothers (15 września 2009 r.) kryzys finansowy szybko przekształcił się w kryzys ekonomiczny, któremu FED, EBC, a także inne banki centralne starały się zaradzić, wykorzystując niestandardowe instrumenty uprzednio rzadko stosowane lub niestosowane w ogóle. Do tego katalogu należało: utrzymywanie ujemnych stóp procentowych, zwiększanie zakresu przyjmowanych zabezpieczeń operacji zasilających oraz wykorzystanie instrumentów stabilizujących (transakcje warunkowe i bezwarunkowe). Najnowszym eksperymentem w dziedzinie polityki antycyklicznej stały się programy skupu aktywów na rynku pierwotnym (*large scale asset purchase programs*). Polityka ta przyniosła pozytywne rezultaty, ale efekty niekonwencjonalnych środków polityki monetarnej obciążone są licznymi zagrożeniami. Ponadto, w związku z faktem, że założenia narzędzi niekonwencjonalnych zostały opracowane na potrzeby ekstremalnych warunków ekonomicznych i nadzwyczajnych napięć na rynkach finansowych, tuż po ich powrocie do stanu sprzed

---

strukturalny przekroczył poziom referencyjny i wynosił odpowiednio w latach 2009, 2010, 2011: w Niemczech 3,2, 4,8 i 3,7%, w Austrii 4,1, 4,4 i 3,4%, a we Francji 7,6, 7,1 i 5,7%.

<sup>7</sup> Na ogłoszonej przez Radę Stabilności Finansowej w listopadzie 2011 r. liście 29 banków o znaczeniu systemowym, aż 15 miejsc zajmowały banki mające główną siedzibę w krajach Unii Europejskiej. Stopień „ubankowienia” gospodarki Unii Europejskiej był i nadal jest znacznie wyższy niż w Stanach Zjednoczonych czy Japonii; średnia wartość aktywów sektora bankowego w UE przekracza 3,5-krotność unijnego PKB, ale w niektórych krajach strefy euro wskaźnik ten jest znacznie wyższy. Kryzys, pociągający za sobą wypłaty gwarantowanych depozytów, musiał prowadzić tam do poważnych problemów z wypłacalnością budżetu państwa, nawet jeśli wcześniej finanse publicznej pozostawały w równowadze.

kryzysu powinny zostać rozluźnione. Wycofanie niekonwencjonalnych, antycyklicznych instrumentów banku centralnego bywa jednak bardzo trudne lub wręcz niemożliwe<sup>8</sup>.

Niezależnie od prób przełamania recesji na gruncie polityki fiskalnej i monetarnej, podjęto prace zmierzające do ograniczenia zagrożenia kryzysem w przyszłości. W kwietniu 2009 roku, podczas szczytu G30, uzgodniono, że niezbędny jest nadzór nad globalnym rynkiem finansowym, wezwano do bardziej rygorystycznych regulacji odnośnie funduszy hedgingowych oraz zwiększenia puli środków interwencyjnych Międzynarodowego Funduszu Walutowego (o 750 mld USD). Zapowiedziano likwidację „rajów podatkowych” oraz utworzenie funduszu wsparcia międzynarodowego handlu. Do 2012 roku większość postanowień ograniczających skutki deregulacji nie została wprowadzona w życie; zrealizowano jedynie wpłaty na rzecz MFW. Istotną przeszkodą dla reform był opór środowisk reprezentujących interesy amerykańskich holdingów finansowych, które skutecznie hamowały próby realizacji postanowień ustawy z 21 lipca 2010 roku o Reformie Wall Street i Ochronie Konsumenta (zwanej też ustawą Dodda-Franka, od nazwisk jej autorów). W tej sytuacji inicjatywę przejął Bank Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei, ogłaszając 26 lipca 2010 roku główne założenia reformy systemu bankowego (Bazylea III), która ma zwiększyć odporność banków na różnego rodzaju szoki. I tak, współczynnik wypłacalności banków wzrósł z 4 do 6%, przy czym minimalna jego wysokość (współczynnik McDohana) wzrosła z 2 do 4,5%<sup>9</sup>. Banki zostały zobligowane do tworzenia tzw. ochronnego bufora kapitałowego (*capital conservation buffer*), którego rolą jest absorpcja strat w okresie kryzysów i napięć ekonomicznych oraz tzw. antycyklicznego bufora kapitałowego (*counter cyclical capital buffer*) dla przeciwdziałania cyklicznym napięciom w globalnym systemie bankowym. Zapowiedziano, że banki o znaczeniu strategicznym powinny legitymować się większą niż przeciętna zdolnością absorpcji strat, ale nie wydano żadnych szczegółowych regulacji w tym zakresie. Dopiero w czerwcu 2014 roku FSB powołała fundację (*Global Legal Entity Identifier Foundation – GLEIF*), której zadaniem jest wdrażanie i stosowanie identyfikatorów prawnych dla zapewnienia większej przejrzystości na światowych rynkach finansowych (FSB, 2015, s. 23–54). Identyfikator umożliwia bowiem wyodrębnienie banków generujących ryzyko systemowe w skali globalnej, co z kolei jest warunkiem zastosowania wobec nich szczególnych norm ostrożnościowych.

---

<sup>8</sup> Po pierwsze w przypadku, gdy główne banki centralne świata (kontrolujące najważniejsze waluty wymiany międzynarodowej) będą przedłużały moment odejścia od stosowania niekonwencjonalnych instrumentów, mogą swoim postępowaniem zniechęcać inne banki centralne do porzucenia tych instrumentów bądź obiektywnie uniemożliwiać powrót do tradycyjnych narzędzi interwencji banku centralnego. Po drugie, podwyżka stóp procentowych, niezbędna do przywrócenia sytuacji poprzedzającej wprowadzenie instrumentów niekonwencjonalnych, nie wymaga odrzucenia tych instrumentów; kluczowe znaczenie ma przy tym komunikacja między bankiem centralnym a rynkiem. Po trzecie, jeśli instrumenty niekonwencjonalne zostaną wycofane zbyt wcześnie, może to spowolnić proces wychodzenia gospodarki z recesji i częściowo zniweczyć pozytywne efekty polityki pieniężnej. Natomiast w przypadku utrzymywania niekonwencjonalnych instrumentów przez zbyt długi okres może pojawić się presja inflacyjna.

<sup>9</sup> Banki, których współczynnik wypłacalności będzie zbliżony do poziomu 2,5%, muszą liczyć się z ograniczeniami wypłaty dywidend, transakcji typu *buy back* akcji banku oraz przyznawania wszelkiego rodzaju bonusów.

### 3. Restrukturyzacja i uporządkowana likwidacja banków w ustawodawstwie Unii Europejskiej

Główną metodą sanowania zagrożonego banku w Unii Europejskiej było przejście go przez inny, zdrowy podmiot. Metoda ta, skuteczna w przypadku niewielkiego banku i względnie stabilnej sytuacji systemu finansowego, zawiodła w czasie ostatniego globalnego kryzysu. Upadłość banku Northern Rock w Londynie (ogłoszona 14 września 2007 r.) wymusiła odejście od dotychczasowej praktyki. Brytyjskie prawo upadłościowe (uniwersalne dla wszystkich podmiotów gospodarczych na terenie brytyjskiej jurysdykcji) nie uwzględniło bowiem faktu, że uruchomienie sądowej procedury upadłościowej spowodowałoby konieczność natychmiastowego zamrożenia należności deponentów. Po kilku miesiącach bezskutecznego poszukiwania prywatnego inwestora, rząd Wielkiej Brytanii zdecydował się na nacjonalizację banku, wprowadzając prawną możliwość pozbawienia akcjonariuszy praw do akcji banku na rzecz Skarbu Państwa, za odszkodowaniem, którego wartość określiła wycena przeprowadzona przez niezależny zespół biegłych. W ten sposób przeprowadzono pionierską w warunkach europejskich likwidację dużego banku inwestycyjnego metodą *resolution* (Shin, 2008).

Pierwszym międzynarodowym forum, na którym pojawił się temat sanowania wielkich holdingów finansowych bez konieczności angażowania pieniędzy podatników, była Rada Stabilności Finansowej (*Financial Stability Board – FSB*). Na szczycie G20 (2011 r.) FSB określiła procedury upadłości banków w trybie *resolution*, przyjmując wyłączenie zasobów publicznych jako zasadę nadrzędną, zastrzegając równocześnie, że w przypadkach gdy stabilność rynku wymaga użycia środków publicznych, jest to dopuszczalne, ale tylko przejściowo i w formie pomocy zwrotnej. Ustalono ponadto, że *resolution* powinna podlegać każda instytucja finansowa o znaczeniu systemowym w swoim kraju, a każdy kraj powinien wskazać instytucję odpowiedzialną za restrukturyzację i uporządkowaną likwidację banku (*organ resolution*), przyznając tej instytucji szerokie uprawnienia w zakresie ingerencji w prawa właścicieli i wierzycieli, z zastrzeżeniem, że wierzyciele powinni mieć zagwarantowaną pozycję nie gorszą niż w procedurze upadłościowej oraz prawo do odpowiednich rekompensat. W szczególności organ *resolution* może dokonywać transferu aktywów i pasywów instytucji finansowej, tworzyć instytucje pomostowe, dokonywać umorzenia lub konwersji długu, wstrzymywać czasowo wykonywanie niektórych praw kontraktowych. Decyzje organu *resolution* są nieodwołalne, ale można je zaskarżyć do sądu w celu ustanowienia odpowiedniego odszkodowania dla właścicieli i wierzycieli.

Krajowe organa *resolution* powinny mieć możliwość oraz warunki prawne i techniczne dla koordynowania procedury *resolution* na poziomie międzynarodowym. Krajom macierzystym i goszczącym ważne systemowo instytucje finansowe (*Global Systemically Important Financial Institutions – G-SIFIs*) zalecono powołanie Grup Zarządzania Kryzysowego (*Crisis Management Groups*). Grupy te są odpowiedzialne za prowadzenie regularnej oceny planów naprawy portfela aktywów i pasywów podmiotów rynku finansowego oraz planów

restrukturyzacji podmiotów rynku finansowego, ze w szczególności uwzględnieniem instytucji o znaczeniu strategicznym.

W nawiązaniu do powyższych ustaleń oraz zasad ostrożnościowych ujętych w porozumieniu Bazylea III, z dniem 1 stycznia 2014 roku w Unii Europejskiej zaczął obowiązywać pakiet dyrektyw CRD IV/CRR<sup>10</sup>, który wprowadził do systemu prawnego krajów członkowskich pojęcie organu makroostrożnościowego (*designated authority*) i określił jego ramowe kompetencje w zakresie stosowania instrumentów makroostrożnościowych, tym samym pośrednio zobowiązując te kraje do wskazania bądź powołania instytucji odpowiedzialnej za prowadzenie polityki makroostrożnościowej<sup>11</sup>. W drugim etapie reformy europejskiego systemu bankowego kluczową rolę odgrywa dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE z dnia 15 maja 2014 roku, dotycząca harmonizacji ram prawnych restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków w krajach członkowskich. Dyrektywa ta zaleca likwidację zagrożonej instytucji, obciążając kosztami tej operacji w pierwszej kolejności jej właścicieli oraz nieubezpieczonych wierzycieli (według określonej hierarchii wynikającej z prawa upadłościowego); jeśli fundusze te okazałyby się niewystarczające, organ odpowiedzialny za *resolution* powinien również dysponować środkami na ich uzupełnienie<sup>12</sup>.

W miejsce pomocy rządowej dla zagrożonych upadłościami banków (*bail-out*), wprowadzono zalecenie pokrycia strat ze środków sektora prywatnego (*bail-in*), zachowując jednak możliwość zastosowania niestandardowych rozwiązań w sytuacjach szczególnych. Instrument *bail-in* występuje w ujęciu regulacyjnym i kontraktowym. W ujęciu regulacyjnym dotyczy użycia tej metody w odniesieniu do określonych wierzycieli w sytuacji, gdy uruchomiona zostaje procedura *resolution*, przy czym do decyzji organu *resolution* należy wskazanie, ile i które zobowiązania banku podlegają konwersji na kapitał. W tym przypadku inwestorzy nie mogą z góry przewidzieć, czy nabyty przez nich papier dłużny stanie się papierem udziałowym, czy może będzie spisany na straty w momencie, gdy organ *resolution* zdecyduje o restrukturyzacji lub uporządkowanej likwidacji banku. Ujęcie kontraktowe instrumentu *bail-in* dotyczy obligacji warunkowych zamiennych na akcje (*contingent*

<sup>10</sup> Pakiet ten zastąpił dyrektywę 2006/48/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe. Omówienie skutków implementacji tej dyrektywy zawiera materiał NBP zatytułowany *CRD IV, CRR – instrumenty makroostrożnościowe* (Brzozowski, 2014).

<sup>11</sup> Pakiet CRD IV / CRR wdrożono do polskiego porządku prawnego ustawą o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym, przyjętą w dniu 5 sierpnia 2015 r., która znowelizowała zapisy ustawy Prawo Bankowe. Nowelizacja ta została ogłoszona w Dzienniku Ustaw Nr 1513 z dnia 1 października 2015 r. i weszła w życie po upływie 30 dni od daty jej ogłoszenia, z wyjątkiem niektórych przepisów dotyczących buforów (zabezpieczającego, antycyklicznego) oraz przepisów odnoszących się do instytucji o znaczeniu systemowym, obowiązujących dopiero od dnia 1 stycznia 2016 r.

<sup>12</sup> Zgodnie z ustawą o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym (Dz.U. 2015, poz. 1513), sieć bezpieczeństwa finansowego w Polsce tworzą: Narodowy Bank Polski jako pożyczkodawca ostatniej instancji, odpowiedzialny za nadzór makroostrożnościowy; Ministerstwo Finansów w zakresie regulacji, nadzoru makroostrożnościowego oraz dysponent rządowych instrumentów stabilizujących z kompetencjami do zarządzania kryzysowego; Komisja Nadzoru Finansowego, wyposażona w uprawnienia nadzorcze głównie na poziomie mikro i w niektóre kompetencje w zakresie nadzoru makroostrożnościowego oraz Bankowy Fundusz Gwarancyjny (organ *resolution*).

*convertibles* – CoCos). Nabywcy tych obligacji mają zasady konwersji na akcje zapisane w warunkach emisji i ten czynnik ryzyka mogą zdyskontować w cenie obligacji danego banku. Konwersja obligacji warunkowych zamiennych na akcje następuje automatycznie, gdy określony wskaźnik kapitałowy spada poniżej zdefiniowanego w kontrakcie progu. W ten sposób wzrasta poziom kapitałów pierwszej kategorii (Tier I), jednocześnie ograniczając konieczność emisji kapitału. CoCos poddawane są konwersji na wczesnym etapie problemu, zanim wskaźnik wypłacalności banku zbliży się do regulacyjnego minimum.

Dyrektywa z 2015 roku uregulowała również kwestię likwidacji aktywów banku. W pierwszej kolejności umarza się kapitał akcyjny (*Common Equity Tier I* – CET1), jeśli nie wystarczył on na pokrycie strat, umarza się inne instrumenty kapitałowe wchodzące w skład dodatkowego kapitału pierwszej kategorii (*Additional Tier 1*) oraz kapitał drugiej kategorii (Tier II). Wydzielenie aktywów zagrożonej upadłością instytucji finansowej jest co do zasady stosowane w połączeniu z innym narzędziem *resolution* i polega na wykonaniu przez organ *resolution* transferu określonych aktywów banku do odrębnej spółki zarządzającej aktywami (*asset management vehicle*) w celu umożliwienia zastosowania bądź zwiększenia skuteczności innego narzędzia *resolution*. Spółka zarządzająca aktywami jest odrębnym prawnie podmiotem, stanowiącym w całości własność władz publicznych. Transferowi do tej spółki podlegają z reguły aktywa złej jakości, które negatywnie wpływają na wynik finansowy bądź wycenę banku, i z których sprzedaż mogłyby być kłopoty. W przypadku transferu aktywów złej jakości do takiej spółki, można uznać, że staje się ona „złym bankiem” (*bad bank*) w tym sensie, że zarządza złymi aktywami, starając się odzyskać jak najwięcej z ich wartości. Należy przy tym zauważyć, że ze względu na tymczasowość istnienia *bad banku*, utrzymanie pozytywnej i długoterminowej relacji z klientem nie ma większego znaczenia, toteż *bad bank* jest nastawiony wyłącznie na maksymalizację odzyskanej wartości długów.

Istotnym zagadnieniem jest określenie, jakie zobowiązania banku mogą podlegać konwersji na kapitał. Omawiana dyrektywa wskazuje, że wyłączenia powinny obejmować: depozyty gwarantowane, zobowiązania zabezpieczone, zobowiązania wobec innych instytucji finansowych o pierwotnym terminie wymagalności krótszym niż 7 dni, zobowiązania, których rezydualny termin zapadalności względem izb rozliczeniowych lub ich uczestników wynosi mniej niż 7 dni, zobowiązania, które powstały w wyniku utrzymywania przez bank aktywów lub środków pieniężnych klientów albo zobowiązania powstałe w wyniku stosunku powierniczego między bankiem (powiernikiem) a innym podmiotem (beneficjentem), zobowiązania wobec wierzycieli komercyjnych lub handlowych wynikające z dostawy dla banku towarów i świadczenia na rzecz banku usług, które mają zasadnicze znaczenie dla prowadzenia przez niego bieżącej działalności, zobowiązania wobec pracowników, zobowiązania wobec urzędów podatkowych i instytucji zabezpieczenia społecznego, zobowiązania wobec systemów gwarantowania depozytów wynikające z należnych składek.

## Uwagi końcowe

Ostatni kryzys uświadomił politykom, że zbyt daleko posunięta deregulacja była błędem, a współczesny rynek finansowy różni się zasadniczo od tradycyjnego. Zrozumiano także, że postępująca konsolidacja sektora finansowego powoduje, że dokapitalizowanie banku mającego filie na terenie wielu jurysdykcji przekracza możliwości nawet najzamożniejszych państw. Konstatacja tych faktów była ważną przesłanką poszukiwania nowego paradygmatu bezpieczeństwa banków, a tym samym – eliminowania zagrożeń dla rynku finansowego.

Reforma globalnego (a więc także europejskiego) systemu bankowego nadal trwa. Okazało się bowiem, że teoretycznie słuszny postulat, aby w miejsce *bail-out* stosować zasadę *bail-in* nie zawsze sprawdza się w praktyce. Na przykład, Veneto Banca i Banca Popolare di Vicenza zostały przejęte przez koncern finansowy Intesa Sanpaolo, ale straty, które przekroczyły kapitały tych dwu banków o 5,2 mld euro, pokryło państwo. W przypadku Banca Monte dei Paschi di Siena nie można było przeprowadzić *resolution*, gdyż znaczna część obligacji podporządkowanych (podobnie zresztą, jak i długu głównego) była w rękach detalicznych inwestorów.

Powtarzaniu się takich scenariuszy ma zapobiec wymóg, aby obok własnego kapitału, banki posiadały inne zobowiązania, które w przypadku *resolution* zostałyby zamienione na kapitał z przeznaczeniem na pokrycie strat i na rekapitalizację instytucji powstałej z poddanego likwidacji banku. W przypadku banków funkcjonujących w krajach Unii Europejskiej, wysokość dodatkowego kapitału określa MREL (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities*), zaś w przypadku banków generujących ryzyko systemowe w skali globalnej – TLAC (*total loss-absorbing capacity*)<sup>13</sup>. MREL został wprowadzony dyrektywą z 2014 roku, a TLAC w innym trybie i rok później (FSB, 2015).

Szacuje się, że od 2019 roku trzydzieści największych banków świata będzie musiało posiadać kapitał i instrumenty dłużne na pokrycie ewentualnych strat w wysokości większej niż 16% ich aktywów ważonych ryzykiem (RWA) lub 6% wskaźnika dźwigni, a od 2022 roku odpowiednio – 18% i 6,75%. W przypadku MREL, wysokość wymogów kapitałowych jest w początkowej fazie ustalania, ponieważ niezbędne były zmiany (szczególnie w art. 5 dyrektywy z 2014 r.). Sytuacja w poszczególnych krajach będzie zależała od przyjętej strategii *resolution*, a także tego, czy dany bank będzie w ogóle brany pod uwagę jako ten, wobec którego *resolution* byłaby planowana. Na razie wiadomo tylko tyle, że MREL będzie (podobnie jak TLAC) zależny od ekspozycji na ryzyko, a wielkie zachodnioeuropejskie banki będą podlegały jednolitym regulacjom, czego nie gwarantował poprzedni stan prawny.

---

<sup>13</sup> MREL to iloraz funduszy własnych i zobowiązań kwalifikowanych oraz sumy bilansowej, gdy TLAC to samo miał w liczniku, ale w mianowniku – całkowite ekspozycje na ryzyko. W tej sytuacji największe banki europejskie (a jest ich aż piętnaście w grupie trzydziestu największych globalnych korporacji finansowych) podlegałyby podwójnym standardom. Podjęto zatem prace zmierzające do ujednoczenia algorytmu MREL i TLAC, osiągając w tej dziedzinie kompatybilność norm ostrożnościowych i standardów.

*Resolution* – przynajmniej teoretycznie – zwalnia państwo z działań interwencyjnych w przypadku upadłości banku, a ponadto ogranicza presję akcjonariuszy na wzrost wartości spółki i w efekcie hamuje apetyt inwestorów na ryzyko. Jednakże, przed czym przestrzegają m.in. Corrigan (2006) i Cunliffe (2016), nadmierne obciążenie stratami prywatnych posiadaczy i wierzycieli może prowadzić do nieproporcjonalnie wysokiego obciążenia finansowego niektórych grup inwestorów, pogorszenia jakości kapitałów banku i ograniczenia akcji kredytowej, spowalniając inwestycje w realnej sferze gospodarki, a tym samym obniżając potencjalny jej rozwój. Wstępne szacunki Narodowego Banku Polskiego (2018) wskazują, że w Polsce wzrost wymogu kapitałowego (Tier I) o jeden punkt procentowy może obniżyć dynamikę PKB do 0,5 p.p. w skali roku, zaś wprowadzenie nowych instrumentów finansowych (MREL, TLAC) może przynieść pogorszenie jakości kapitału banków. Jednak pozostaje nadzieja, że korzyści będą większe niż koszty.

## Literatura

- Brzozowski, M. (2014). *CRD IV, CRR – instrumenty makroostrożnościowe*. Warszawa: Narodowy Bank Polski.
- Claessens, S., Kose, M. A., Terrones, M.E. (2008). *What Happens During Recessions, Crunches and Busts?* IMF Working paper 08/274. Washington.
- Claessens, S., Kose, M. A., Terrones, M.E. (2012). How do Business and Financial Cycles Interact. *Journal of International Economics*, 87.
- Corrigan, G. (2006). *Remarks at the Symposium on Risk Reduction in Payment and Settlement Systems*. New York: Goldman Sachs and Co.
- Cunliffe, J. (2016). *Ending Too-big-to-fail: How Best to Deal with Failed Large Banks*. European Economy. Banks regulation and the Real Sector, 2. Pobrano z: <http://european-economy.eu/2016-2/ending-too-big-to-fail-how-best-to-deal-with-failed-large-banks> (3.04.2018).
- Dembinsky, P.H. (2012). *Finanse po zawale. Od euforii finansowej do gospodarczego ładu*. Warszawa: Studio Emka.
- Directive 2014/59/EU of the European Parliament and of the Council Of 15 May 2014 Establishing a Framework for the Recovery and Resolution of Credit Institutions and Investment Firms and Amending Council Directive 82/891/EEC, and Directives 2001/24/EC, 2002/47/EC, 2004/25/EC, 2005/56/EC, 2007/36/EC, 2011/35/EU, 2012/30/EU and 2013/36/EU, and Regulations (EU) No. 1093/2010 and (EU) No. 648/2012 of the European Parliament and of the Council. Opublikowano 12.06.2014 w Dz. Urz. UE Nr L 173/190.
- Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, publ. H. R. 4173*.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE (Capital Requirements Directive IV, CRD IV).
- EBA (2016) European Banking Authority. *Risk Assessment of the European Banking System*. December. London.
- ESRB (2017). Final Report on the Use of Structural Macroprudential Instruments in the EU December 2017 by the IWG Expert Group on the Use of Structural Macroprudential Instruments in the EU. Pobrano z: [http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.report180227\\_finalreportmacroprudentialinstruments.en.pdf?f6d24e0eb-1de617c5759a1572df96dd0](http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.report180227_finalreportmacroprudentialinstruments.en.pdf?f6d24e0eb-1de617c5759a1572df96dd0) (24.03.2018).
- FSB (2011). *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*. Financial Stability Board, October.
- FSB (2015). *Principles on Loss-absorbing and Recapitalisation Capacity of G-SIBs in Resolution, Total Loss-absorbing Capacity (TLAC) Term Sheet*. Financial Stability Board, November 2015. Pobrano z: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/TLAC-Principles-and-Term-Sheet-for-publication-final.pdf> (28.02.2018).
- FSB Report (2018) *Global Legal Entity Identifier for Financial Markets*. Pobrano z: [http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r\\_120608.pdf](http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_120608.pdf) (3.04.2018).
- IMF (2011). *Macroprudential Policy – An Organizing Framework*. International Monetary Fund, March 2011. Pobrano z: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/031411.pdf> (1.02.2018).

- IMM (2006). *World Economic Outlook*. International Monetary Fund, September 2006. Pobrano z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2006/02/pdf/weo0906.pdf> (2.09.2014).
- Keynes, J.M. (1956). *Collected Writings*. T. 24, Basingstocke.
- NBP (2017). *Programy skupu aktywów realizowane obecnie przez wybrane banki centralne*. Materiał wewnętrzny RPP. Warszawa.
- Philippon, T., Reshef, A. (2012). Wages and Human Capital in the US Finance Industry: 1909–2006. *Quarterly Journal of Economics*, 4 (127).
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012.
- Rumelt, R. (2014). *Real Estate Booms and Banking Busts: An International Perspective*. University of Pennsylvania.
- Shin, H.S. (2008). *Reflections on Modern Bank Runs: A Case Study of Northern Rock*. Princeton University.
- Sumatra, G. (2005). Bad Management Theories Are Destroying Good Management Practices. *Academy of Management Learning and Education*, 1 (4).
- Szpunar, P. (2012). Rola polityki makroostrożnościowej w zapobieganiu kryzysom finansowym. *Materiały i Studia NBP*, 278.
- Toporowski, J. (2005). *Theories of Financial Disturbances*. Cheltenham–Northampton: Edward Elgar Publishing.
- Ustawa z dnia 5 sierpnia 2015 r. o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym. Dz.U. 2015, poz. 1513.

#### IN THE QUEST FOR A NEW PARADIGM OF SAFETY OF BANKS

**Abstract:** *Purpose* – The reckless pursuit of fast and high profits from investment portfolios set off a self-enhancing mechanism of ever faster turnover of monies in the financial operations, which endangers stability of global financial markets and might engender the worldwide crisis in the real economy. The purpose of this article is presentation of recent developments in the quest for a new safety system for financial intermediaries, in particular banks.

*Design/methodology/approach* – The method involves the analysis of documents issued by international regulatory authorities (including BIS and EBC) intended for creation of a new paradigm of safety for financial intermediaries, in particular banks that were once believed to be “too-big-to-fail” and currently considered “to-big-to-save”.

*Findings* – Key legal regulations have been discussed, which are intended for better transparency and safety of banks and other financial institutions.

*Originality/value* – Familiarity with the new international safety requirements is of essential importance to national financial institutions, in particular banks.

**Keywords:** bank recovery and resolution, financial crisis, crisis management, instruments for bank recovery and resolution, bank recovery and resolution authority

#### Cytowanie

- Ancyparowicz, G. (2018). W poszukiwaniu nowego paradygmatu bezpieczeństwa banków. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 397–408. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-34.



## Wpływ nowych modeli kapitalizacji na ocenę zdolności spłaty kredytu bankowego i związanego z nim ryzyka kredytowego

Anna Feruś\*

**Streszczenie:** *Cel* – Przedmiotem artykułu było zbadanie strategii udzielania kredytu przez bank Pekao SA, związanego z nim ryzyka kredytowego oraz przedstawienie zasad spłat kredytu i odsetek przy równych ratach kapitałowo-odsetkowych.

*Metodologia badania* – W trakcie przeprowadzanych badań empirycznych znaleziono wiele nowych modeli kapitalizacji o łagodniejszym wzroście rat kapitałowych w czasie  $t$ , co jest korzystniejsze zwłaszcza w przypadku pożyczek długoterminowych. Zaproponowano też nowy model kapitalizacji – KOSS.

*Wynik* – Ze względu na wysoką dokładność uzyskanych obliczeń, model kapitalizacji KOSS może zastąpić stosowane dotychczas modele kapitalizacji.

*Oryginalność/wartość* – Model kapitalizacji KOSS, ze względu na swoją oryginalność, można w przyszłości wykorzystać, z korzyścią zarówno dla banku, jak też dla klienta.

**Słowa kluczowe:** kredyt, umowa kredytowa, raty kredytowe, modele kapitalizacji

### Wprowadzenie

W naukach ekonomicznych kredyt definiowany jest najczęściej jako stosunek ekonomiczny, wynikający ze świadczenia przez jedną ze stron na rzecz drugiej określonej wartości w towarze lub w pieniądzu, na warunkach zwrotu równowartości w późniejszym terminie. Kredytowi bankowemu, jako kategorii ekonomicznej, przypisuje się wiele funkcji, a przede wszystkim funkcję kreatywną, co oznacza kreację bankowego pieniądza bezgotówkowego. Kolejną funkcją kredytu bankowego to funkcja okresowego przesunięcia siły nabywczej pieniądza, skutkująca między innymi zwiększeniem popytu, możliwością zaspokojenia określonych potrzeb finansowych, a w skali makroekonomicznej – efektywnym wykorzystywaniem czasowo wolnych środków pieniężnych. Kredyt, jako stosunek prawny, polega natomiast na zobowiązaniu się kredytodawcy do pozostawienia do dyspozycji kredytobiorcy określonej sumy środków pieniężnych, podczas gdy kredytobiorca zobowiązuje się do zwrotu wykorzystanych środków wraz z oprocentowaniem, w ustalonym terminie. Zatem z prawnego punktu widzenia, podstawowymi cechami każdego kredytu bankowego są więc zwrotność, terminowość i oprocentowanie.

---

\* dr Anna Feruś, Politechnika Rzeszowska, Zakład Finansów, Bankowości i Rachunkowości, e-mail: aferus@prz.edu.pl.

Każdy kredyt udzielony przez bank jest obciążony ryzykiem jego niezwrócenia. W związku z tym bank, przyznając kredyt, podejmuje działania zmierzające do zminimalizowania tego ryzyka. Należy to do obowiązków każdego banku, co wynika z obowiązującej ustawy Prawo bankowe (Ustawa, 1997). Obowiązkiem banku jest zapewnienie sobie określonych zabezpieczeń umożliwiających odzyskanie kredytu na wypadek, gdyby kredytobiorca nie dokonał terminowej jego spłaty. Zabezpieczeniem kredytowym jest wszystko to, co zapewnia bankowi odzyskanie zaangażowanej sumy pieniężnej (kredytu) wraz z jego ceną, czyli odsetkami i prowizją. Zabezpieczenie kredytu stosowane przez banki stanowią: zastaw przedmiotów wartościowych, ustanowienie hipoteki, cesja należności i ubezpieczenie oraz poręczenie. W stabilnych warunkach gospodarczych większość kredytów udzielana jest *in blanco* – bez zabezpieczenia.

Kredyt bankowy może być spłacany jednorazowo lub w ratach ustalonych w umowie kredytowej. Bank może wypowiedzieć kredyt przed terminem płatności, jeżeli kredytobiorca nie wywiązał się z warunków zawartych w umowie lub w regulaminie kredytowym danego banku. Jeżeli kredytobiorca nie spłaci w terminie kredytu, bank przenosi niespłaconą kwotę na rachunek oprocentowanego kredytu przeterminowanego. Następnie przystępuje do spłaty tego zadłużenia z wpływów i aktualnego stanu rachunku bieżącego. Dalsze działania banku zmierzają do odzyskania wierzytelności. Polegają one na zawarciu porozumienia z kredytobiorcą i zmianie terminu spłaty kredytu bądź na realizacji prawnych form zabezpieczenia kredytu (Jaworski, Zawadzka, 2008, s. 292).

W sytuacji kryzysu czy też niestabilności gospodarczej sprawa zabezpieczenia kredytu ma szczególne znaczenie. Jest ona niekiedy ważniejsza niż zdolność kredytowa, poprawność opracowania planu inwestycji, wyliczona dochodowość itp. Banki muszą zakładać, że sytuacja przedsiębiorstwa może ulec nagłej zmianie, np. w wyniku ryzyka rynkowego lub cenowego, a dobre zabezpieczenie będzie zawsze gwarancją zwrotu przynajmniej części wyłożonych przez nich pieniędzy. Wartość zabezpieczeń ulega dużym wahaniom, co powoduje, że niejednokrotnie jest ona wyższa niż wartość kredytu. Powoduje to ograniczanie możliwości zaciągania kredytów przez wiele przedsiębiorstw handlowych i usługowych, które nie dysponują odpowiednimi zabezpieczeniami. Nawet jeśli zabezpieczenia mają odpowiednią wartość, ich właściciele nie zastawiają ich w całości, ponieważ chcą posiadać zabezpieczenie w sytuacji ubiegania się o kolejny kredyt. Zdarza się często, że potencjalny kredytobiorca nie posiada nieruchomości znacznie przewyższającej kredyt. W takiej sytuacji zabezpieczenie kredytu musi składać się z różnych elementów (Dobosiewicz, 2007, s. 196).

Kredytobiorca, zaciągając kredyt, musi liczyć się z dodatkowymi kosztami z tytułu prowizji oraz różnorodnymi opłatami, związanymi np. z opłatą za wcześniejszą spłatę kredytu czy też opłatą za rozpatrzenie wniosku kredytowego. Prowizja jest opłatą naliczaną za wykonanie przez bank określonej operacji, np. związanej z udzieleniem kredytu bankowego (Karwowska, 2014, s. 40; Adams, 2012, s. 49).

Celem niniejszego artykułu jest zaprezentowanie zasad spłat kredytu i odsetek w banku Pekao SA i związanego z tym ryzyka, jak również zaznajomienie z podstawowymi metodami arytmetyki finansowej, w tym zaproponowanie nowego modelu kapitalizacji – KOSS. Metody arytmetyki finansowej z jednej strony pozwalają samodzielnie ocenić dostępne na rynku oferty kredytowe pod kątem ich atrakcyjności z punktu widzenia potencjalnego kredytobiorcy, z drugiej umożliwiają zweryfikować ich wiarygodność na podstawie informacji dostępnych przed podpisaniem formalnej umowy o kredyt. Dla uproszczeń rozważań w artykule pominięto kwestię opłat związanych z obsługą kredytu, mimo że w praktyce banki, jak i inne instytucje finansowe, bardzo często pobierają od klientów dodatkowe opłaty i prowizje (np. opłatę przygotowawczą za rozpatrzenie wniosku kredytowego, opłatę za udzielenie kredytu, opłatę za dodatkowe czynności związane z obsługą kredytu itd.). W związku z powyższym przed podpisaniem umowy należy zwrócić szczególną uwagę na wszystkie poboczne nakłady pieniężne zwiększające koszt kredytu, które zazwyczaj są wliczane w wysokość raty bądź stanowią dodatkowe płatności niezależne od wysokości raty.

Efektywność zarządzania działalnością kredytową banków ściśle powiązana jest z zarządzaniem ryzykiem kredytowym. Każdy bank komercyjny, aby skutecznie zarządzać ryzykiem, musi dążyć do sprawnego wykorzystywania metod obliczania wymogu kapitałowego z tytułu ryzyka kredytowego. Umiejętne posługiwanie się metodami zaproponowanymi w Nowej Umowie Kapitałowej pozwala bowiem na zabezpieczenie się banku przed ryzykiem nieotrzymania zwrotu udzielonego kredytu, a więc zapobiega osiągnięciu strat z tego tytułu. Jest to ważne nie tylko z punktu widzenia samych banków, ale także ich klientów, którym banki mogą zagwarantować większe bezpieczeństwo. Potrzeba dokładnego szacowania ryzyka kredytowego wynika z tego, że niższe ryzyko klienta banku oznacza niższą wartość kapitału bezpieczeństwa utrzymywanego przez dany bank. Dla kredytodawcy oznacza to mniejsze obciążenie niepracującymi kapitałami, a dla kredytobiorcy niższy koszt kredytu. Ponadto pojawiające się coraz to nowsze produkty i usługi finansowe wymagają bardziej kompleksowego podejścia w ocenie ryzyka. Wprowadzenie w życie zasad Nowej Umowy Kapitałowej stało się więc szansą na bardziej elastyczne traktowanie kredytobiorców przez banki, co stwarza szanse na bardziej atrakcyjną ofertę dla wiarygodnych klientów.

## **1. Analiza i ocena spłaty kredytu przy równych ratach kapitałowo-odsetkowych**

Zanalizowano system spłaty kredytu przy równych ratach kapitałowo-odsetkowych w banku Pekao SA. Badania przeprowadzono na podstawie danych uzyskanych w banku Pekao SA. Celem stało się znalezienie modelu kapitalizacji stosowanego przez bank Pekao SA i wprowadzenie nowych modeli kapitalizacji, w tym modelu KOSS (nazwa pochodzi od początkowych liter nazwisk autorów) (Kondratowicz-Pietruszka, Smaga, Stokłosa, 1999), który ułatwia kredytobiorcy spłatę pożyczek, szczególnie długoterminowych. Stosowane

do tej pory modele kapitalizacji są bardzo często niekorzystne dla kredytobiorców, gdyż w stosunkowo krótkim czasie powodują zbyt gwałtowny wzrost rat kapitałowych. Przedstawiony nowy model kapitalizacji KOSS zastępuje z wysoką dokładnością dotychczasowe modele kapitalizacji.

W tabeli 1 przedstawiono dane empiryczne banku Pekao SA dotyczące spłat kredytu przy równych ratach kapitałowo-odsetkowych. Czas  $t$  podano w miesiącach [m], gdyż stwierdzono, że bank stosował tę właśnie skalę czasową. Wprowadzono własne symbole szeregów czasowych, a mianowicie:

$S_t$  – kredyt w czasie  $t$ ,  $t = 0, 1, 2, \dots, m$ ,

$m$  – liczba okresów (miesiące), na które podzielono czas życia kredytu,

$S_t'$  – kredyt w czasie  $t$ , będący rezultatem obliczeń własnych,  $t = 0, 1, 2, \dots, m$ ,

$K_t$  – rata kapitałowa spłacona w czasie  $t$ ,  $t = 0, 1, 2, \dots, m$ ,

$K_t'$  – rata kapitałowa spłacona w czasie  $t$ , będąca rezultatem obliczeń własnych,  $t = 0, 1, 2, \dots, m$ ,

$D_t$  – rata odsetkowa od raty kapitałowo-odsetkowej  $R_t$  w czasie  $t$ ,  $t = 0, 1, 2, \dots, m$ ,

$D_t'$  – rata odsetkowa od raty kapitałowo-odsetkowej  $R_t$  w czasie  $t$ , będąca rezultatem obliczeń własnych,

$R_t$  – rata kapitałowo-odsetkowa w czasie  $t$ ,  $t = 0, 1, 2, \dots, m$ ,

$R_t'$  – rata kapitałowo-odsetkowa w czasie  $t$ , będąca rezultatem obliczeń własnych,  $t = 0, 1, 2, \dots, m$ .

Przyjmujemy, że kredyt jest udzielany na 2 lata, kapitał wyniósł 20 000 zł, oprocentowanie nominalne – 8,99%, oprocentowanie rzeczywiste – 15,34%, prowizja, opłata administracyjna i ubezpieczenie kredytu – 5,99%. Rata kapitałowa została skalkulowana dla pożądanej wysokości kredytu i podanej nominalnej stawki oprocentowania. Oprocentowanie kredytu/pożyczki bez zabezpieczeń jest naliczane od pozostałego do spłaty kapitału. W przypadku kredytów do 255 550 zł bank nie nalicza sobie opłat za wcześniejszą spłatę (ustawa o kredycie konsumenckim).

**Tabela 1**

Dane empiryczne banku Pekao SA przy równych ratach kapitałowo-odsetkowych

Czas (m)	$S_t$	$R_t$	$K_t$	$D_t$	$S_k$
1	2	3	4	5	6
0	20 000,00	952,41	828,49	123,92	20 445,84
1	20 445,84	952,41	833,31	119,10	19 612,53
2	19 612,53	952,41	838,17	114,24	18 774,36
3	18 774,36	952,41	843,05	109,36	17 931,31
4	17 931,31	952,41	847,96	104,45	17 083,35
5	17 083,35	952,41	852,90	99,51	16 230,45
6	16 230,45	952,41	857,87	94,54	15 372,58
7	15 372,58	952,41	862,86	89,55	14 509,72
8	14 509,72	952,41	867,89	84,52	13 641,83

1	2	3	4	5	6
9	13 641,83	952,41	872,95	79,46	12 768,88
10	12 768,88	952,41	878,03	74,38	11 890,85
11	11 890,85	952,41	883,15	69,26	11 007,70
12	11 007,70	952,41	888,29	64,12	10 119,41
13	10 119,41	952,41	893,46	58,95	9 225,95
14	9 225,95	952,41	898,67	53,74	8 327,28
15	8 327,28	952,41	903,90	48,51	7 423,38
16	7 423,38	952,41	909,17	43,24	6 514,21
17	6 514,21	952,41	914,46	37,95	5 599,74
18	5 599,74	952,41	919,79	32,62	4 679,95
19	4 679,95	952,41	925,15	27,26	3 754,80
20	3 754,80	952,41	930,54	21,87	2 824,26
21	2 824,26	952,41	935,96	16,45	1 888,31
22	1 888,31	952,41	941,41	11,00	946,90
23	946,90	952,41	946,89	5,52	0,00
Suma		22 857,84	21 274,33	1 583,51	

Źródło: opracowanie własne na podstawie uzyskanego w banku Pekao SA harmonogramu spłaty kredytu gotówkowego.

Podczas analizy poszczególnych danych podstawowe znaczenie znalazł zbiór  $K_t$ , który opisuje się z wysoką dokładnością znanymi w ekonomii modelami kapitalizacji oraz nowymi modelami szybkości procesów. Zbiory, tj.  $S_t$ ,  $D_t$ ,  $R_t$  i  $S_k$  są rezultatami prostego dodawania lub odejmowania danych ze zbiorów  $K_t$  i  $D_t$ , które otrzymuje się z następujących równań:

$$S_t = S_{t-1} - R + D_{t-1},$$

gdzie  $R = \text{const.} = 952,41 \text{ zł}$ ,

$$R = K_t + D_t,$$

$$S_k = S_{t-1} - R.$$

Głównym celem pracy był opis ilościowy zbioru  $K_t$ . W praktyce wykorzystuje się 4 modele kapitalizacji (Kondratowicz-Pietruszka, Smaga, Stokłosa, 1999; Feruś, 2001, s. 37–45; 2004, s. 208–216), w których  $K_t$  oznacza ratę kapitałową,  $K_0$  – kapitał początkowy,  $t$  – czas [m],  $r_1, r_2$  – bezwymiarowy wskaźnik oprocentowania kapitału,  $r_3$  – wskaźnik oprocentowania o wymiarze [ $t^{-1}$ ]

Model kapitalizacji prostej:

$$K_t = K_0 (1 + t \times r_4) \tag{1}$$

Model kapitalizacji złożonej z dołu:

$$K_t = K_0 (1 + r_1)^t \tag{2}$$

Model kapitalizacji złożonej z góry:

$$K_t = K_0 (1 - r_2)^{-t} \quad (3)$$

Model kapitalizacji ciągłej:

$$K_t = K_0 e^{r_3 t} \quad (4)$$

Modele od (1) do (4) można wyprowadzić z ogólnego modelu szybkości rzeczywistej  $V_t$  o postaci (Kondratowicz-Pietruszka, Smaga, Stokłosa, 1999):

$$V_t = w_n K_t^n = dK_t/dt \quad (5)$$

$$w_n > 0; n \geq 0,$$

gdzie:  $w_n$  – stała dynamiczna o wymiarze  $[K^{1-n} t^{-1}]$ ;  $n$  – bezwymiarowy rząd funkcji opisującej, który jest wskaźnikiem drogi przebiegu procesu.

W konkretnych przypadkach podanych modeli kapitalizacji wzór (5) można przedstawić następująco (Kondratowicz-Pietruszka, Smaga, Stokłosa, 1999):

$$V_t = dK_t/dt = w_1 K_t,$$

gdzie:  $w_1$  – stała dynamiczna o wymiarze  $[t^{-1}]$  oraz  $n = 1$ .

Przekształcenia i całkowanie wzoru 5. prowadzą do rozwiązań (Kondratowicz-Pietruszka, Smaga, Stokłosa, 1999):

$$w_1 = 1/t \ln K_t/K_0 \text{ oraz } K_t = K_0 e^{w_1 t} \quad (6)$$

i dalej, okres podwajania rat kapitałowych  $t_i$  wynosi:

$$t_i = \frac{\ln 2}{w_1} \cong \frac{0,693}{w_1}, \quad i - \text{wartość miary} \quad (7)$$

Raty kapitałowe narastają w czasie w sposób dyskretny (skokowy). Wartości rat kapitałowych  $K_t$  oblicza się w określonych przedziałach czasu, a nie w sposób ciągły. Podczas analizy przekonano się, że bank Pekao SA stosował jako jednostkę okresu czasu 1 miesiąc, a nie ułamki lat. Mimo tego omawiane wzory kapitalizacji mogą być uznane w analizie naukowej jako narzędzia do otrzymywania danych ciągłych, tj. stosowanych w dowolnych przedziałach czasu. Dotyczy to szczególnie porównywania dynamiki wzrostu 1 złotego w różnych okresach czasu i także w porównaniach działalności różnych banków.

Modele kapitalizacji (2–4) można przedstawić przy użyciu jednego modelu (6). Modele (2–4), i (6) są jednoznaczne. Wynika to z następujących faktów (Kondratowicz-Pietruszka, Smaga, Stokłosa, 1999):

odnośnie do modelu (2):

$w_1 = \ln(1 + r_1)$ , czyli może on być przedstawiony jako:

$$K_t = K_0 (1 + r_1)^t = K_0 e^{w_1 t} = K_0 e^{\ln(1+r_1)t} \quad (8)$$

odnośnie do modelu (3):

$w_1 = -\ln(1 - r_2)$ ,

$$K_t = K_0 (1 - r_2)^{-t} = K_0 e^{w_1 t} = K_0 e^{-\ln(1-r_2)t} \quad (9)$$

oraz

odnośnie do modelu (4):

$w_1 = r_3$ ,

$$K_t = K_0 e^{r_3 t} = K_0 e^{w_1 t} \quad (10)$$

Do analizy zbioru  $K_t$  zastosowano nowy model kapitalizacji KOSS o postaci:

$$K_{n,t} = K_0 \left\{ \left[ (1 + r_n)^{1-n} - 1 \right] t + 1 \right\}^{\frac{1}{1-n}} \quad (11)$$

$$n < 1; 0 < r < 1,$$

gdzie:  $n$  – bezwymiarowy rząd funkcji opisującej w zbiorach szybkości  $V_t = w_n K_t^n$  oraz  $V_t = w_n K_t^{-n}$  ( $w_n$  – stałe dynamiczne;  $n$  – bezwymiarowy rząd funkcji opisującej).

Wszystkie podane dotąd modele kapitalizacji można zastąpić jednym modelem KOSS, który opisuje zbiory z wysoką dokładnością.

Znaleziono modele opisujące zbiór  $K_t$ , a mianowicie:

a) 
$$K_t = K_0 e^{w_1 t} = K_0 e^{0,00580733 t} \quad (12)$$

gdzie  $w_1 = \frac{1}{t} \ln \frac{K_t}{K_0} = 0,0058075 [m^{-1}]$ ,  $t$  – czas w miesiącach.

Wzór ten przekształca się w modele kapitalizacji złożonej z dołu i z góry:

b) 
$$K_t = K_0 (1 + r_1)^t = K_0 (1 + 0,005825)^t, r_1 = 0,005825 \quad (13)$$

c) 
$$K_t = K_0 (1 - r_2)^{-t} = K_0 (1 - 0,00579)^{-t}, r_2 = 0,00579 \quad (14)$$

d) model KOSS:

$$K_{n,t} = K_0 \left\{ \left[ (1 + r_1)^{1-n} - 1 \right] t + 1 \right\}^{\frac{1}{1-n}}, \quad n < 1 \quad (15)$$

gdzie:  $n = 0,999999$ ,  $r_1$  jak wyżej.

Dla zbioru  $D_t$  (Wąsowski, 2000) znaleziono następujące rozwiązania o wysokiej dokładności:

$$e) \quad D_t = (S_t \times t \times r) / l, \quad r = 6,99\%, \quad l = 365 \text{ dni} \quad (16)$$

gdzie:  $r$  – stopa procentowa w skali rocznej,  $t$  – liczono w dobach, zamieniając każdy miesiąc  $m = 365/12$  na 30,41666667 dób,  $l$  – liczba dni w roku.

**Tabela 2**

Dane teoretyczne banku Pekao SA przy równych ratach kapitałowo-odsetkowych

Czas	$S_t'$	$R_t'$	$K_t'$	$D_t'$	$S_k'$	$K_t =$ $K_0 \times (1 + r_1)^t$	$K_t =$ $K_0 \times (1 - r_2)^{-t}$	KOSS dla $r_1$
0	20 000,00	952,41	828,4900	123,9200	20 445,8400	828,4900	828,4900	828,4900
1	20 445,84	952,41	833,3130	119,0970	19 612,5270	833,3160	833,3149	833,3160
2	19 612,53	952,41	838,1670	114,2430	18 774,3600	838,1700	838,1679	838,1700
3	18 774,36	952,41	843,0494	109,3606	17 931,3106	843,0524	843,0491	843,0524
4	17 931,31	952,41	847,9601	104,4499	17 083,3505	847,9631	847,9588	847,9632
5	17 083,35	952,41	852,8995	99,5105	16 230,4510	852,9025	852,8971	852,9026
6	16 230,45	952,41	857,8676	94,5424	15 372,5834	857,8707	857,8641	857,8707
7	15 372,58	952,41	862,8647	89,5453	14 509,7187	862,8678	862,8601	862,8678
8	14 509,72	952,41	867,8909	84,5191	13 641,8278	867,8940	867,8851	867,8940
9	13 641,83	952,41	872,9464	79,4636	12 768,8815	872,9495	872,9395	872,9495
10	12 768,88	952,41	878,0313	74,3787	11 890,8502	878,0344	878,0232	878,0345
11	11 890,85	952,41	883,1458	69,2642	11 007,7044	883,1489	883,1366	883,1490
12	11 007,70	952,41	888,2901	64,1199	10 119,4143	888,2933	888,2797	888,2934
13	10 119,41	952,41	893,4644	58,9456	9 225,9499	893,4676	893,4528	893,4677
14	9 225,95	952,41	898,6688	53,7412	8 327,2810	898,6720	898,6560	898,6722
15	8 327,28	952,41	903,9036	48,5064	7 423,3774	903,9068	903,8895	903,9069
16	7 423,38	952,41	909,1688	43,2412	6 514,2086	909,1721	909,1535	909,1722
17	6 514,21	952,41	914,4647	37,9453	5 599,7439	914,4680	914,4482	914,4681
18	5 599,74	952,41	919,7915	32,6185	4 679,9524	919,7948	919,7737	919,7949
19	4 679,95	952,41	925,1493	27,2607	3 754,8031	925,1526	925,1302	925,1527
20	3 754,80	952,41	930,5383	21,8717	2 824,2648	930,5416	930,5179	930,5418
21	2 824,26	952,41	935,9587	16,4513	1 888,3062	935,9620	935,9370	935,9622
22	1 888,31	952,41	941,4106	10,9994	946,8956	941,4140	941,3876	941,4142
23	946,90	952,41	946,8943	5,5157	0,0012	946,8977	946,8700	946,8979
Suma		22 857,84	21 274,33	1 583,51		21 274,4017	21 274,0827	21 274,4040

Źródło: opracowanie własne.

W wyniku obliczeń (tab. 2) stwierdzono, że bank Pekao SA zastosował do obliczania wzrostu rat kapitałowych  $K_t$  najprawdopodobniej model kapitalizacji złożonej z dołu. W przypadku banku Pekao SA można posłużyć się nowym modelem kapitalizacji KOSS w celu obliczenia rat kapitałowych  $K_t$ , który odtwarza z wysoką dokładnością zbiór  $K_t$ , uławniając tym samym spłatę pożyczek, głównie długoterminowych. Podobnie odkryto strategię naliczania rat odsetkowych  $D_t$  od rat kapitałowo-odsetkowych  $R_t$  ze wzoru (16).



## Uwagi końcowe

Działalność kredytowa banku nierozzerwalnie wiąże się z nieustannym ponoszeniem ryzyka. Ryzyko kredytowe to zagrożenie związane z obsługą kredytu w każdym banku komercyjnym. Istniejące ryzyko dotyczy płatności, które nie zostaną uregulowane przez kredytobiorcę w terminie przewidzianym umową, w całości lub w części. Zwłoka w spłacie może spowodować utratę płynności, co oznacza rzeczywistą stratę dla banków w pewnym okresie czasu. Banki starają się unikać ryzyka, weryfikując wiarygodność kredytową i wypłacalność klientów, aby wykluczyć sytuację, kiedy bank podpisuje umowę i udostępnia środki klientowi mało wiarygodnemu lub niewypłacalnemu już w momencie podpisywania umowy, lub takiemu, którego utrata wypłacalności jest wielce prawdopodobna. Kredyt można spłacać stosując model równych rat kapitałowo-odsetkowych lub też malejących rat kapitałowo-odsetkowych. Wybór odpowiedniego modelu należy zarówno do kredytodawcy, jak i kredytobiorcy. Dotychczasowe modele kapitalizacji są często niekorzystne dla kredytobiorców, gdyż w krótkim czasie powodują zbyt gwałtowny wzrost rat kapitałowych  $K_t$ . Bardziej korzystnym dla kredytodawców i kredytobiorców byłoby zastosowanie nowego modelu kapitalizacji KOSS z wartościami  $n < 1$  i  $n < 0$ , który ułatwia kredytobiorcy spłatę pożyczek, głównie długoterminowych. W przypadku modelu KOSS wzrost rat kapitałowych  $K_t$  w czasie jest łagodniejszy, w porównaniu do modeli, które aktualnie wykorzystywane są w polskiej bankowości. Z tego też względu model kapitalizacji KOSS można w przyszłości wykorzystać, z korzyścią zarówno dla banku, jak też dla klienta. Podany w artykule przykład spłaty kredytu przy równych ratach kapitałowo-odsetkowych nie wyczerpuje jednak wszystkich możliwości przedstawienia schematu amortyzacji kredytów. Przykładowo, w przypadku kredytów ze zmiennym oprocentowaniem w czasie trwania spłaty kredytu – uzależnionym od wysokości oprocentowania WIBOR w walucie polskiej lub LIBOR lub EURIBOR w przypadku kredytów w walucie obcej – spłata kredytu może następować nie tylko w ratach stałych, ale również w ratach zmiennych. Dodatkowo większe możliwości zastosowania modelu KOSS są widoczne przede wszystkim przy spłacie pożyczek/kredytów długoterminowych.

## Literatura

- Adams, D. (2011). *Banking and Capital Markets*. London: CLP Legal Practice Guides.
- Dobosiewicz, Z. (2007). *Kredyty i gwarancje bankowe*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Feruś, A. (2001). Analiza spłat kredytu w banku A w latach 2000–2004. *Zeszyty Naukowe Politechniki Rzeszowskiej*, 191.
- Feruś, A. (2004). Nowe modele kapitalizacji – analiza spłaty kredytu przy równych ratach kapitałowo-odsetkowych. *Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu*, 1 (1042), tom 1.
- Jaworski, W.L., Zawadzka, Z. (2008). *Bankowość – podręcznik akademicki*. Warszawa: Poltext.
- Karwowska, M. (2014). Czynniki wpływające na atrakcyjność kredytu hipotecznego – analiza empiryczna. *Journal of Finance and Financial Law*, 2.
- Kondratowicz -Pietruszka, E., Smaga, E., Stokłosa, K. (1999). *Nowe modele kapitalizacji*. Materiały III Międzynarodowej Konferencji Naukowej PWSZ w Jarosławiu. Jarosław.

Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe. Dz.U. 2017, poz.1876 z późn. zm.  
Wąsowski, W. (2000). *Odsetki w banku*. Warszawa: Biblioteka Menedżera i Bankowca.

### **INFLUENCE OF NEW CAPITALIZATION MODELS ON THE ASSESSMENT OF BANKING CREDIT CAPABILITY AND CREDIT RISK AS WELL AS ASSOCIATED WITH ITS CREDIT RISK**

**Abstract:** *Purpose* – The subject of the present article is new strategies of credit allowance by a bank Pekao SA, related credit risk and interest repay by equal capital instalments have been presented.

*Design/methodology/approach* – In the course of empirical research, a number of new capitalization models with a milder increase in capital instalments at time  $t$  were found, which is more advantageous in the case of long-term loans. A new capitalization model for KOSS was also proposed.

*Findings* – Due to the high accuracy of the calculations obtained, the capitalization model KOSS can replace the capitalization models used so far.

*Originality/value* – The capitalization model KOSS due to its originality can be used in the future, for the benefit of both the bank and the client.

**Keywords:** credit, loan agreement, installment credit, models capitalization

### **Cytowanie**

Feruś, A. (2018). Wpływ nowych modeli kapitalizacji na ocenę zdolności spłaty kredytu bankowego i związane go z nim ryzyka kredytowego. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 409–418. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-35.

## Raporty zintegrowane w praktyce polskich banków wchodzących w skład indeksu WIG30

Alicja Smuła\*

**Streszczenie:** *Cel* – W artykule poruszono problematykę sprawozdawczości siedmiu polskich banków z indeksu WIG30 (Alior Bank, BZWBK, ING Bank Śląski, mBank, Millennium bank, Bank Pekao SA i PKO Bank Polski) w zakresie raportowania zintegrowanego i jej zbieżności z wymogami IIRC. Celem artykułu jest sprawdzenie, czy banki WIG30 w praktyce stosują się do owych wytycznych i jaka jest jakość prezentowanych przez nie informacji.

*Metodologia badania* – W artykule jako metodę badawczą wykorzystano analizę treści (*content analysis*). Badanie przebiegało w trzech etapach: analiza rodzajów publikacji przygotowywanych przez banki, analiza zawartości informacyjnej raportów zintegrowanych (kluczowe elementy budowy raportów) oraz analiza porównawcza zidentyfikowanych raportów zintegrowanych z wytycznymi IIRC.

*Wynik* – W wyniku przeprowadzonej analizy stwierdzono, że raporty zintegrowane zostały opublikowane jedynie przez dwa spośród siedmiu badanych banków: ING Bank Śląski i Bank Millennium. Z kolei porównując strukturę zidentyfikowanych raportów zintegrowanych z wymaganiami IIRC należy stwierdzić, że zawartość informacyjna obu raportów odpowiada owym wytycznym, niemniej trudno jest ocenić jakość i wiarygodność informacji niefinansowych w nich prezentowanych, jak również budowa obu raportów nie jest jednolita i utrudnia odnalezienie szukanych danych.

*Wartość* – Raportowanie zintegrowane w Polsce jest stosunkowo nowym zjawiskiem (w praktyce stosowane dopiero od 2013 r.). Z uwagi na małą próbę badawczą, trudno wysnuć ogólne wnioski dotyczące praktycznej przydatności publikowanych raportów zintegrowanych. Niemniej jednak, z uwagi na zbliżający się obowiązek publikacji raportów zintegrowanych przez spółki, należy monitorować rozwój tego zagadnienia.

**Słowa kluczowe:** raportowanie zintegrowanie, IIRC, banki WIG30, analiza treści

### Wprowadzenie

Współcześnie sprawozdawczość organizacji podlega ciągłej ewolucji, a same sprawozdania, jako kanały komunikacji między przedsiębiorstwem a interesariuszami, zaczynają przedstawiać sytuację przedsiębiorstwa w sposób coraz bardziej dogłębny i kompleksowy (Matuszak, 2016, s. 109). Interesariusze domagają się zwiększenia transparentności sprawozdawczości (Dyczkowska, 2015, s. 95), co skutkuje powstawaniem nowych raportów zawierających dane nie tylko finansowe, ale również informacje niefinansowe (dotyczące m.in. relacji z klientem, pracowników, odpowiedzialności za produkt, etyki i przeciwdziałania korupcji, dialogu z otoczeniem, zaangażowania społecznego, środowiska naturalnego).

---

\* mgr Alicja Smuła, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Wydział Zarządzania, email: alicja.slosarz@gmail.com.

W konsekwencji powstał nowy trend, czyli raportowanie zintegrowane, które łączy w sobie kluczowe informacje finansowe i niefinansowe, obecnie raportowane w odrębnych dokumentach, takich jak sprawozdanie finansowe, komentarz zarządu, raport o rozwoju zrównoważonym, czy raport o społecznej odpowiedzialności (Bek-Gaik, Rymkiewicz, 2015, s. 62). Sprawozdawczość zintegrowana szeroko omawiana jest we współczesnej literaturze przedmiotu, m.in. w: Bek-Gaik (2012, 2015, 2017), Bek-Gaik, Rymkiewicz (2015), Deloitte (2012), Dragu, Tudor-Tiron (2013), Dyczkowska (2015), Eccles, Saltzman (2011, 2014), Hąbek, Wolniak (2013, 2014), Matuszak (2014), Michalczuk, Mikulska (2014), Radley, Yeldar (2012), Samelak (2013), Walińska, Bek-Gaik, Gad (2016), Walińska, Bek-Gaik, Gad, Rymkiewicz (2015).

Jako korzyści wynikające z wprowadzenia raportowania zintegrowanego do praktyki badacze wymieniają m.in. wysoki stopień transparentności, ujawnienia w zakresie zarządzania wszystkimi kapitałami przedsiębiorstwa (finansowym, intelektualnym, produkcyjnym, ludzkim, relacji społecznych i naturalnym), ukazanie związku między przeszłością i planowaną przyszłością przedsiębiorstwa ze strategią biznesową, a także sposób prezentacji informacji w raporcie zintegrowanym (zwięzłość, istotność i kompleksowość) (Bek-Gaik, Rymkiewicz, 2015, s. 61–62).

Celem artykułu jest omówienie zagadnienia raportowania zintegrowanego, w tym opis struktury zawartej w standardach raportowania opracowanych przez International Integrated Reporting Council (IIRC). Zaprezentowano także wyniki badań własnych dotyczących praktyki raportowania zintegrowanego wśród polskich banków z indeksu WIG30 (Alior Bank, BZWBK, ING Bank Śląski, mBank, Millennium bank, Bank Pekao SA i PKO Bank Polski). Przeanalizowano zbieżność zidentyfikowanych raportów z wytycznymi IIRC.

W artykule jako metodę badawczą wykorzystano analizę treści (*content analysis*). Badanie przebiegało w trzech etapach: analiza rodzajów publikacji przygotowywanych przez banki, analiza zawartości informacyjnej raportów zintegrowanych (kluczowe elementy budowy raportów) oraz analiza porównawcza zidentyfikowanych raportów zintegrowanych z wytycznymi IIRC. Podobne badania przeprowadzali już zarówno polscy, jak i zagraniczni naukowcy (Bek-Gaik, 2017, s. 21–25), m.in. Frías-Aceituno i in. (2013), Sierra-García, Zorio-Grima i García-Benau (2013), Eccles i Krzus (2014), Eccles, Krzus i Ribot (2015), Chersan (2015), Jinga i Dumitru (2015), Bek-Gaik i Rymkiewicz (2015, 2016), Garstecki (2015).

## 1. Idea raportowania zintegrowanego – główne aspekty

Raportowanie zintegrowane jest najnowszym podejściem do sprawozdawczości organizacji. Opisuje całość funkcjonowania i organizacji przedsiębiorstwa w taki sposób, by pokazać powiązania między stylem zarządzania, strategią i modelem biznesowym danej organizacji, łącząc je z wartościami ekonomicznymi, ekologicznymi i społecznymi.

W literaturze przedmiotu wymieniane są następujące cele raportowania zintegrowanego (Dyczkowska, 2015, s. 94–102):

1. Zwiększenie jakości informacji dostarczanej inwestorom tak, aby umożliwić im bardziej efektywną alokację kapitału.
2. Wzrost odpowiedzialności oraz transparentności działań menedżerów przed dostawcami kapitału.
3. Wsparcie i promocja bardziej kompleksowego podejścia do sprawozdawczości – chęć przekazania potencjalnym i obecnym interesariuszom maksymalnie dokładnej i jakościowej informacji w celu lepszego zrozumienia sposobu kreowania wartości w przedsiębiorstwie.
4. Pomoc w podejmowaniu decyzji pozwalających zwiększyć efektywność przedsiębiorstw w krótkim, średnim i długim okresie.

Z inicjatywy Międzynarodowej Federacji Księgowych (IFAC), GRI oraz brytyjskiego projektu Accounting for Sustainability w 2010 roku została utworzona Międzynarodowa Rada ds. Raportowania Zintegrowanego (The International Integrated Reporting Council, IIRC)<sup>1</sup>, której zadaniem było opracowanie międzynarodowych standardów sprawozdawczości zintegrowanej. W tym samym roku opublikowany został wstępny dokument dotyczący raportowania zintegrowanego przeznaczony do dyskusji. Założenia koncepcyjne raportowania zintegrowanego opublikowano w grudniu 2013 roku w *The International <IR> Framework* (IIRC, 2013). W dokumencie tym IIRC wymienia siedem elementów raportu zintegrowanego:

- profil organizacji i środowiska zewnętrznego,
- ład korporacyjny,
- szanse i zagrożenia,
- model biznesowy,
- strategia i alokacja zasobów,
- osiągnięcia firmy,
- podsumowanie wyników – perspektywy rozwoju.

Główną zmianą proponowaną w *The International <IR> Framework* jest zachęta do wprowadzenia jednego zbiorczego raportu, który w sposób spójny, logiczny i kompleksowy łączyłby istotne informacje prezentowane obecnie w różnych odrębnych dokumentach (np. sprawozdaniu z ładu korporacyjnego czy raporcie na temat zrównoważonego rozwoju). Taka nowa forma prezentacji danych o przedsiębiorstwie stanowi nie tylko odzwierciedlenie rosnącej potrzeby publikacji informacji finansowych i niefinansowych w jednym sprawozdaniu, lecz przede wszystkim uwydatnia konieczność uwzględnienia kwestii niefinansowych przy podejmowaniu decyzji przez interesariuszy oraz informacji o tym, jak

---

<sup>1</sup> IIRC to międzynarodowa koalicja organów regulacyjnych, inwestorów, spółek, osób ustanawiających standardy, specjalistów w zakresie księgowości i organizacji pozarządowych. W jej skład wchodzi m.in. globalni liderzy z organizacji, takich jak Międzynarodowa Federacja Księgowych (IFAC), Program Środowiskowy Organizacji Narodów Zjednoczonych (UNEP), Rada Międzynarodowych Standardów Rachunkowości, Światowa Rada Biznesu na Rzecz Zrównoważonego Rozwoju, Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych oraz Global Reporting Initiative (GRI).

te aspekty wpływają na całościowy model biznesu danej organizacji (Walińska, Bek-Gaik, Gad, Rymkiewicz, 2015).

Podsumowując, opracowane ramy IR wprowadziły porządek do treści raportu zintegrowanego. Wyszczególniły i w sposób logiczny połączyły kluczowe informacje finansowe i niefinansowe nie dotychczas w różnych odrębnych dokumentach publikowanych przez przedsiębiorstwa. Do zbadania pozostaje jednak kwestia zastosowania owych wytycznych w praktyce gospodarczej.

## 2. Analiza raportów zintegrowanych na przykładzie polskich banków – badania własne

Badanie własne dotyczyło analizy powszechności i jakości raportów zintegrowanych wśród polskich banków wchodzących w skład WIG30 (Alior Bank, BZWBK, ING Bank Śląski, mBank, Millennium bank, Bank Pekao SA i PKO Bank Polski). Analizowany okres obejmował lata 2013–2016. W badaniu wykorzystano analizę treści (*content analysis*)<sup>2</sup> raportów oraz informacji nych na stronach internetowych banków oraz analizę porównawczą (w zakresie odniesień do wytycznych IIRC).

Pierwszy etap badań obejmował analizę rodzajów raportów publikowanych przez banki z WIG30 na ich stronach internetowych. Badanie wykazało, że ING Bank Śląski opublikował raport za lata 2015–2016 wykonany zgodnie z wytycznymi GRI G4 (podstawowa opcja) i IIRC (*Zintegrowany...*) i jako jedyny nazwał go „raportem zintegrowanym”. Raport Millennium banku wykonano również w zgodzie z wytycznymi GRI G4 (podstawowa opcja), nie odnosząc się jednak do zgodności z IIRC – niemniej elementy wymagane przez IIRC zostały w nim zidentyfikowane i został on poddany dalszej analizie w trakcie badania. Pozostałe banki publikują raporty zawierające informacje finansowe, a informacje niefinansowe umieszczane są w różnych miejscach na stronach internetowych banków lub w raportach CSR, lecz nie w formie jednego zbiorczego raportu.

Jak wykazało badanie, zasadniczo banki zwiększają liczbę publikowanych raportów oraz poświęcają coraz większą uwagę raportowaniu danych niefinansowych. Wyjątek stanowią Alior Bank oraz Bank Pekao SA, które w formie raportów prezentują jedynie dane finansowe (obligatoryjne sprawozdania dla spółek akcyjnych). ING Bank Śląski oraz

---

<sup>2</sup> Analiza treści (*content analysis*) jest coraz powszechniejszym narzędziem wykorzystywanym w opracowywaniu raportów finansowych i niefinansowych. Jest to metoda badawcza do analizowania dokumentów i artefaktów komunikacyjnych, którymi mogą być teksty o różnych formatach, obrazy, audio lub wideo. Naukowcy społeczni wykorzystują analizę treści do ilościowego określenia wzorców w komunikacji, w powtarzalny i systematyczny sposób. Jedną z kluczowych zalet tej metody badawczej jest nieinwazyjna analiza zjawisk społecznych, w przeciwieństwie do symulowania doświadczeń społecznych lub zbierania odpowiedzi ankietowych. Coraz częściej metoda ta wykorzystywana jest również w rachunkowości do analiz raportów. Stosowali ją już m.in. Edward H. Bowman (artykuł „Content Analysis of Annual Reports for Corporate Strategy and Risk”), C. Pinho, M. Madaleno, H. Santos (artykuł „The Usefulness of Financial Analysts’ Reports: A Content Analysis”) czy N. Steenkamp i D. Northcott (artykuł „Content Analysis in Accounting Research: The Practical Challenges”).

Millennium bank prezentują największą liczbę raportów i w sposób najbardziej kompleksowy informują o prowadzonej działalności.

Druga część badania dotyczyła analizy zidentyfikowanych raportów zintegrowanych za rok 2016 ING Banku Śląskiego oraz Banku Millennium. Najważniejsze dane dotyczące obu raportów zamieszczono w tabeli 1.

**Tabela 1**

Przestawienie zawartości raportów ING Banku Śląskiego i Banku Millennium za rok 2016

Kategoria	ING Bank Śląski	Bank Millennium
1	2	3
Nazwa raportu	<i>Zintegrowany Raport Roczny ING Banku Śląskiego 2016</i>	<i>Raport finansowy i społeczny Banku Millennium za rok 2016</i>
Okres sprawozdawczy	1.01.2015 – 31.12.2016	1.01.2016 – 31.12.2016
Forma publikacji	online na stronie banku, możliwość pobrania w formacie PDF (każdy rozdział tworzy osobny plik)	online na stronie banku
Informacje finansowe	raport jest spójny z globalnym Raportem Rocznym Grupy ING, przygotowanym zgodnie z MSSF	sprawozdanie finansowe zostało przygotowane zgodnie z wymogami MSSF
Informacje niefinansowe	GRI G4 oraz odniesienie do Ram Raportowania Zintegrowanego IIRC	GRI G4 Core, brak informacji o odniesieniu do Ram Raportowania Zintegrowanego IIRC
Zbieżność z wytycznymi IIRC	tak	tak, choć informacja ta nie jest podana w raporcie
Weryfikacja zewnętrznego audytora	dane finansowe: Ernst & Young, dane niefinansowe: Deloitte Advisory sp. z o.o.	dane finansowe: PwC, dane niefinansowe: walidacja treści raportu, w tym dobór wskaźników, konsultowane były z firmą CSRinfo, proces definiowania treści raportu został poddany weryfikacji przez Global Reporting Initiative
Dostępność wcześniejszych raportów zintegrowanych	nie, bank przygotował pierwszy raport zintegrowany za lata 2015–2016 opublikowany w roku 2016	Nie, pierwszy raport powstał w 2016 r. za rok 2016
Główny zakres informacji zawartych w raporcie	1. O ING Banku Śląskim (Wprowadzenie; O Banku; Co nas wyróżnia; Nasze wyniki finansowe; Etyka, wartości i compliance – podstawy). 2. Jak tworzymy wartość (Wprowadzenie; Rynek obecnie i w przyszłości; Model tworzenia wartości; Strategia biznesowa ING Banku Śląskiego, Strategia zrównoważonego rozwoju ING Banku Śląskiego; Realizacja złożonej Strategii Społecznej Odpowiedzialności Biznesu (CSR) ING Banku Śląskiego SA w latach 2015–2016. 3. Doświadczenie klienta (Wprowadzenie; Dialog; Dostępność, szybkość i intuicyjność; Prosta komunikacja; Nasi klienci – samodzielni, świadomi w wyborach).	1. Sprawozdanie Zarządu (w tym m.in. List Prezesa Zarządu Banku; Krótka charakterystyka Grupy Banku Millennium; Najważniejsze wyniki i osiągnięcia w 2016 roku; Warunki rynkowe oraz perspektywy działalności; Sytuacja finansowa Grupy Banku Millennium; Opis działalności biznesowej; Zarządzanie ryzykiem i zasobami ludzkimi; Odpowiedzialny biznes i działalność na rzecz społeczeństwa). 2. Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe (w tym m.in. Wybrane dane finansowe; Skonsolidowany RZiS, Bilans, Sprawozdanie z całkowitych dochodów; Polityka rachunkowości; Zarządzanie ryzykiem finansowym; Wartość godziwa; Noty do sprawozdania finansowego).

1	2	3
	<p>4. Wsparcie rozwoju rynku i przedsiębiorczości (Wprowadzenie; Ułatwienia dla przedsiębiorców; Rozwój rynku poprzez dofinansowania i cyfryzację gospodarki; Odpowiedzialne finansowanie; Rozwój przedsiębiorczości i wiedzy Polaków).</p> <p>5. Bezpieczeństwo banku i klientów (Wprowadzenie; Zarządzanie kapitałem oraz polityka dywidendowa; Zarządzanie ryzykiem; Bezpieczeństwo transakcji i stabilność systemów IT; Bezpieczeństwo danych osobowych).</p> <p>6. Sposób pracy (Wprowadzenie; Kim są nasi pracownicy; Solidny pracodawca; Zaangażowanie społeczne pracowników; Kultura innowacji i kompetentni pracownicy).</p> <p>7. O raporcie (Wprowadzenie; Jak powstał raport zintegrowany; Indeks treści GRI; Słownik pojęć)</p>	<p>3. Ład korporacyjny (Oświadczenie dotyczące zasad ładu korporacyjnego stosowanych w 2016 roku; Akcjonariat i Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy; Rada Nadzorcza; Zarząd; Audyt wewnętrzny i zewnętrzny oraz polityka zapewnienia zgodności).</p> <p>4. Adekwatność kapitałowa (w tym m.in. Adekwatność kapitałowa; Cele i strategia w zakresie zarządzania ryzykiem; Wymogi kapitałowe i kapitał wewnętrzny; Ryzyko kredytowe, operacyjne, rynkowe i inne rodzaje ryzyka; Dźwignia finansowa; Metoda IRB; Polityka w zakresie wynagrodzeń).</p> <p>5. Odpowiedzialny biznes (Bank Millennium; Interesariusze Banku; Bezpieczeństwo powierzonych środków; Klienci; Inwestorzy; Partnerzy biznesowi; Pracownicy; Społeczeństwo; Środowisko naturalne; O raporcie; Indeks treści GRI G4)</p>

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów banków ING Banku Śląskiego i Banku Millennium (*Zintegrowany...; Raport...*).

Badany raport ING Banku Śląskiego zawiera informacje za lata 2015–2016, natomiast raport banku Millennium obejmuje okres tylko 2016 roku. Obydwie publikacje są bardzo złożone, podzielone na wiele rozdziałów i podrozdziałów (szczegóły w tab. 1). Na dzień opracowywania niniejszego artykułu nie są jedynie w wersji interaktywnej na portalach internetowych banków. Oba banki publikowały tego typu raporty po raz pierwszy. Informacje zawarte w obu publikacjach zawierają dane finansowe (zgodne z MSSF) i niefinansowe. Tylko ING Bank Śląski przy opracowywaniu swojego raportu odnosił się także do ram raportowania zintegrowanego zaproponowanych przez IIRC. Dodatkowym atutem obu raportów jest ich późniejsza weryfikacja przez zewnętrznych audytorów, zarówno w części finansowej, jak i niefinansowej.

Raport ING Banku Śląskiego został podzielony przez autorów na 7 głównych części, rozpoczynając się ogólnymi informacjami w sekcji „O ING Banku Śląskim” (opis działalności banku oraz dane finansowe), następnie przechodząc do opisu sposobu tworzenia wartości i rozwoju banku, doświadczeń klienta, wsparcia rozwoju rynku i przedsiębiorczości, kończąc na informacjach na temat bezpieczeństwa banku i jego klientów oraz przedstawieniu ogólnych informacji o pracownikach banku (szczegóły w tab. 1).

Raport Banku Millennium składa się z pięciu głównych rozdziałów i rozpoczyna się sekcją „Sprawozdanie Zarządu”, w której dopiero przedstawiono krótką charakterystykę Grupy Banku Millennium, z uwzględnieniem jej sytuacji finansowej w roku 2016. Następnie raport przechodzi do części finansowej, omówionej bardzo szczegółowo. Kolejne dwa rozdziały dotyczą ładu korporacyjnego oraz adekwatności kapitałowej. Raport kończy rozdział dotyczący odpowiedzialnego biznesu (szczegóły w tab. 1).



W celu omówienia zgodności omawianych raportów z wytycznymi IIRC należy sprawdzić, czy wymagane elementy składowe znajdują odzwierciedlenie w treści owych publikacji<sup>3</sup>. W tabelach 2 i 3 zawarto skrótowe opisy kolejnych elementów raportu zintegrowanego odpowiednio dla ING Banku Śląskiego i Banku Millennium.

**Tabela 2**

Zawartość informacyjna *Zintegrowanego Raportu Roczno ING Banku Śląskiego 2016* w odniesieniu do wytycznych IIRC

Element raportu zintegrowanego wg wytycznych IIRC	<i>Zintegrowany Raport Roczno ING Banku Śląskiego 2016</i>
1	2
Profil organizacji i środowiska zewnętrznego	Rozdział: „O ING Banku Śląskim” w podrozdziale „O Banku” i w rozdziale „Jak tworzymy wartość” w podrozdziale „Rynek obecnie i w przyszłości”. Omówiono podstawowe informacje nt. ING Banku Śląskiego (profil działalności; struktura akcjonariatu; oferowane usługi; zewnętrzne przedsięwzięcia, w których bank bierze udział; sposoby komunikacji z otoczeniem – klientami, dostawcami, pracownikami itd.; zasady etyczne; opis rynku, na którym działa bank; model tworzenia wartości i strategia biznesowa itp.)
Ład korporacyjny	Rozdział: „O ING Banku Śląskim” w podrozdziale „Etyka, wartości i compliance – podstawy”. Ujawnienia w raporcie dotyczą m.in. kultury organizacyjnej, przeciwdziałaniu korupcji i konfliktom interesów, ładu korporacyjnego i nadzoru, w tym informacje nt. Rady Nadzorczej i Zarządu. W raporcie znajduje się informacja, że więcej informacji na temat ładu korporacyjnego znajduje się na stronie internetowej banku bądź w sprawozdaniu Zarządu z działalności w 2016 roku (s. 97–108)
Model biznesowy	Rozdział: „Jak tworzymy wartość” w podrozdziałach „Model tworzenia wartości” i „Strategia biznesowa ING Banku Śląskiego” oraz w rozdziale „O ING Banku Śląskim” w podrozdziałach „O Banku”, „Co nas wyróżnia” i „Nasze wyniki finansowe”. Model biznesu ujawniono poprzez opis jego kluczowych elementów zgodnie z IIRC, w tym przedstawiono: <ul style="list-style-type: none"> <li>– nakłady (kapitały ludzki, finansowy, społeczny, intelektualny, produkty i usługi, środowiskowy – w raporcie przedstawiono szczegółowy opis poszczególnych kapitałów, np. zaangażowanie kapitału ludzkiego i intelektualnego przejawia się w opisie sposobu pracy w banku i podanych wskaźnikach np. wskaźnik trwałego zaangażowania pracowników wyniósł 85 proc. w 2016 r. a wskaźnik średniego stażu pracy to 11,4 lat, w tym kadry managerskiej 15,4 lat w 2016 r.),</li> <li>– działania biznesowe (opis sposobu pracy, rozwijania i wprowadzania innowacji w produktach i usługach oraz wsparcie dla pracowników, a dodatkowo sposoby mierzenia efektywności poszczególnych działań np. poprzez badanie poziomu zaangażowania pracowników, informacja o 119 pomysłach zgłoszonych w Innovation Bootcamp przez ING Bank Śląski (na 786 zgłoszonych przez wszystkie jednostki Grupy ING) itp.; wskazanie trendów i wyzwań rynkowych np. konieczność elastycznej reakcji na zmiany i rosnącą konkurencję),</li> </ul>

<sup>3</sup> Podobne badania wcześniej zostały wykonane przez m.in. Bek-Gaik B. i Rymkiewicz B. i opublikowane w roku 2015 w artykule *Sprawozdawczość zintegrowana w praktyce polskich spółek giełdowych*. Analiza dotyczyła praktyki w zakresie sporządzania i publikowania raportów zintegrowanych przez spółki publiczne notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie za lata 2013 i 2014.

	<ul style="list-style-type: none"> <li>– efekty wyjściowe (opis strategii biznesowej, opis głównych produktów i usług oraz kierunku ich rozwoju, np. przedstawienie oferty banku w podziale na bankowość detaliczną (m.in. konta osobiste, pożyczki i kredyty, karty kredytowe) i korporacyjną (m.in. Corporate Finance, obsługa handlu, zarządzanie środkami finansowymi),</li> <li>– rezultaty (wzrost jakości kapitału ludzkiego (np. poprzez pensje, szkolenia, m.in. Innovation Bootcamp lub Think Forward Simulations); wzrost kapitału intelektualnego organizacji (np. poprzez inwestycje w rozwiązania technologiczne, innowacje np. wdrożenie Moje ING, nowej wersji mobilnej i wersji dla przedsiębiorców); wzrost kapitału produkcyjnego w postaci oferowanych produktów, usług i jakości ich dostarczania; wzrost kapitału finansowego (np. poprzez generowany zysk netto czy przyrost kapitału własnego); wzrost kapitału społecznego i relacyjnego (marka, jakość relacji z klientami, pracownikami, przedstawicielami rynku)</li> </ul>
Szanse i zagrożenia	<p>Rozdział: „Bezpieczeństwo banku i klientów” w podrozdziale „Zarządzanie ryzykiem”, ale także w innych częściach raportu.</p> <p>Przedstawiono skrócone zasady dotyczące zarządzania najważniejszymi rodzajami ryzyka bankowego, w tym ryzyko kredytowe, rynkowe, płynności, operacyjne, biznesowe i modeli. Przykładowo, bank ujawnia, że stosuje następujące miary ryzyka płynności: wskaźniki płynności według NBP i EBA, miary płynności w ciągu dnia, koncentracje finansowania według klienta i segmentu klienta, luka płynności strukturalnej, luka Cash &amp; Collateral, luka płynności w scenariuszu skrajnym</p>
Strategia i alokacja zasobów	<p>Rozdział: „Jak tworzymy wartość” w podrozdziałach „Strategia biznesowa ING Banku Śląskiego” i „Strategia zrównoważonego rozwoju ING Banku Śląskiego”.</p> <p>Przedstawiono strategię biznesową w tym opis celu, stawianych sobie zobowiązań i priorytetów strategicznych, a także opis kierunków działań.</p> <p>Przykładowe ujawnienie: wymieniono i omówiono priorytety strategiczne:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– chcemy być głównym bankiem dla naszych klientów,</li> <li>– rozwijamy nasze kompetencje, by lepiej rozumieć klientów,</li> <li>– wdrażamy innowacje, aby zaspokajać potrzeby klientów,</li> <li>– myślimy niestandardowo i oferujemy nowe usługi wykraczające poza tradycyjną bankowość</li> </ul>
Osiągnięcia firmy	<p>Rozdział: „O ING Banku Śląskim” w podrozdziale „Co nas wyróżnia”.</p> <p>Wymieniono główne osiągnięcia banku w roku 2016 (np. Wdrożenie <i>Mojego ING</i>, nowej wersji mobilnej, wersji dla przedsiębiorców), omówiono ratingi kredytowe banku</p>
Podsumowanie wyników – perspektywy rozwoju	<p>Rozdział: „Jak tworzymy wartość” w podrozdziałach „Rynek obecnie i w przyszłości” oraz „Strategia biznesowa ING Banku Śląskiego”.</p> <p>Przedstawiono opis sytuacji w sektorze bankowym w Polsce i stojących przed nim wyzwań, a także wskazano i omówiono wyniki banku w kontekście stanu obecnego i przyszłego rozwoju</p>

Źródło: opracowanie własne.

Przeprowadzona analiza wykazała, że *Zintegrowany Raport Roczny ING Banku Śląskiego 2016* i *Raport finansowy i społeczny Banku Millennium za rok 2016* zawierają wszystkie elementy wymagane przez IIRC do stworzenia raportu zintegrowanego. Choć oba raporty nie są tylko w wersji interaktywnej na stronach banków, to należy podkreślić, że raport ING Banku Śląskiego w sposób zdecydowanie przystępniejszy przedstawia poszczególne elementy raportu zintegrowanego. Raport banku ING jest czytelniejszy, łatwiejszy w obsłudze, informacje rozmieszczone są w sposób logiczny i intuicyjny. Z kolei raport Banku Millennium skupia się bardziej na prezentacji danych finansowych, a informacje niefinansowe są rozmieszczone w różnych rozdziałach i podrozdziałach raportu, co utrudnia ich odnalezienie, a co za tym idzie, zrozumienie i powiązanie ich w model biznesu.

**Tabela 3**

Zawartość informacyjna *Raportu finansowego i społecznego Banku Millennium za rok 2016* w odniesieniu do wytycznych IIRC

Element raportu zintegrowanego wg wytycznych IIRC	<i>Raport finansowy i społeczny Banku Millennium za rok 2016</i>
1	2
Profil organizacji i środowiska zewnętrznego	Rozdział: „Sprawozdanie Zarządu” i „Odpowiedzialny Biznes”. Omówiono podstawowe informacje nt. Grupy Banku Millennium i samego banku Millennium (profil działalności; struktura akcjonariatu; oferowane usługi; główne składowe bilansu; warunki rynkowe oraz perspektywa działalności; realizacja strategii oraz perspektywy rozwoju biznesu itp.)
Ład korporacyjny	Rozdział: „Ład korporacyjny”. Informacje w raporcie to m.in. oświadczenie dotyczące zasad ładu korporacyjnego stosowanych w 2016 roku; szczegółowy opis akcjonariatu, Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy, Rady Nadzorczej i Zarządu, a także stosowanych metod audytu wewnętrznego i zewnętrznego oraz polityki zapewnienia zgodności
Model biznesowy	Rozdział: w całym raporcie zawarto informacje dotyczące modelu biznesu; różne elementy znajdują swoje odzwierciedlenie w różnych częściach publikacji. Model biznesu ujawniono poprzez opis jego kluczowych elementów zgodnie z IIRC, w tym przedstawiono: <ul style="list-style-type: none"> <li>– nakłady (np. informacje nt. zaangażowania interesariuszy (np. bank podaje formy komunikacji i prowadzenia dialogu z najważniejszymi grupami interesariuszy), pozyskiwania nowych inwestorów i klientów, itd. – rozdział „Odpowiedzialny Biznes”),</li> <li>– działania biznesowe (np. komunikacja z inwestorami, dialog z interesariuszami, opis rozwijania i wprowadzania innowacji w produktach i usługach (np. logowanie do aplikacji odciskiem palca dla systemu Android 6.0 3D Secure) oraz wsparcie dla pracowników (np. nowo otwarte biuro w Gdańsku, gdzie – jak podaje bank – „projekt otoczenia sprzyja zarówno skupieniu na pracy, jak i umożliwia swobodne dyskusje w osobnych salkach, czy specjalnej strefie relaksu”) itp. – rozdział „Odpowiedzialny Biznes”),</li> <li>– efekty wyjściowe (opis działalności biznesowej, opis głównych produktów i usług oraz kierunku ich rozwoju – rozdział „Sprawozdanie Zarządu”),</li> <li>– rezultaty (opis efektów współpracy z interesariuszami, inwestorami, klientami i pracownikami, a także wpływu banku na środowisko naturalne i społeczeństwo (np. wprowadzenie proekologicznych produktów takich jak Karta WWF, Zielone Fundusze Inwestycyjne, Polseff, Leasing Eko Energia i Kredyt na Innowacje Technologiczne)</li> </ul>
Szanse i zagrożenia	Rozdział: „Sprawozdanie Zarządu”, „Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe”, „Adekwatność kapitałowa”. Przedstawiono skrócone zasady dotyczące zarządzania najważniejszymi rodzajami ryzyka bankowego, w tym ryzyko kredytowe, rynkowe, płynności, operacyjne
Strategia i alokacja zasobów	Rozdział: w różnych częściach raportu Przedstawiono strategię biznesową w tym opis działań związanych z alokacją kapitałów i kierunków rozwoju – rozdział „Sprawozdanie Zarządu”. Przykładowe ujawnienie: opis wprowadzania nowych technologii do usług bankowych (transformacja cyfrowa)
Osiągnięcia firmy	Rozdział: „Sprawozdanie Zarządu” w podrozdziale „Najważniejsze wyniki i osiągnięcia w 2016 roku”. Podsumowano wyniki banku (np. rekordowa wartość zysku netto i efektywność kosztowa), wymieniono główne osiągnięcia banku w roku 2016 (np. wyróżnienie w 15 edycji rankingu „Przyjazny Bank Newsweeka 2016”), omówiono ewolucję ceny i rating banku

1	2
Podsumowanie wyników – perspektywy rozwoju	Rozdział: „Sprawozdanie Zarządu” w podrozdziale „Warunki rynkowe oraz perspektywy działalności”. Przedstawiono opis sytuacji makroekonomicznej i sektora bankowego w Polsce, a także wskazano i omówiono wyniki banku w kontekście realizacji strategii oraz perspektywy rozwoju biznesu

Źródło: opracowanie własne.

Obydwa banki prezentują w swoich raportach informacje dotyczące profilu swojej działalności, ogólnych zasad, regulacji, wewnętrznych polityk i ładu korporacyjnego, a także sytuacji makroekonomicznej i otoczenia konkurencyjnego, wskazując przy tym na swoje mocne strony i określając swoją przewagę nad pozostałymi podmiotami z branży. Banki omawiają także szanse i zagrożenia dla rozwoju prowadzonej działalności, opisują strategię biznesową, plany na przyszłość, identyfikują ryzyko i sposoby minimalizowania jego wystąpienia. Każdy z banków omawia również podstawy prezentacji, tj. wytyczne, według których sporządzany jest raport oraz prezentowane są informacje.

Badanie wykazało także, że kluczowe ujawnienie ujmowane w raporcie zintegrowanym, czyli model biznesu, zostało zaprezentowane w sposób bardziej bezpośredni, łatwiejszy w zrozumieniu i analizie, przez ING Bank Śląski. Informacje przekazane przez Millennium bank są rozproszone po całym raporcie i zaciemniają odbiór. Można jednak, analizując oba raporty, dostrzec poszczególne jego elementy, które są zgodne z ramami proponowanymi przez IIRC, czyli nakłady, działania biznesowe, efekty wyjściowe i rezultaty. Podsumowanie wyników i perspektywy rozwoju również znalazły się w obu raportach.

W obu przypadkach informacje niefinansowe zazwyczaj poparte są danymi finansowymi w postaci wskaźników i mierników, co zwiększa wiarygodność prezentowanych wiadomości (szczegóły w tab. 2 i 3).

Z przeprowadzonego badania wynika zatem, że po porównaniu wymagań stawianych przez IIRC odnośnie do struktury zintegrowanego raportu z ujawnieniami informacji w analizowanych raportach zintegrowanych ING Banku Śląskiego i banku Millennium należy stwierdzić, że pokrywają się one ze strukturą treści zaproponowaną w ramach IIRC.

## Uwagi końcowe

Idea raportowania informacji niefinansowych obok standardowych danych finansowych zrodziła się z wewnętrznych potrzeb organizacji. Na bazie analiz i wieloletnich obserwacji powstały regulacje, które miały na celu usystematyzowanie i doprecyzowanie, jakie informacje niefinansowe powinny być raportowane przez spółki. Powstały spójne ramy raportowania zintegrowanego opracowane przez IIRC zawarte w *The International <IR> Framework*, opublikowanym w 2013 roku.

Jak wykazano w niniejszym artykule, tylko dwa z siedmiu banków opublikowało raporty zintegrowane i zastosowały się tym samym do wytycznych IIRC. Pozostałe spółki

przeciągają moment opublikowania dodatkowych danych – można przypuszczać, że z obawy przed zbytnim obnażeniem swojej strategii i utraty tajemnicy handlowej. Bank Millennium i ING Bank Śląski, pomimo że podjęły się publikacji dodatkowych treści, to jednak prezentowane dane (choć da się odnaleźć wszystkie niezbędne i wymagane przez Międzynarodową Zintegrowaną Radę Sprawozdawczą elementy) nie są podane wprost, co może sugerować, że opracowane wytyczne nie są przez nie akceptowane i spółki czują się z nimi niekomfortowo. Mała grupa badawcza w przeprowadzonej analizie utrudnia jednakże postawienie ogólnych wniosków – należy podjąć kolejną próbę w kolejnych latach, by zobaczyć czytelniejsze rezultaty.

## Literatura

- Bek-Gaik, B. (2012). *Koncepcja biznesowa sprawozdania finansowego w świetle regulacji IASB/FASB w: Zarządzanie przedsiębiorstwem – teoria i praktyka* (s. 1–10). XIV międzynarodowa konferencja naukowa 22–23 listopada 2012, materiały konferencyjne. Kraków: Akademia Górniczo-Hutnicza im. Stanisława Staszica w Krakowie.
- Bek-Gaik, B. (2015). Sprawozdawczość zintegrowana – wybrane problemy. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 77, 479–491.
- Bek-Gaik, B. (2017). Sprawozdawczość zintegrowana – przegląd badań. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 92 (148), 9–28.
- Bek-Gaik, B., Rymkiewicz, B. (2015). Sprawozdawczość zintegrowana w praktyce polskich spółek giełdowych. W: *Sprawozdawczość i rewizja finansowa: uwarunkowania ekonomiczne, społeczne i regulacyjne*, red. B. Michcherda (s. 60–83). Kraków: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego.
- Bowman, E.H. *Content Analysis of Annual Reports for Corporate Strategy and Risk*. INFORMS. Pobrano z: <http://www.jstor.org/stable/25060520> (4.04.2018).
- Chersan, I.C. (2015). Study on Practices and Tendencies in Integrated Reporting. *Audit Financiar*, 13 (129), 91–101.
- Dragu, I., Tudor-Tiron, A. (2013). New Corporate Reporting Trends, Analysis on the Evolution of Integrated Reporting. *Annals of University of Oradea. Economic Science Series*, 1 (22).
- Dyczkowska, J. (2015). Raportowanie zintegrowane – obecne i przyszłe kierunki badań oraz oczekiwane korzyści w: *Sprawozdawczość i rewizja finansowa: uwarunkowania ekonomiczne, społeczne i regulacyjne*, red. B. Michcherda (s. 94–103). Kraków: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego.
- Jinga, G., Dumitru, M. (2015). The management accounting tools and the integrated reporting. *SEA Practical Application of Science*, III, 1 (7), 45–48.
- Eccles, R.G., Krzus, M. (2014). *The Integrated Reporting Movement: Meaning, Momentum, Motives, and Materiality*. Wiley.
- Eccles, R.G., Saltzman, D. (2011). Achieving Sustainability through Integrated Reporting. *Stanford Social Innovation Review*, 3 (9).
- Eccles, R.G., Serafeim, G. (2014). *Corporate and Integrated Reporting: A Functional Perspective 2014*. Pobrano z: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2388716](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2388716) (11.04.2018).
- Eccles, R.G., Krzus, M., Ribot, S. (2015). Model of Best Practice in Integrated Reporting 2015. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2 (27).
- Farrar, J. (2011). *Integrated Reporting: Can It Solve the Sustainability Information Gap?* September. Pobrano z: <http://www.zdnet.com/article/integrated-reporting-can-it-solve-the-sustainability-information-gap/> (11.04.2018).
- Frias-Aceituno, J., Rodríguez-Ariza, L., García-Sánchez, I.M. (2013). The cultural system and integrated reporting. *International Business Review*, 5 (22), 828–838.
- Global Reporting Initiative. Pobrano z: <https://www.globalreporting.org>.
- Hąbek, P., Wolniak, R. (2013). Ewolucja w raportowaniu danych pozafinansowych przedsiębiorstw. W: *Nowoczesność przemysłu i usług w warunkach kryzysu i nowych wyzwań*, red. J. Brzóska, J. Pyka (s. 290–299). Katowice: TNOiK.
- Hąbek, P., Wolniak, R. (2014). Sprawozdawczość w zakresie społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw w Polsce – ocena stanu obecnego. *Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej*, 73, 225–238.

- IIRC (2013). *The International <IR> Framework*. December. Pobrano z: <https://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/12/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-2-1.pdf> (19.12.2017).
- Matuszak, Ł. (2014). Dylematy implementacji Międzynarodowych Ram Zintegrowanej Sprawozdawczości. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego*, 344, 352–364.
- Michalczyk, G., Mikulska, T. (2014). Sprawozdanie zintegrowane jako produkt finalny rachunkowości społecznej. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 69, 197–207.
- Pinho, C., Madaleno, M., Santos, H. (2013). The Usefulness of Financial Analysts' Reports: A Content Analysis. *International Journal of Management*, June. Pobrano z: <https://www.questia.com/library/journal/1P3-2994838291/the-usefulness-of-financial-analysts-reports-a-content> (4.04.2018).
- Radley Yeldar (2012). *The Value of Extra-financial Disclosure. What Investors and Analysts Said, Accounting for Sustainability*. Global Reporting Initiative, Radley Yeldar. Pobrano z: <https://www.globalreporting.org/resource/library/The-value-of-extra-financial-disclosure.pdf> (11.04.2018).
- Raport finansowy i społeczny Banku Millennium za rok 2016. Pobrano z: <http://raportroczny.bankmillennium.pl/2016/pl/> (6.01.2018).
- Samelak, J. (2013). *Zintegrowane sprawozdanie przedsiębiorstwa społecznie zintegrowanego*. Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.
- Sierra-Garcia, L., Zorio-Grima, A., Garcia-Benau, M.A. (2013). Stakeholder Engagement, Corporate Social Responsibility and Integrated Reporting: An Exploratory Study. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 22, 286–304.
- Steenkamp, N., Northcott, D. (2009). Content Analysis in Accounting Research: the Practical Challenges. *Australian Accounting Review*, December. Pobrano z: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1835-2561.2007.tb00332.x> (4.04.2018).
- The International Integrated Reporting Council. Pobrano z: <https://integratedreporting.org>.
- Walińska, E., Bek-Gaik, B., Gad, J. (2016). *Sprawozdawczość finansowa i niefinansowa przedsiębiorstwa – w kierunku integracji*. Łódź: Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.
- Walińska, E., Bek-Gaik, B., Gad, J., Rymkiewicz, B. (2015). *Sprawozdawczość przedsiębiorstwa jako narzędzie komunikacji z otoczeniem. Wymiar finansowy i niefinansowy*. Łódź: Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.
- Zintegrowany Raport Roczny ING Banku Śląskiego 2016. Pobrano z: <https://www.raportroczny.ingbank.pl> (6.01.2018).

## INTEGRATED REPORTING IN THE PRACTICE OF POLISH BANKS INCLUDED IN THE WIG30 INDEX

**Abstract:** *Objective* – The article discusses the issue of reporting of seven Polish banks from the WIG30 index (Alior Bank, BZWBK, ING Bank Śląski, mBank, Millennium bank, Bank Pekao SA and PKO Bank Polski) in the scope of integrated reporting and its convergence with IIRC requirements. The purpose of the article is to check whether WIG30 banks in practice adhere to these guidelines and what is somehow presented by them.

*Research methodology* – In the article, content analysis was used as a research method. The research was conducted in three stages: analysis of types of publications prepared by banks, analysis of the information content of integrated reports (key editorial and review elements) and comparative analysis of identified reports integrated with the IIRC guidelines.

*Result* – As a result of the analysis, it was found that the integrated reports were published only by 2 out of 7 analyzed banks: ING Bank Śląski and Bank Millennium. In turn, when comparing the structure of the identified reports integrated with the IIRC requirements, it should be stated that the information content of both reports is consistent with these guidelines. However, it is difficult to assess the quality and reliability of non-financial information presented in them, as well as the construction of both reports is not homogeneous and makes finding the data sought difficult.

*Value* – Integrated reporting in Poland is a relatively new phenomenon (in practice only since 2013). Due to the small research sample, it is difficult to draw general conclusions on the practical usefulness of the published integrated reports. Nevertheless, due to the upcoming obligation to publish integrated reports by companies, the development of this issue should be monitored.

**Keywords:** reporting integration, IIRC, WIG30 banks, content analysis

## Cytowanie

Smuła, A. (2018). Raporty zintegrowane w praktyce polskich banków wchodzących w skład indeksu WIG30. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 419–430. DOI: 10.18276/irfu.2018.92-36.

---

**FINANSE PUBLICZNE  
I GOSPODARKA**

---





## Nowy obowiązek sprawozdawczy samorządów w zakresie podatków lokalnych (cz. 1)\*

Aurelia Bajerska, Mateusz Czerwiński\*

**Streszczenie:** *Cel* – Za cel badania przyjęto ocenę zasadności rozwiązań wprowadzonych na mocy ustawy z dnia 27 października 2017 r. o zmianie ustawy o podatkach i opłatach lokalnych.

*Metoda badania* – W badaniu wykorzystano przede wszystkim studium literatury oraz analizę aktów normatywnych. Inspiracją do podjęcia tematu był zyskujący na znaczeniu nurt ekonomicznej analizy prawa.

*Wynik* – Podatki i opłaty lokalne, mimo że posiadają marginalny udział w PKB Polski, stanowią istotne źródło dochodów własnych jednostek samorządu terytorialnego. Ustawodawca, postulując konieczność rozszerzenia obowiązku sprawozdawczego samorządów, zaprezentował uzasadnienie, które jest niespójne i niekompletne. Oczywiście braki i przemilczenia skutków prawnych nowelizowanej ustawy nie zostały zauważone i uzupełnione (poprawione) w całym procesie legislacyjnym. Tworzenie przez ustawodawcę takich rozwiązań wpisuje się w negatywny trend „inflacji prawa”, a w ocenie autorów jest kolejną próbą zwiększenia monitoringu działań samorządów przez instytucje szczebla państwowego, co pozostaje w sprzeczności z autonomizacją władztwa podatkowego w zdecentralizowanym ustroju politycznym Polski.

*Wartość* – Prezentowane opracowanie jest efektem kolejnej współpracy podjętej w ramach projektu Małe Inicjatywy Badawcze.

**Słowa kluczowe:** ekonomiczna analiza prawa, podatki samorządowe, władztwo podatkowe

*Zdarza się, że społeczeństwo jest w stanie obyć się bez zaufania –  
polegając, powiedzmy, na prawnych środkach egzekwowania umów,  
ale nie jest to alternatywa najlepsza*  
(Stiglitz, 2010, s. 333)

### Wprowadzenie

Obowiązujący w Polsce system ustrojowy charakteryzuje się decentralizacją władzy publicznej. Oznacza to trwałe i chronione prawem przekazanie istotnych zadań, kompetencji i środków organom funkcjonującym na różnych szczeblach podziału terytorialnego kraju (Winczorek, 2008, s. 47). Ukonstytuowanie samorządu terytorialnego nie jest

---

\* Artykuł powstał w ramach projektu Małe Inicjatywy Badawcze, którego celem jest zachęcanie studentów do aktywności naukowej we współpracy z pracownikami akademickimi.

\*\* Aurelia Bajerska – studentka trzeciego roku kierunku ekonomiczno-prawnego na Uniwersytecie Szczecińskim, e-mail: aurelia.bajerska@o2.pl; mgr Mateusz Czerwiński, Uniwersytet Szczeciński, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Katedra Inwestycji i Wyceny Przedsiębiorstw, ul. Mickiewicza 64, p. 338, 71-101 Szczecin, e-mail: mateusz.czerwinski@usz.edu.pl.

jednorazowym przedsięwzięciem organizacyjnym, lecz mocno akcentowaną cechą kultury politycznej państwa polskiego, zbudowanej na właściwych rozwiązaniach ustawowych oraz poszanowaniu wspólnoty samorządowej (Wyrok TK). Konsekwencją polaryzacji przywilejów i zadań publicznych było przyznanie samorządowi terytorialnemu autonomii finansowej, której przejawem są między innymi dochody z podatków i opłat lokalnych. System danin publicznych, przynależnych wyłącznie jednostkom samorządu terytorialnego (dalej: JST), ustanowiono w 1990 roku (Ustawa, 1990), i mimo że podlegał ciągłej krytyce (Sachs, Nielepkowicz, 2014), to nigdy nie zdecydowano się na jego radykalną zmianę (Miszczuk, 2016, s. 96).

Ustawa z dnia 27 października 2017 roku o zmianie ustawy o podatkach i opłatach lokalnych (dalej: nowelizacja u.p.o.l.) jest kontynuacją działań ustawodawcy zmierzających do pozornej racjonalizacji systemu podatków samorządowych. Podstawowym skutkiem rozwiązań zaproponowanych przez ustawodawcę jest wprowadzenie obowiązku przekazywania przez organy podatkowe wybranych informacji o podatku od nieruchomości, rolnym oraz podatku leśnym. W ocenie Ministerstwa Finansów (dalej: MF) pozyskane w ten sposób informacje zwiększą możliwości analizy i oceny polityki podatkowej gmin pod kątem wykorzystania potencjału dochodowego samorządów.

Wykorzystując dorobek krajowej literatury z zakresu finansów publicznych oraz prawa podatkowego, a także odwołując się do nurtu ekonomicznej analizy prawa przyjęto, że celem opracowania jest ocena zasadności sporządzania przez JST corocznego sprawozdania z wybranych informacji wprowadzonego nowelizacją u.p.o.l.

## 1. Uregulowania podatków lokalnych w Polsce

W przepisach prawa pozytywnego nie znajduje się legalna definicja „podatki i opłaty lokalne”, jednakże termin ten występuje w aktach prawnych różnej rangi. Najważniejszym z nich jest Konstytucja RP, w której określono zasady samodzielności finansowej JST i prawo gmin do ustalania wysokości podatków i opłat lokalnych. Z punktu widzenia podjętego w opracowaniu (bardzo wąskiego<sup>1</sup>) zagadnienia, na szczególną uwagę zasługuje przede wszystkim ustawa o podatkach i opłatach lokalnych, systematyzująca najważniejsze kwestie podatkowe. Zgodnie z art. 1 (Ustawa, 1991), do podatków lokalnych należą: podatek od nieruchomości, podatek od środków transportowych oraz opłaty lokalne (opłata miejscowa, targowa, uzdrowskowa, miejscowa, reklamowa oraz opłata od posiadania psów). Warto jednak zaznaczyć, że nie są to jedyne podatki lokalne występujące w Polsce. Zalicza się do nich także podatek rolny oraz podatek leśny, uregulowane w odrębnych ustawach. Cechą

---

<sup>1</sup> Artykuł został zaprezentowany 16 marca 2018 r. podczas XIX Międzynarodowej Konferencji Naukowej „Zarządzanie Finansami”. Pan Stanisław Lipiński, Skarbnik Miasta Szczecin, zwrócił uwagę na „bardzo wąskie znaczenie” tematu, ale jednocześnie podkreślił konieczność prowadzenia analiz w tym obszarze przez środowisko akademickie. Inicjatywy takie stanowią przejaw zaangażowania i zainteresowania naukowców realnymi problemami powstającymi w wyniku określonych działań legislacyjnych.

wspólną wyżej wymienionych podatków jest fakt, że w całości zasilają one budżet gmin (Pahl, 2017a, s. 22). W obecnym stanie prawnym tylko gmina posiada kategorię dochodów publicznych, a także zdolność do regulowania wysokości tych podatków oraz stosowania ewentualnych zwolnień<sup>2</sup>.

Samorządy mają obowiązek sporządzania sprawozdań budżetowych z wybranych informacji dotyczących podatku od nieruchomości, podatku rolnego oraz podatku leśnego. Dotychczas JST raportowały jedynie podstawowe dane na temat podatków samorządowych, takie jak: wpływy podatkowe, dochody utracone poprzez zastosowanie obniżonych stawek podatków oraz zwolnienia podatkowe, uzyskiwane na mocy uchwał rad gmin. Sprawozdanie takie miało zawierać również informację na temat skutków decyzji wydanych przez organy podatkowe na podstawie ordynacji podatkowej (OP, 1997). Efektem tych działań jest *Sprawozdanie roczne z realizacji budżetów jednostek samorządu terytorialnego*, publikowane przez MF.

Dodatkowym narzędziem wykorzystywanym przez MF do monitoringu samorządowej polityki podatkowej oraz formułowania propozycji zmian w tym systemie były dobrowolne, okresowe badania ankietowe gmin. Nowelizacja u.p.o.l. zniosła ich dobrowolność, zastępując obowiązkiem przekazywania przez organy podatkowe istotnych informacji z zakresu polityki podatkowej. Zgodnie z nowymi przepisami sprawozdanie powinno uwzględniać zagregowaną wartość podstaw opodatkowania oraz zwolnionych z podatków na mocy uchwał rad gmin. Omawiane sprawozdanie ma także zawierać informacje dotyczące wysokości stawek podatkowych, tj. stawki podatku od nieruchomości, średniej ceny skupu żyta i średniej ceny sprzedaży drewna, w zależności od tego, na potrzeby jakiego podatku ma być uiszczana opłata.

## 2. Ocena założeń leżących u podstaw nowelizacji u.o.p.l.

Podejmując próbę oceny *ex ante* zaproponowanych przez ustawodawcę rozwiązań, postanowiono odwołać się do koncepcji ekonomicznej analizy prawa (*Law & Economics*). Pomaskow (2015, s. 213), bazując na pracach Posnera (1987) i Stankiewicza (2007) zauważa, że ekonomiczną analizę prawa wciąż należy postrzegać jedynie jako ruch naukowy albo nurt stanowiący pewną wiązkę poglądów wzbogaconych o tezy oraz liczne twierdzenia o charakterze podrzędnym. Niemniej koncepcja ta budzi coraz większe zainteresowanie również wśród polskich badaczy, ponieważ ma szansę odegrać szczególną rolę w tworzeniu i stosowaniu prawa w kraju, gdzie jego niedoskonałość uznaje się za jedno z większych zagrożeń

---

<sup>2</sup> Niektóre zwolnienia zostały uregulowane na poziomie ustawowym i dotyczą m.in. gruntów położonych na obszarach objętych ochroną ścisłą, czynną lub krajobrazową oraz budynków i budowli trwale związanych z gruntem znajdującym się w parku narodowym lub rezerwacie przyrody; gruntów, budynków i budowli wchodzących w skład infrastruktury kolejowej w rozumieniu przepisów o transporcie kolejowym. Wiele interesujących rozważań na temat rekompensat należnych samorządom z tytułu zwolnień oraz trybu zmian prawa podatkowego na mocy przepisów regulujących inne dziedziny życia społecznego prowadzi Miemiec i Pest (2017) oraz Pahl (2017b).

(Beldowski, Metelska-Szaniawska, 2007, s. 65). Przykładem zaawansowanego stosowania ekonomicznej analizy prawa są prace zespołu Centrum Analiz Ekonomicznych (Gomulka, Neneman, Myck, 2017; Myck, 2016), tymczasem na potrzeby prezentowanego opracowania zdecydowano o ograniczeniu badania do kwestii analizy racjonalności założeń postulowanych przez ustawodawcę.

Punktem wyjścia do nowelizacji u.p.o.l. był rządowy projekt ustawy przekazany Marszałkowi Sejmu w dniu 4 października 2017 roku wraz z uzasadnieniem, oceną skutków regulacji prawnych, raportem z konsultacji społecznych oraz projektem stosownego aktu wykonawczego. Z przedstawionych dokumentów wynika, że podstawowym argumentem przemawiającym za wprowadzeniem nowej (obowiązkowej) formy sprawozdawczości budżetowej będzie jej mniejsza pracochłonność oraz znacznie większa efektywność niż istniejącego dotychczas badania ankietowego. W dalszej części uzasadnienia zaakcentowano fakt, że „projektowane uzupełnienie sprawozdawczości jest ważne z punktu widzenia prowadzenia racjonalnej polityki podatkowej (...) na szczeblu rządowym, jak i samorządu terytorialnego”. Czytając materiały dodatkowe, stanowiące załączniki do projektu nowelizacji u.o.p.l., można odnieść wrażenie logicznej spójności i trafności zmian postulowanych przez stronę rządową. Z drugiej strony, analizując całą dokumentację w sposób właściwy dla metodologii nauk ekonomicznych, można dostrzec pewne nieścisłości i uogólnienia.

Argumentacja o mniejszej pracochłonności (interpretowanej jako kosztochłonność) oraz większej efektywności (czyli dochodowości) nowych rozwiązań nie znalazło potwierdzenia w planowanych wymiernych efektach. Przeznaczone do tego celu część 6 (wpływ na sektor finansów publicznych w mln zł) oraz część 7 (wpływ na konkurencyjność gospodarki i przedsiębiorczość) oceny skutków regulacji prawnych pozostawiono niewypełnione. W ten sposób strona rządowa zasugerowała (a ustawodawca podtrzymał), że proponowane rozwiązania nie cechuje się uzasadnieniem ekonomicznym reprezentowanym przez aspekt finansowy – nie można wykluczyć, że organy wykonawczy i ustawodawczy odwoływały się do kwestii niefinansowych, np. kosztów alternatywnych albo kosztów transakcyjnych i teorii Coase’a.

W polu przeznaczonym do opisu „rekomendowanego rozwiązania, w tym planowanych narzędzi interwencji, i oczekiwanego efektu” nie wyjaśniono ostatniej z nich, czyli „oczekiwanego efektu”. Przeprowadzono bardzo drobiazgowy opis zawartości aktu wykonawczego, ale w ogóle pominięto planowany wpływ „rekomendowanego rozwiązania”. Jest to w pewnym sensie działanie zgodne z zaprezentowanym wcześniej brakiem wymiernego oddziaływania projektu na finanse publiczne i gospodarkę, jednakże po raz kolejny stawia pod znakiem zapytania rzeczywisty sens i potrzebę nowelizacji u.o.p.l.

Oczywiście, niewątpliwym argumentem jest to, że przyjęte rozwiązanie dopiero zostało wprowadzone, a zmiany będzie można oceniać „za jakiś czas”. Problem jednak w tym, że ustawodawca nie przewiduje ewaluacji projektu. Oznacza to, że efektywność wprowadzonej zmiany nie będzie sprawdzana. Można więc wyciągnąć wniosek, że założono, iż projekt może przynieść tylko i wyłącznie pozytywne skutki. Sprawdzenie, czy rzeczywiście taka

zmiana nastąpi, nie będzie możliwe, gdyż nie przewiduje się sprawdzenia tego rozwiązania. Brak ewaluacji można uznać błąd zasadniczy i fundamentalny<sup>3</sup>, gdyż jest to ucieczka od oceny skutków i efektywności przyjmowanej regulacji. W uzasadnieniu wskazuje się, że projekt ma na celu rozszerzenie sprawozdawczości gmin o sprawozdawczość podatkową w zakresie danych dotyczących podatków od nieruchomości. Nie wskazano w nim jednak żadnych skutków, które powinna przynieść wprowadzona nowelizacja. Można więc stwierdzić, że proponowane rozwiązanie przyniesie tylko dodatkowy obowiązek, a co za tym idzie, dodatkowe koszty, bez racjonalnych i przede wszystkim realnych rezultatów.

Publiczna debata na temat tzw. luki w VAT zintensyfikowała w ostatnich latach zainteresowanie naukowców sposobem uwzględniania monitoringu dyscypliny podatkowej w krajowej strategii podatkowej. Bez określenia mierzalnych celów ocena stosowanych narzędzi będzie w dużej mierze polegać na zgadywaniu, dając możliwości do subiektywnej dyskusji. W odniesieniu do dyscypliny podatkowej powszechną praktyką są mierniki służące ocenie trendu w zakresie poziomu dostosowalności podatników do zasad wynikających z uregulowań podatkowych. Dokonanie oceny w czterech obszarach ryzyka podatkowego (rejestracji, deklaracji podatkowej, sprawozdawczości oraz płatności) przed, jak i po zastosowaniu odpowiedniej strategii działania, pozwala określić jej bezpośredni wpływ oraz wspomaga proces identyfikacji pojawiających się trendów w dyscyplinie podatkowej (Kłównowska, 2017).

### 3. Znaczenie podatków lokalnych w funkcjonowaniu samorządów

Podatki i opłaty lokalne wspierają realizację samorządowej polityki gospodarczej na wielu płaszczyznach. W literaturze wskazuje się na funkcje: redystrybucyjną, stabilizacyjną, stymulacyjną, informacyjną, społeczną oraz fiskalną, powiązaną z ogólnokrajowym systemem subwencjonowania JST (Miszczyk, 2009, s. 40). Podatek od nieruchomości cechują przede wszystkim funkcje fiskalna i redystrybucyjna, ale jednocześnie w słabym stopniu przyczynia się do łagodzenia wahań koniunkturalnych (funkcja stabilizacyjna) oraz nie uwzględnia specyficznej sytuacji podatnika (funkcja społeczna). Specyficzna konstrukcja podatków

---

<sup>3</sup> Zawicki (2011, s. 39), powołując się na określenia używane w literaturze anglosaskiej, wskazuje na „nowe” zarządzanie publiczne, które zdecydowanie różni się od „starego”, utożsamianego z tradycyjną administracją publiczną, opierającą się na modelu idealnej biurokracji Maxa Webera oraz koncepcji separacji polityki i administracji Woodrowa Wilsona. Istotą „nowego” zarządzania publicznego jest przedkładanie w sprawowaniu administracji publicznej sztuki zarządzania nad sztuką administrowania. Podstawową filozofią rzeczywistości XXI-go wieku jest konieczność ciągłego doskonalenia (*continuous improvement*) przyjętych założeń (Kucińska-Landwójtowicz, 2015), dlatego też wartością dodaną jest uwzględnianie rozwiązań stosowanych w innych sferach działań publicznych, w tym ewaluację procesów. Tym, co odróżnia ewaluację od pozostałych narzędzi badania i dyscyplinowania sektora publicznego (takich jak audyt, monitoring, badania *stricte* naukowe), są cztery kwestie (Olejniczak, 2007, s. 19–20): łączenie empirii z charakterem normatywnym, utylitaryzm, interaktywność uczenia się, a także ograniczona siła wpływu – zależna od chęci przyswajania wiedzy przez instytucje zlecające badanie i ich gotowości do zmian, reform.

rolnego i leśnego spowodowała, że ich rola w systemie podatkowym jest przeciętna lub niezauważalna (Grzeškiewicz, 2004).

Z kompleksowej analizy przeprowadzonej przez Miszczyk (2016) wynika, że polski system podatków samorządowych zbliżony jest do modelu hanowerskiego, a ich udział w dochodach podatkowych państwa nie przekracza poziomu 4–5%. Podobna sytuacja występuje w większości państw Europy, natomiast odmienne są długoterminowe tendencje w relacji dochodów z podatków samorządowych do PKB – w krajach strefy euro zarysowuje się nieznaczna tendencja rosnąca (Miszczyk, 2016, s. 111).

Zarysowana wcześniej samodzielność JST w zakresie władztwa podatkowego różnicowana jest na władztwo: czynne *sensu largo*, czynne *sensu stricto* oraz bierne. Samorządy, korzystając ze swoich uprawnień, nie tylko kształtują stawki podatkowe, ale mają również prawo do stanowienia ulg, dokonywania umorzeń i zwolnień. Działania podejmowane na tej płaszczyźnie wiążą się najczęściej z przyjętą strategią rozwoju lub bieżącymi potrzebami finansowymi, a ich wymiernym efektem są tzw. utracone dochody własne. Filipiak (2015, s. 226–227), analizując dane z lat 2003–2013 stwierdziła, że występował stały trend w udzielaniu ulg, zwolnień i kształtowaniu stawek w podatkach oraz opłatach lokalnych, a ubytek wynosił przeciętnie 5% sumy dochodów JST. Ograniczając analizę do podatku od nieruchomości Felis (2014) zwrócił uwagę, że skala skutków finansowych władztwa podatkowego jest zależna od rodzaju JST. W 2012 roku w gminach mających status miasta na prawach powiatu wartość udzielonego ogółem wsparcia nie przekraczała 7% wpływów z podatku od nieruchomości. Dla porównania, w pozostałych gminach miejskich wskaźnik ten wynosił 24,7%, a w wiejskich 30,8% (Felis, 2014, s. 48).

Bogdański (2017, s. 11) zwraca uwagę, że obserwowane w Polsce procesy społeczno-gospodarcze w dalszym ciągu będą prowadziły do marginalizacji małych i średnich miast. Wśród najważniejszych uwarunkowań, które będą stanowiły w dalekiej przyszłości barierę ograniczającą rozwój tych ośrodków wymienia: niekorzystne trendy demograficzne (depopulacja, starzenie się społeczeństwa), dalsza migracja ludności do dużych miast, zmniejszenie gospodarczego wpływu rolnictwa, ekspansja dyskontowych sieci handlowych oraz zmiany w zakresie zachowań konsumentów wywołane rozwojem sieci Internet. Swianiewicz i Łukomska (2016, s. 27) wykazali, że w mniejszych jednostkach samorządowych, zlokalizowanych w pobliżu wielkich miast, częściej pojawia się konkurencja podatkowa. Nowelizacja u.o.p.l. może przyczynić się do ograniczenia władztwa podatkowego mniejszych ośrodków miejskich i zmniejszyć skuteczność prowadzonej polityki proinwestycyjnej.

## Uwagi końcowe

Podatki i opłaty lokalne, mimo że posiadają marginalny udział w PKB Polski, to są istotnym źródłem dochodów własnych JST. W dużym stopniu decydują o zaspokojeniu potrzeb inwestycyjnych, a także mogą stanowić kryterium konkurencyjności samorządu. Oceniając założenia i uzasadnienie nowelizacji u.o.p.l., można z dużym prawdopodobieństwem

stwierdzić, że zmiana ta nie przyczyni się do wzrostu znaczenia podatków samorządowych w krajowym systemie podatkowym. Lektura oceny skutków prawnych nowelizacji u.o.p.l. pokazała, że cechuje ją niespójne i nielogiczne uzasadnienie, co nie zostało zauważone i uzupełnione (poprawione) w całym procesie legislacyjnym. Tworzenie przez ustawodawcę takich rozwiązań wpisuje się zarówno w trend „inflacji prawa”, jak i „inflacji obciążeń administracyjnych”, a więc jest zaprzeczeniem postulowanych na świecie rozwiązań w zakresie zarządzania publicznego.

Rozpatrując nowelizację u.o.p.l. oraz wprowadzenie obowiązku sprawozdawczego w szerszym spektrum przemian społeczno-ekonomicznych, warto odwołać się do koncepcji świata postspołecznego autorstwa Touraine’a. Autor ten zauważa, że jednym z obserwowanych przejawów przejścia cywilizacyjnego jest `przemiana elit przywódczych, które mają dziś większe bezpośrednie doświadczenie w rozgrywkach o władzę, ale są coraz bardziej bezradne w radzeniu sobie z narastającą złożonością problemów społecznych (Touraine, 2013, s. 146). Postawa, w której posiadanie władzy i rządzenie stają się ważniejsze (a na pewno łatwiejsze) od zaspokajania realnych potrzeb jednostek, może doprowadzić do ustanawiania prawa wykraczającego poza normy wyższego rzędu.

Zwraca na to uwagę między innymi Lemańska (2017) pisząc, że gwarancja prawnej niezależności samorządu przejawia się w ograniczeniu nadzoru jedynie do kryterium legalności (zgodności z prawem). Tymczasem praktyka ustawodawcza nieustannie postępuje wbrew normom konstytucyjnym i dokonuje rozszerzenia kryteriów nadzoru, prowadząc do zmniejszenia realnej samodzielności oraz niezależności JST. Na ogół wprowadzanie dodatkowych kryteriów nadzorczych uzasadniane jest celami pragmatycznymi, koniecznością zapewnienia skuteczności i ciągłości działania administracji czy też specyfiką wykonywania zadań. Autorzy opracowania podzielają opinię Zimmermanna (2014, s. 275), który uznaje takie działania za sprzeczne z Konstytucją RP i dostrzegają dużą analogię przekraczania nadzorczych granic kompetencyjnych ustawodawcy w odniesieniu do opisanej nowelizacji u.p.o.l. Przeprowadzona analiza wskazuje, że jest to kolejna próba zwiększenia monitoringu działań JST przez instytucje szczebla państwowego, co pozostaje w sprzeczności z autonomicznością władztwa podatkowego samorządów.

## Literatura

- Bogdański, M. (2017). Wybrane zagrożenia dla rozwoju małych i średnich miast w Polsce. *Samorząd Terytorialny*, 3 (315), 5–17.
- Felis, P. (2014). Możliwość oddziaływania władz samorządowych na wydajność wybranych kategorii źródeł dochodów własnych na przykładzie gmin w Polsce. *Finanse i Prawo Finansowe*, 1 (4), 37–51.
- Filipiak, B. (2015). Polityka podatkowa gmin czy realizacji władztwa podatkowego. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 76, t. 1, 221–230.
- Gomulka, S., Neneman, J., Myck, M. (2017). More for Less: What Tax System for Poland? [Więcej za mniej: jaki system podatkowy dla Polski]. *CASE Research Paper No. 150/2017*. Pobrano z: <https://ssrn.com/abstract=3058943> (15.04.2018).
- Grześkiewicz, W. (2004). Znaczenie podatków w finansowaniu rozwoju lokalnego. *Samorząd Terytorialny*, 3, 24–41.

- Klonowska, A. (2017). *Luka podatkowa. Skutki dla finansów publicznych*. Warszawa: C.H. Beck.
- Kucińska-Landwójtowicz, A. (2015). *Uwarunkowania rozwoju koncepcji ciągłego doskonalenia w przedsiębiorstwie produkcyjnym*. W: R. Knosala (red.), *Innowacje w zarządzaniu i inżynierii produkcji*. T. 2. Opole: Oficyna Wydawnicza Polskiego Towarzystwa Zarządzania Produkcją.
- Lemańska, J. (2017). Kryterium czy kryteria nadzoru nad działalnością samorządu terytorialnego. *Samorząd Terytorialny*, 5 (317), 27–41.
- Miemieć, W., Pest, P. (2017). Rekompensowanie gminom utraconych dochodów wynikających ze zwolnienia z podatku od nieruchomości gruntów, budynków i budowli znajdujących się w parkach narodowych lub rezerwach przyrody. *Samorząd Terytorialny*, 9 (321), 29–38.
- Miszczuk, M. (2016). Polityka w zakresie podatków samorządowych w latach 1991–2016. *Polityka i Społeczeństwo*, 3 (14), 97–113.
- Miszczuk, M. (2009). *System podatków i opłat samorządowych w Polsce*. Warszawa: C.H. Beck.
- Myck, M. (2016). Estimating Labour Supply Response to the Introduction of the Family 500+ Programme. *Cenea Working Paper Series WP01/16*. Pobrano z: [http://www.cenea.org.pl/images/stories/pdf/working\\_papers/cenea\\_wp\\_0116.pdf](http://www.cenea.org.pl/images/stories/pdf/working_papers/cenea_wp_0116.pdf) (15.04.2018).
- Olejniczak, K. (2007). Teoretyczne podstawy ewaluacji ex-post. W: A. Haber (red.), *Ewaluacja ex-post. Teoria i praktyka badawcza* (s. 15–42). Warszawa: PARP.
- Pahl, B. (2017). Zwolnienie od podatku od nieruchomości infrastruktury kolejowej przed i po 1 stycznia 2017 r. *Samorząd Terytorialny*, 9 (321), 39–52.
- Pahl, B. (2017). *Podatki i opłaty lokalne. Teoria i praktyka*. Warszawa: Wolters Kluwer.
- Posner, R.A. (2003). *Economic Analysis of Law*. New York: Aspen Publishers.
- Sachs, K., Nielepkowicz, M. (2014). Podatki lokalne. W: *System stworzony od podstaw czyli prawdziwa historia 25-lecia polskich podatków*. Pobrano z: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Prawdziwa\\_historia\\_25-lecia\\_polskich\\_podatk%C3%B3w/%24FILE/Prawdziwa\\_historia\\_25-lecia\\_polskich\\_podatkow.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Prawdziwa_historia_25-lecia_polskich_podatk%C3%B3w/%24FILE/Prawdziwa_historia_25-lecia_polskich_podatkow.pdf) (15.04.2018).
- Stankiewicz, W. (2007). *Historia myśli ekonomicznej*. Warszawa: PWE.
- Stiglitz, J.E. (2010). *Freefall. Jazda bez trzymanki*. Warszawa: PWE.
- Swianiewicz, P., Łukomska J. (2016). Lokalna konkurencja podatkowa w Polsce. *Studia Regionalne i Lokalne*, 2(64), 5–29.
- Touraine, A. (2013). *Po Kryzysie*. Warszawa: Oficyna Naukowa Ewa Pajestka-Kojder.
- Ustawa z 14 grudnia 1990 r. o dochodach gmin i zasadach ich subwencjonowania w 1991 r. oraz o zmianie ustawy o samorządzie terytorialnym, Dz.U. 1990 nr 89, poz. 518.
- Ustawa z 12 stycznia 1991 r. o podatkach i opłatach lokalnych, Dz.U. 1991 nr 9, poz. 31, z późn. zm.
- Ustawa z 29 sierpnia 1997 r. - Ordynacja podatkowa, Dz.U. 1997 nr 137, poz. 926, z późn. zm.
- Ustawa z 13 listopada 2003 r. o dochodach jednostek samorządu terytorialnego, Dz.U. 2003 nr 203, poz. 1966, z późn. zm.
- Ustawa z 27 października 2017 r. o zmianie ustawy o podatkach i opłatach lokalnych, Dz.U. 2017, poz. 2141.
- Winczorek, P. (2008). *Komentarz do Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 roku*. Warszawa: K.E. Liber.
- Wyrok Trybunału Konstytucyjnego z dnia 18 lutego 2003 r. sygn. K 24/02, Dz.U. 2003 nr 38, poz. 334.
- Zawicki, M. (2011). *Nowe zarządzanie publiczne*. Warszawa: PWE.
- Zimmermann, J. (2014). *Prawo administracyjne*. Warszawa: Wolters Kluwer.



### THE NEW REPORTING REQUIREMENT FOR LOCAL GOVERNMENT TAXES (PART 1)

**Abstract:** *Purpose* – The purpose of the study was to assess the validity of solutions introduced under the Act dated 27 October 2017 amending the act on local taxes and fees.

*Design/methodology/approach* – Mainly literature study and analysis of normative acts were used. Subject was inspired by increasingly important stream of law & economics analysis.

*Findings* – Although local taxes and fees have marginal share in Polish GDP, they remain a significant source of own income to local government units. Legislator, postulating necessity of widening reporting obligation of local governments, presented substantiation that is inconsistent and incomplete. Obvious deficiencies and concealments of amended acts' legal consequences were not seen and corrected during whole legislative process. Creating such solutions by legislator fits in negative law inflation trend and in the opinion of authors is next attempt to increase control of local governments' operations by state institutions, which stays in contradiction with autonomy of tax control in decentralized political system of Poland.

*Originality/value* – Presented study is an effect of the next co-operation undertaken within Małe Inicjatywy Badawcze project.

**Keywords:** law & economics, municipal taxes, tax authority

### Cytowanie

Bajerska, A., Czerwiński, M. (2018). Nowy obowiązek sprawozdawczy samorządów w zakresie podatków lokalnych (cz. 1). *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 433–441. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-37.



## Relacja pacjent–płatnik–lekarz

Piotr Bromber\*

**Streszczenie:** *Cel* – W artykule zwrócono uwagę na znaczenie relacji między interesariuszami w ochronie zdrowia. Rozważania dotyczą relacji między pacjentem (świadczeniobiorcą), lekarzem (świadczeniodawcą) a płatnikiem trzeciej strony. Autor określił je mianem „trójkąta relacji” w ochronie zdrowia.

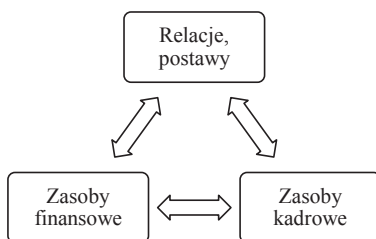
*Metodologia badania* – Na potrzeby artykułu dokonano przeglądu literatury przedmiotu, badań opinii społecznej oraz skarg składanych przez pacjentów.

*Oryginalność/wartość* – Przedstawiono działania podejmowane przez Lubuski Oddział Wojewódzki Narodowego Funduszu Zdrowia (LOW NFZ) w zakresie kształtowania relacji.

**Słowa kluczowe:** relacje, zaufanie, pacjent, lekarz, NFZ

### Wprowadzenie

Aktualnie w ochronie zdrowia zwiększa się nakłady finansowe i ustala nowe limity miejsc na studiach medycznych. Na różne sposoby analizuje się koszty. Implementuje się coraz to nowsze rozwiązania informatyczne. Próbuje się wykazywać prymat prywatnego sektora nad publicznym i odwrotnie. Dąży się do spersonalizowania i skoordynowania medycyny.



**Rysunek 1.** Trzy priorytety w ochronie zdrowia

Źródło: opracowanie własne.

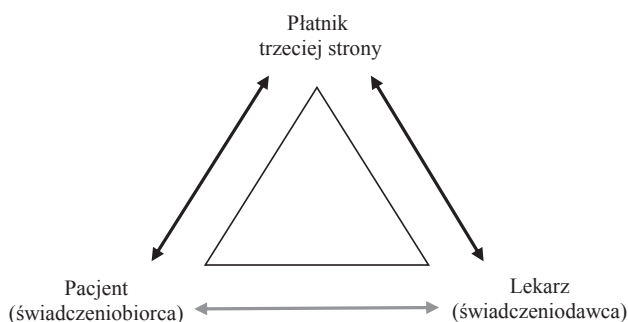
W tym natłoku koncepcji i działań zapomina się, jak ważnym w ochronie zdrowia jest kształtowanie postaw i relacji między interesariuszami (relacje, postawy). Na problem

\* mgr Piotr Bromber, Lubuski Oddział Wojewódzki Narodowego Funduszu Zdrowia, email: piotr.bromber@nfz-zielonagora.pl.

zwraca uwagę A. Ostrowska. Już kilkanaście lat temu pisała, że znacznie mniej uwagi poświęca się bezpośrednim relacjom między „dawcami” i „biorcami” usług medycznych (Ostrowska, 2006, s. 187). Znamienne jest, że w perspektywie ponad 10 lat społeczna uwaga koncentrująca się na ochronie zdrowia nadal zdominowana jest problematyką niedoborów, dzisiaj nie tylko niedoborów finansowych (zasoby finansowe), ale też brakującego personelu medycznego (zasoby kadrowe).

## 1. Elementy składowe „trójkąta relacji” w ochronie zdrowia

Niniejsze rozważania dotyczą relacji między pacjentem (świadczeniobiorcą), lekarzem (świadczeniodawcą) a płatnikiem trzeciej strony. W tym zakresie wykorzystano metaforę trójkąta (Nowakowska, 2015, s. 286). Artykuł nie obejmuje bezpośrednich relacji pacjent–lekarz<sup>1</sup>.

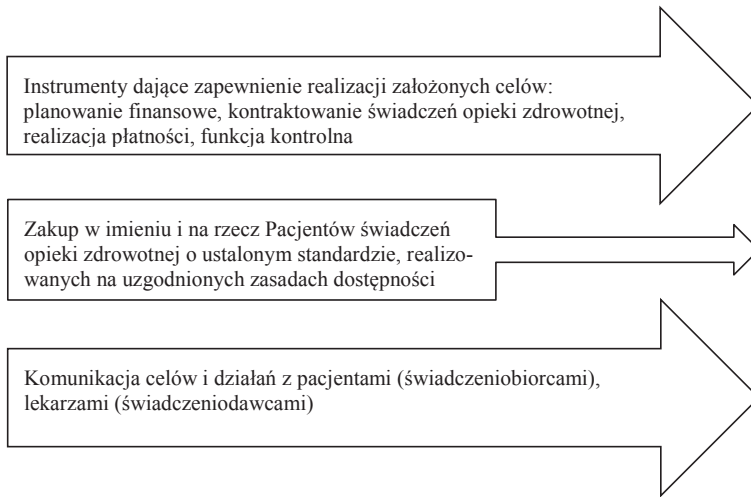


**Rysunek 2.** „Trójkąt relacji” w ochronie zdrowia

Źródło: opracowanie własne.

W Polsce funkcje płatnika trzeciej strony pełni NFZ. Zasady jego funkcjonowania, organizację i zakres działania określa ustawa o świadczeniach opieki zdrowotnej finansowanych ze środków publicznych (Ustawa, 2004).

<sup>1</sup> Szczegółowo omówionych w literaturze przedmiotu. Zob. M. Nowina-Konopka (2016). *Komunikacja lekarz–pacjent. Teoria i praktyka*. Kraków: Instytut Dziennikarstwa, Mediów i Komunikacji Społecznej Uniwersytet Jagielloński; A. Maciąg (2008). *Komunikacja interpersonalna a jakość świadczeń zdrowotnych. Istota relacji lekarz–pacjent w medycynie. Studia i Materiały WZ UW, 1*; A. Maciąg (2011). *Kulturowe uwarunkowania komunikacji interpersonalnej w relacjach lekarz–pacjent. Studies & Proceedings of Polish Association for Knowledge Management, 55*; I. Czerna (2016). *Relacje lekarz–pacjent a wybrane teoretyczne modele relacji w kontekście dehumanizacji medycyny. Handel Wewnętrzny, 5*; K. Szewczyk (2009). *O bezsensie i potrzebie konstruowania modeli relacji lekarz–pacjent. Krytyka Lekarska, 2–3*.

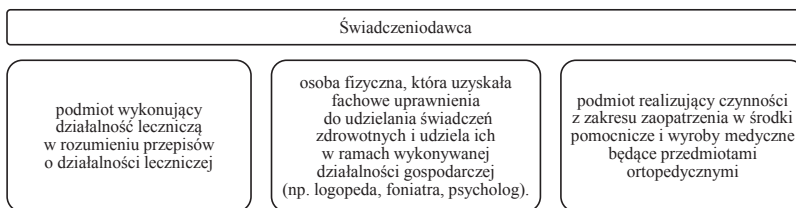


**Rysunek 3.** Rola NFZ

Źródło: opracowanie własne.

Jak podkreśla I. Rudawska, rolą płatnika trzeciej strony jest przejęcie finansowych zobowiązań pacjenta wobec dostawców świadczeń opieki zdrowotnej w sytuacji choroby pacjenta. W zamian pacjent jest zobowiązany do uiszczania płatności w formie i na zasadach wynikających z przyjętych rozwiązań prawnych. Takie rozwiązanie ma zminimalizować brak pewności u pacjenta, że w momencie zachorowania, będzie mógł samodzielnie uregulować koszty leczenia (Rudawska, 2007, s. 21).

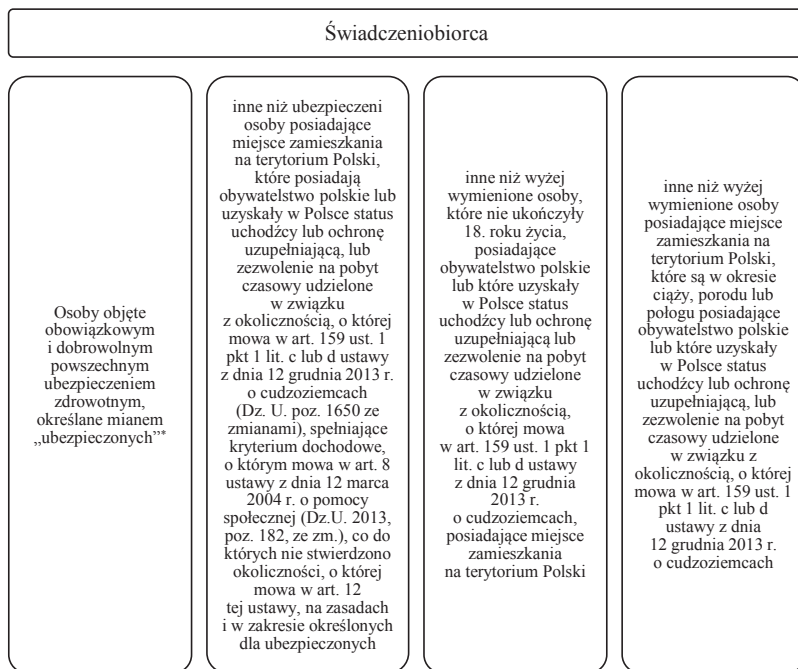
O zawarcie umowy o udzielanie świadczeń opieki zdrowotnej z NFZ mogą się ubiegać wyłącznie podmioty, które są „świadczeniodawcami”.



**Rysunek 4.** Zakres pojęcia „świadczeniodawca”

Źródło: opracowanie własne na podstawie Ustawa (2004).

Na potrzeby niniejszych rozważań Autor zawęził pojęcie pacjenta do katalogu osób określanych mianem „świadczeniobiorców”.



\* Ustawodawca szczegółowo określił katalog ubezpieczonych.

### Rysunek 5. Zakres pojęcia „świadczeniobiorca”

Źródło: opracowanie własne na podstawie Ustawa (2004).

## 2. Zaufanie jako podstawa budowania relacji w ochronie zdrowia

Zaufanie ma szczególne znaczenie w warunkach zmiennego i trudno przewidywanego otoczenia. Dlatego w ochronie zdrowia stanowi realną wartość dodaną.

Modelowa sytuacja w „trójkącie relacji” to taka, kiedy pacjenci (świadczeniobiorcy) i lekarze (świadczeniodawcy) mają zaufanie do płatnika trzeciej strony. W praktyce oznacza to faktyczne przekonanie, że płatnik trzeciej strony działa „na rzecz i w interesie” (zob. *Realizacja...*, 2015, s. 53) pacjenta (świadczeniobiorcy) we współpracy z lekarzem (świadczeniodawcą).

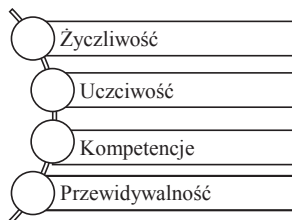
Z dostępnych badań wynika, że dwie trzecie Polaków krytykuje funkcjonowanie NFZ, a tylko jedna czwarta ocenia go pozytywnie (*Oceny...*, 2017, s. 8). Wśród lekarzy<sup>2</sup> 78% ocenia NFZ „zdecydowanie negatywnie” albo „raczej negatywnie”. Aż 69% badanych oceniło negatywnie sposób informowania lekarzy przez NFZ o zarządzeniach, komunikatach,

<sup>2</sup> Badanie przeprowadzone na ogólnopolskiej reprezentatywnej próbie lekarzy i lekarzy dentystów.

decyzjach i postanowieniach. Najczęściej negatywnie oceniano częstość i liczbę zmian za-  
rządzeń, komunikatów, decyzji i postanowień, język aktów oraz terminowość przekazywa-  
nia lekarzom ważnych informacji. Lekarze ocenili, że NFZ źle służy pacjentom (Krajewski,  
Perendyk, Wojtaszczyk).

W literaturze przedmiotu podkreśla się, że zaufanie to stały element każdej „satisfak-  
cjonującej relacji”. Można je zdefiniować jako przekonanie, że interesariusze będą działać  
dla wspólnych korzyści oraz że żadna ze stron nie będzie działać na szkodę drugiej strony  
(Krot, Rudawska, 2013, s. 382). Zaufanie wiąże się z oczekiwaniem, że ten, którego obda-  
rzamy zaufaniem, „spełni pewne kryteria” (Królik, 2015, s. 72). W odniesieniu do ochrony  
zdrowia zaufanie może być rozpatrywane jako zaufanie interpersonalne i zaufanie społecz-  
ne, czyli obejmujące różne instytucje i ich wzajemne relacje, rozwiązania prawne, system  
jako całość (Lewandowski, 2011, s. 90). Warto odnotować opinię, że „współczesne przemia-  
ny w medycynie i opiece zdrowotnej utrudniają zaufanie” (Głos, 2015, 83).

Autor jest przekonany, że do budowania relacji w ochronie zdrowia na zaufaniu, ko-  
nieczna jest *życzliwość i uczciwość*. Tym samym nie ma miejsca na wzajemną podejrzli-  
wość. Kolejny element budujący zaufanie to *przewidywalność*, czyli strony muszą być dla  
siebie przewidywalne w działaniu. Istotne są też *kompetencje* stron. Muszą się one wzajem-  
nie nauczyć elementów roli społecznej drugiej strony, poznać wzajemne prawa, obowiązki  
i zadania oraz wynikające z tego możliwości i ograniczenia. Dopiero wówczas strony mogą  
zdefiniować adekwatne do tej wiedzy oczekiwania. Mogą dokonywać oceny postaw.



**Rysunek 6.** Najczęściej pojawiające się charakterystyki zaufania

Źródło: opracowanie własne na podstawie Miszczak (2016), s. 100.

Elementem zasadniczym omawianych relacji są uprawnienia przypisane pacjentowi  
(świadczeniobiorcy), które realizowane są w postaci zadań przypisanych płatnikowi trzeciej  
strony i lekarzom (świadczeniodawcom). Stanowią one punkt wyjścia do zdefiniowania za-  
kresu przedmiotowego „trójkąta relacji”. Poniżej zaprezentowano obszary budowania rela-  
cji pacjent (świadczeniobiorca) – płatnik trzeciej strony (NFZ) – lekarz (świadczeniodawca).

**Tabela 1**

Obszary budowania relacji pacjent (świadczeniobiorca)–płatnik trzeciej strony (NFZ)–lekarz (świadczeniodawca)

Pacjent (świadczeniobiorca)	Płatnik trzeciej strony (NFZ)	Lekarz (świadczeniodawca)
1	2	3
<b>Dostęp do odpowiednich świadczeń opieki zdrowotnej</b>		
<p>podstawa prawna:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– ustawa o świadczeniach opieki zdrowotnej finansowanych ze środków publicznych – art. 15,</li> <li>– ogólne warunki umów o udzielanie świadczeń opieki zdrowotnej – § 3, § 7–8</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– podpisanie umów o udzielanie świadczeń opieki zdrowotnej z podmiotami spełniającymi określone wymogi dotyczące m.in. wyposażenia oraz kwalifikacji i ilości personelu,</li> <li>– weryfikacja i kontrola przestrzegania przez świadczeniodawców prawa</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– udzielanie świadczeń opieki zdrowotnej z zachowaniem należytej staranności oraz przy poszanowaniu praw pacjenta,</li> <li>– udzielenie świadczenia opieki zdrowotnej w pomieszczeniach odpowiadających określonym przepisom, przy wykorzystaniu aparatury i sprzętu medycznego posiadającego stosowne certyfikaty i atesty,</li> <li>– udzielenia świadczeń opieki zdrowotnej w sposób kompleksowy obejmujący wykonanie niezbędnych badań, w tym badań laboratoryjnych i diagnostyki obrazowej oraz procedur medycznych</li> </ul>
<b>Wybór świadczeniodawcy</b>		
<p>podstawa prawna:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– ustawa o świadczeniach opieki zdrowotnej finansowanych ze środków publicznych – art. 29 – 31,</li> <li>– ustawa o podstawowej opiece zdrowotnej – art. 9</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– zakontraktowanie świadczeń opieki zdrowotnej w sposób zapewniający odpowiednią dostępność do świadczeń danego rodzaju,</li> <li>– weryfikacja i kontrola przestrzegania przez świadczeniodawców prawa</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– udzielanie świadczeń opieki zdrowotnej wszystkim świadczeniobiorcom, niezależnie od miejsca ich zamieszkania,</li> <li>– zapewnienie badań laboratoryjnych i diagnostyki obrazowej w ramach udzielanej porady lub przy współpracy z podwykonawcą,</li> <li>– przyjmowanie deklaracji wyboru lekarza, pielęgniarki lub położnej podstawowej opieki zdrowotnej</li> </ul>
<b>Uzyskanie zaświadczenia</b>		
<p>podstawa prawna:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– ustawa o świadczeniach opieki zdrowotnej finansowanych ze środków publicznych – art. 16</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– kontrola i weryfikacja przestrzegania przez świadczeniodawców prawa</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– wystawianie bezpłatnych orzeczeń i zaświadczeń lekarskich określonych w przepisach,</li> <li>– współpraca z podmiotami zlecającymi wydanie orzeczeń lub zaświadczeń finansowanych przez te podmioty</li> </ul>
<b>Dostęp do świadczeń w określonym czasie</b>		
<p>podstawa prawna:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– ustawa o świadczeniach opieki zdrowotnej finansowanych ze środków publicznych – rozdz. 3,</li> <li>– rozporządzenie Ministra Zdrowia w sprawie kryteriów medycznych, jakimi powinny kierować się świadczeniodawcy umieszczając świadczenioborców na listach oczekujących na udzielenie świadczenia opieki zdrowotnej,</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– zakontraktowanie świadczeń opieki zdrowotnej w sposób zapewniający odpowiednią dostępność do świadczeń danego rodzaju,</li> <li>– monitoring list oczekujących prowadzonych przez świadczeniodawców,</li> <li>– informowanie świadczenioborców o liczbie oczekujących, średnim czasie oczekiwania oraz pierwszym wolnym terminie udzielenia świadczenia,</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– zapewnienie sprawiedliwego, równego, niedyskryminującego i przejrzystego dostępu do świadczeń opieki zdrowotnej,</li> <li>– prowadzenie list oczekujących na udzielenie świadczenia opieki zdrowotnej oraz sprawozdawanie tych informacji do NFZ,</li> <li>– kwalifikacja pacjentów do kategorii medycznej „przypadek pilny” lub „przypadek stabilny”,</li> <li>– przyjmowanie świadczenioborców kontynuujących leczenie zgodnie z planem leczenia,</li> <li>– okresowa kontrola list oczekujących,</li> </ul>

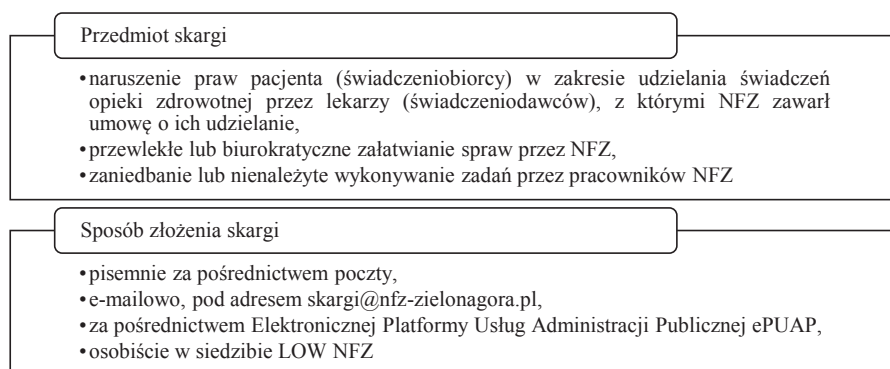


1	2	3
– ogólne warunki umów o udzielanie świadczeń opieki zdrowotnej – § 13	– informowanie świadczeniobiorców wpisanych na listę oczekujących u świadczeniodawców, którzy zakończyli wykonywanie umowy o możliwości skorzystania ze świadczeń u innych świadczeniodawców, – weryfikacja i kontrola przestrzegania przez świadczeniodawców prawa	– informowanie świadczeniobiorców w każdy możliwy sposób o zmianie terminu udzielenia świadczenia, – respektowanie praw do udzielenia świadczeń poza kolejnością grupom świadczeniobiorców wymienionym w przepisach, – zapewnienie rejestracji czynnej każdego dnia w godzinach udzielania świadczeń opieki zdrowotnej
<b>Bezpłatne zaopatrzenie w leki i wyroby medyczne podczas pobytu w szpitalu</b>		
podstawa prawna: – ustawa o świadczeniach opieki zdrowotnej finansowanych ze środków publicznych – art. 35	– weryfikacja i kontrola przestrzegania przez świadczeniodawców prawa	– zapewnienie bezpłatnych leków, środków spożywczych specjalnego przeznaczenia żywieniowego i wyrobów medycznych, jeżeli są one konieczne do wykonania świadczenia
<b>Przejazd środkami transportu sanitarnego</b>		
podstawa prawna: – ustawa o świadczeniach opieki zdrowotnej finansowanych ze środków publicznych – art. 41, – ogólne warunki umów o udzielanie świadczeń opieki zdrowotnej – § 8	– weryfikacja i akceptacja wniosków o transport sanitarny, – weryfikacja i kontrola przestrzegania przez świadczeniodawców prawa	– ocena stanu zdrowia świadczeniobiorcy mająca na celu określenie prawa do transportu bezpłatnego lub za częściową odpłatnością, – zapewnienie w ramach kompleksowości udzielania świadczeń transportu sanitarnego w ramach kwoty określonej w umowie, – zapewnienie transportu sanitarnego spełniającym określone wymogi i w odpowiednim składzie osobowym lub ustalonym z uwzględnieniem wskazań medycznych i ciągłości udzielania świadczeń, gwarantującymi najkrótszy czas transportu świadczeniobiorcy adekwatny do jego stanu zdrowia
<b>Dostęp do informacji o udzielonych świadczeniach opieki zdrowotnej</b>		
podstawa prawna: – ustawa o świadczeniach opieki zdrowotnej finansowanych ze środków publicznych – art. 192, – rozporządzenie Ministra Zdrowia w sprawie sposobu, trybu i terminów występowania do Narodowego Funduszu Zdrowia oraz udostępniania przez Narodowy Fundusz Zdrowia świadczeniobiorcy informacji o prawie do świadczeń opieki zdrowotnej oraz o udzielonych mu świadczeniach	– na żądanie świadczeniobiorcy udzielanie pisemnej informacji o udzielonych mu świadczeniach opieki zdrowotnej, – wydawanie danych dostępowych do Zintegrowanego Informatora Pacjenta	

Źródło: opracowanie własne na podstawie aktów prawnych.

Stopień realizacji wymienionych uprawnień jest niczym innym, jak swoistym sprzężeniem zwrotnym w „trójkącie relacji”. Istotnym źródłem informacji w tym zakresie są skargi składane przez pacjentów (świadczeniobiorców). Ilość i treść składanych skarg obrazują poziom satysfakcji pacjentów (świadczeniobiorców). To z kolei determinuje poziom zaufania w „trójkącie relacji”.

W roku 2017 LOW NFZ rozpatrzył 250 skarg, z tego 80 uznano za zasadne, 31 uznano za niezasadne, a 139 zakwalifikowano jako częściowo zasadne. Najwięcej skarg złożono w rodzaju „ambulatoryjna opieka specjalistyczna”, „podstawowa opieka zdrowotna” i „leczenie szpitalne”.



**Rysunek 7.** Przedmiot i sposoby przyjmowania skarg

Źródło: opracowanie własne na podstawie Zarządzenia Prezesa Narodowego Funduszu Zdrowia (2015).

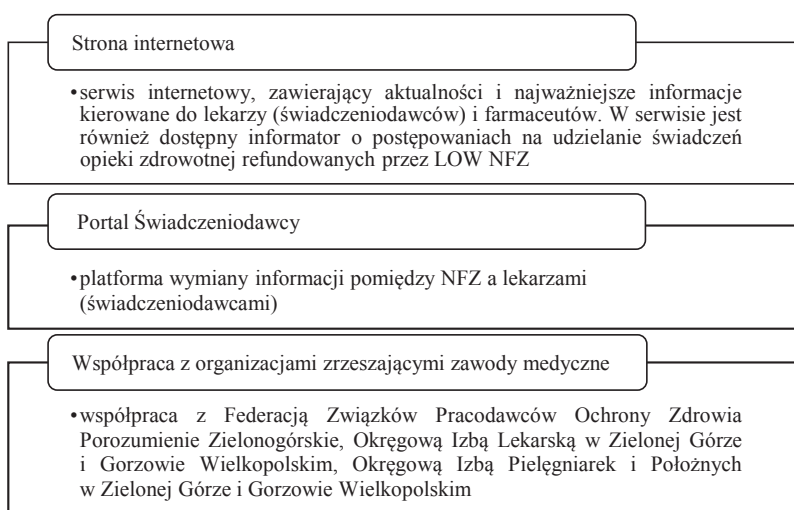
Dominowały skargi dotyczące odmowy udzielenia świadczeń opieki zdrowotnej, odmowy wydania skierowania, pobierania opłat za świadczenia opieki zdrowotnej, zastrzeżeń do toku leczenia, jakości udzielonych świadczeń opieki zdrowotnej, złej organizacji pracy lekarza (świadczeniodawcy), niewłaściwej obsługi w rejestracji i funkcjonowania systemu ochrony zdrowia.

Tylko 10 skarg dotyczyło bezpośrednio działalności LOW NFZ.

### 3. Formy komunikacji i działania poprawiające jakość obsługi na przykładzie LOW NFZ

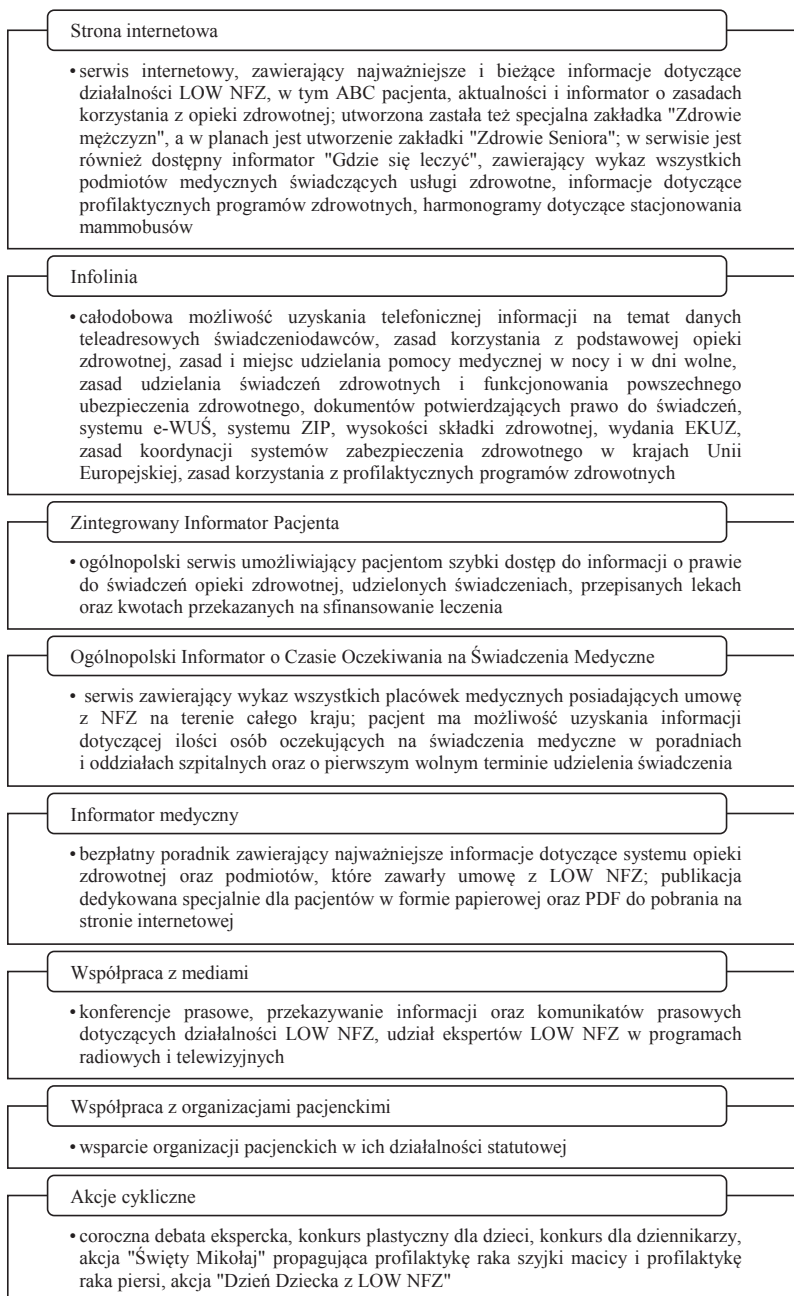
Ważnym elementem budowania zaufania w ochronie zdrowia jest jakość obsługi i komunikacja. Liczy się dobór słów, ich zrozumienie u odbiorcy. Nie wystarczy odesłać lekarza, pacjenta do konkretnego zapisu ustawy, rozporządzenia lub zarządzenia. Nie wystarczy wydać poprawnej z punktu widzenia formalnoprawnego decyzji administracyjnej nakładającej na pacjenta obowiązek zwrotu kosztów leczenia. Nie wystarczy powiedzieć „nie ma pieniędzy”, „nie ma lekarzy”, „to wina systemu informatycznego”. Nie wystarczy „mieć racji”. Nie w ochronie zdrowia. W tym przypadku istotna jest zarówno satysfakcja z jakości obsługi, jak i poziom wiedzy o możliwościach uzyskania wsparcia. Dlatego LOW NFZ wykorzystuje różnorodne formy komunikacji. Podejmuje też działania mające na celu podniesienie jakości obsługi.

Katalog działań w tym zakresie zaprezentowano poniżej.



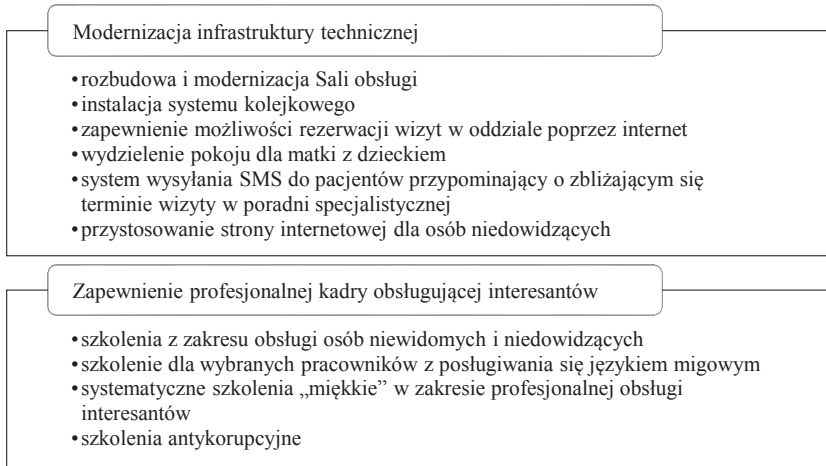
**Rysunek 8.** Formy komunikacji LOW NFZ – lekarz (świadczeniodawca)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych LOW NFZ.



**Rysunek 9.** Formy komunikacja LON NFZ – pacjent (świadczeniobiorca)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych LON NFZ.



**Rysunek 10.** Działania LOW NFZ mające na celu podniesienie jakości obsługi

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych LOW NFZ.

## Uwagi końcowe

Nie wszystko w ochronie zdrowia da się spersonalizować, skoordynować, zoptymalizować, „podstawić do wzoru”. Zdaniem autora świadome kształtowanie relacji w ochronie zdrowia wymaga działań ukierunkowanych na budowanie zaufania. Jednym z narzędzi, jakie można wykorzystać w tym zakresie, jest komunikacja, szczególnie ustawiczne, bezpośrednie interakcje. Dobrym krokiem w tym kierunku jest zainaugurowanie narodowej debaty o zdrowiu (*Wspólnie...*, 2018) pod warunkiem, że rozmówcy nie ulegną powszechnemu przekonaniu, o którym pisała A. Ostrowska, że poprawa i uzdrowienie finansów w ochronie zdrowia, „zniesie automatycznie wszystkie inne problemy” (Ostrowska, 2006, s. 187). Należy pamiętać, że postawa pacjenta (świadzeniobiorcy) kształtowana jest w dużym stopniu przez lekarza (świadczonodawcę), a nie da się zniwelować wszystkich „pól konfliktów” w relacji płatnik trzeciej strony – lekarz (świadczonodawca) (Bromber, 2012, s. 97). Do tego dochodzą jeszcze emocje pacjenta (świadzeniobiorcy), często zagubienie, bezradność, czyli treści, które trudno zobiektywizować.

## Literatura

- Bromber, P. (2012). Rozważania o efektywności i konkurencyjności płatnika trzeciej strony na przykładzie Narodowego Funduszu Zdrowia. *Studia i Materiały WZ UW*, 1–2.
- Czerska, I. (2016). Relacje lekarz–pacjent a wybrane teoretyczne modele relacji w kontekście dehumanizacji medycyny. *Handel Wewnętrzny*, 5.
- Głós, A. (2015). Dwa modele zaufania w opiece zdrowotnej. *Diametros*, 45.  
<http://isap.sejm.gov.pl>.
- Krajewski, R., Perendyk, T., Wojtaszczyk, K. *Postawy i opinie dotyczące NFZ*.
- Krot, K., Rudawska, I. (2013). Koncepcja zaufania w relacji lekarz–pacjent w świetle badań jakościowych. *Polityki Europejskie, Finanse i Marketing*, 10 (59).
- Królik, G. (2015). Rola zaufania w relacjach interpersonalnych jako determinanta efektywności zespołu. *Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, 230.
- Lewandowski, R.A. (2011). *Zaufanie w ochronie zdrowia. Współczesne Zarządzanie*, 1. Pobrano z: [8723.indexcopernicus.com/fulltxt.php?ICID=1063477](http://8723.indexcopernicus.com/fulltxt.php?ICID=1063477) (10.05.2018).
- Maciąg, A. (2008). Komunikacja interpersonalna a jakość świadczeń zdrowotnych. Istota relacji lekarz–pacjent w medycynie. *Studia i Materiały WZ UW*, 1.
- Maciąg, A. (2011). Kulturowe uwarunkowania komunikacji interpersonalnej w relacjach lekarz–pacjent. *Studies & Proceedings of Polish Association for Knowledge Management*, 55.
- Miszczak, M. (2016) Budowanie zaufania w relacjach z klientami poprzez komunikowanie praktyk CSR. *Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, 283.
- Nowakowska, E. (2015). Morfologia więzi relacyjnych w instytucjach służby zdrowia. *Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania US*, 39 (t. 2).
- Nowina-Konopka, M. (2016). *Komunikacja lekarza – pacjent. Teoria i praktyka*. Kraków: Instytut Dziennikarstwa, Mediów i Komunikacji Społecznej Uniwersytet Jagielloński.
- Oceny instytucji publicznych* (2017). Komunikat z badań nr 32. Centrum Badania Opinii Społecznej. Pobrano z: [https://www.cbos.pl/SPISKOM.POL/2017/K\\_032\\_17.PDF](https://www.cbos.pl/SPISKOM.POL/2017/K_032_17.PDF).
- Ostrowska, A. (2006). Paternalizm czy partnerstwo? Relacje między pacjentami a lekarzami w Europie. W: *W środoku Europy? Wyniki Europejskiego Sondażu Społecznego*, red. H. Domański, A. Ostrowska, P.B. Sztabiński. Warszawa: Wydawnictwo IFIS PAN.
- Realizacja zadań na rzecz pacjentów. Podsumowanie działań i wyzwania na przyszłość* (2015). Narodowy Fundusz Zdrowia. Pobrano z: [http://www.nfz.gov.pl/download/gfx/nfz/pl/defaultstronaopisowa/349/28/1/%20www.nfz.gov.pl/.../nfz\\_realizacja\\_zadan\\_na\\_rzecz\\_pacjentow\\_podsumowanie\\_dzialan\\_i\\_wyzwania\\_na\\_przyszlosc..pdf](http://www.nfz.gov.pl/download/gfx/nfz/pl/defaultstronaopisowa/349/28/1/%20www.nfz.gov.pl/.../nfz_realizacja_zadan_na_rzecz_pacjentow_podsumowanie_dzialan_i_wyzwania_na_przyszlosc..pdf) (9.05.2018).
- Rozporządzenia Ministra Zdrowia. Ogólne warunki umów o udzielanie świadczeń opieki zdrowotnej. T.j. Dz.U. 2016, poz. 1146 ze zm.
- Rozporządzenie Ministra Zdrowia w sprawie kryteriów medycznych jakimi powinni kierować się świadczeniodawcy umieszczając świadczeniobiorców na listach oczekujących na udzielenie świadczenia opieki zdrowotnej. Dz.U. 2005, nr 200, poz. 1661.
- Rozporządzenie Ministra Zdrowia z dnia 4 grudnia 2017 r. w sprawie sposobu, trybu i terminów występowania do Narodowego Funduszu Zdrowia oraz udostępniania przez Narodowy Fundusz Zdrowia świadczeniobiorcy informacji o prawie do świadczeń opieki zdrowotnej oraz o udzielonych mu świadczeniach. Dz.U. 2017, poz. 2297.
- Rudawska, I. (2007), *Opieka zdrowotna, aspekty rynkowe i marketingowe*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Szewczyk, K. (2009). O bezsensie i potrzebie konstruowania modeli relacji lekarz–pacjent. *Krytyka Lekarska*, 2–3.
- Ustawa z dnia 12 grudnia 2013 r. o cudzoziemcach. Dz.U. poz. 1650 ze zm.
- Ustawa z dnia 12 marca 2004 r. o pomocy społecznej. Dz.U. 2013. poz. 182 ze zm.
- Ustawa z dnia 25 sierpnia 2006 r. o bezpieczeństwie żywności i żywienia. Dz.U. 2010, nr 136, poz. 914 ze zm.
- Ustawa z dnia 27 października 2017 r. o podstawowej opiece zdrowotnej. Dz.U. poz. 2217.
- Ustawa z dnia 27 sierpnia 2004 r. o świadczeniach opieki zdrowotnej finansowanych ze środków publicznych. T.j. Dz.U. 2008 nr 164, poz. 1027 ze zm.
- Wspólnie dla zdrowia. Słuchamy, rozmawiamy, działamy (prezentacja)* (2018). Warszawa: Ministerstwo Zdrowia.
- Zarządzenie nr 33/2015/BP Prezesa Narodowego Funduszu Zdrowia z dnia 29 czerwca 2015 r. w sprawie ogłoszenia jednolitego tekstu zarządzenia Prezesa Narodowego Funduszu Zdrowia w sprawie rozpatrywania skarg i wniosków w Narodowym Funduszu Zdrowia.

#### **PATIENT RELATION–PAYER–DOCTOR**

**Abstract:** *Purpose* – The author’s intention is to emphasise the importance of relations between stakeholders in health care. Considerations are based on the relationships between patients (beneficiary), doctors (care provider) and the third-side payer. The author described them as the “relationship triangle” in health care in the context of trust concept.

*Design/methodology* – In this paper, according to the author’s objectives, the literature of the subject, opinion polls results and complaints submitted by patients were reviewed.

*Value/originality* – In this perspective many activities undertaken by the Lubuskie Ward of the National Health Fund (LOW NFZ) in the field of analysed relationship were presented.

**Keywords:** health care, trust, relationship, patients, doctors, National Health Fund

#### **Cytowanie**

Bromber, P. (2018). Relacja pacjent–płatnik–lekarz. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 443–455.  
DOI: 10.18276/frfu.2018.92-38.





# Conditions of the Operations of Local Government Units in Unstable Economic Environments

Małgorzata Dworakowska\*

**Abstract:** *Purpose* – The goal of this article is to present conditions for the operation of Poland's local government units in the 2007–2016 period from the perspective of these entities' finances. The subject is considered with regard to major changes which took place in the economic environment of local government units in the past few years.

*Design/methodology/approach* – Such a complex study area requires various research methods to be applied in order to achieve the planned goal. The research procedure includes nonreactive research, a comparative historical approach and an analysis of official documents.

*Findings* – The analyses performed revealed the conditions of Polish local government units in 2007–2016 regarding the finances of these entities. The collected data points to frequent changes to the units' economic environment which require that the new challenges be appropriately addressed. An unstable economic setting shapes the conditions of the operations of gminas, cities with powiat rights, powiats and voivodships. Consequently, it uniquely affects the activities of local government units.

*Originality/value* – the analyses of the subject confirm that the operations of local government units are affected by various stimuli coming from the economic environment. For the past few years it underwent dynamic changes that made local government entities react to them and stand up to emerging challenges. Local government units' operations are determined by a group of interrelated conditions. The analysis of the operations of local government units in Poland in 2007–2016 indicates that finances are the foundation of the functioning of each local government unit and an indicator of reality and success of the public tasks performed.

**Keywords:** condition of operations, local government units, economic environment, finances

## Introduction

Local government units constitute important components of the public sector and their operations are affected by various factors coming from the economic environment, which has been changing extraordinarily during the past few years. The term *economic environment* should be understood as a space which local government units operate within and which is affected by economic, legal and political factors, among others. It encompasses all items present within the realm of the local government unit's economic space, affects its financial situation and shapes the conditions of the operations of gminas, cities with powiat rights, powiats and voivodships and also forces quick reactions to new challenges.

---

\* Małgorzata Dworakowska PhD, Warsaw School of Economics, Collegium of Socio-Economics, al. Niepodległości 162, 02-554 Warsaw, mdwora@sgh.waw.pl.

The purpose of this article is to present conditions of the operations of local government units in Poland during the 2007–2016 period from the perspective of these units' finances. The topic is considered taking into account all major changes affecting the economic setting of local government units.

## **1. Functioning of Local Government Units**

Local government units play an important role in the accomplishment of public tasks. Multiple layers and the complexity of tasks performed by the public, the local government sector demands searching for solutions that ensure optimal conditions for the realisation of these tasks. These may be investment or non-investment tasks. Decision-making aimed at the performance of public tasks entrusted to local government units require the creation of foundations to ensure essential financial resources. Accomplishment of a wider and wider catalogue of commissioned tasks depends on the budgetary abilities of local government units. These abilities rely on amounts allocated in revenue and income budgets as well as the total expenditure and outgoings incurred. Revenue and income provisioned in local government units' budgets are forecasts, while expenditure and outgoings set an impassable limit.

An extraordinarily important component of local government units' financial management is own revenue<sup>1</sup>, which should be the financial base. This means that their share in the total revenue structure of each local government unit should be as big as possible. Individual categories of local government units' own revenue are diverse, however (cf. Głowicka-Wołoszyn et al., 2017, pp. 396–398). The major group of own revenue includes amounts collected from taxes and charges. When analysing the share of own revenue in the total revenue of local government units in the 2007–2016 period (Table 1) one must point out that their biggest share was reported in gminas in 2015 (49.7%), in cities with powiat rights in 2007 (70.3%), in powiats in 2016 (35.4%), and in voivodships in 2007 (68.3%). The share of own revenue in total revenue in cities with powiat rights was impressive (over a half of the budget revenue); despite the fact it was continuously dropping in 2007–2012 and in 2016 compared to the previous year. However, own revenue was not the most significant component of the finance systems of powiats as their revenue structures were dominated by supplementary revenue components. The reason for this is a narrow catalogue of own revenue due to powiats, which makes them seek supplementary revenue to finance their entrusted tasks. In 2007–2008 and in 2016 own revenue constituted more than a half of the budget revenue of voivodships. A data analysis reveals that the best revenue structure of all of the categories of local government units is that of cities with powiat rights. The budget revenue of local government units affects these entities' expenditure capacity.

---

<sup>1</sup> Local government units' budgets also contain supplementary revenue sources, which may be transferred from the central state budget, budgets of other local government units and from other public funds. They may have the form of a general subvention or subsidies.

**Table 1**

Share of own revenue in local government units' total revenue in 2007–2016 (%)

Item	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
All local government units	56.4	55.0	48.6	48.3	48.8	49.1	50.0	50.7	52.0	49.9
Gminas	49.5	49.3	46.3	44.6	45.5	46.6	48.2	49.3	49.7	44.3
Cities with powiat rights	70.3	69.5	66.1	63.6	63.2	61.1	62.4	62.8	63.5	61.6
Powiaty	32.2	32.4	28.4	28.2	27.7	29.4	29.9	31.3	33.5	35.4
Voivodships	68.3	58.5	32.3	40.4	44.3	43.0	39.1	36.9	41.8	53.4

Source: author's own work based on *Reports of the Council of Ministers on the accomplishment of the state budget in 2007–2016. Information on the accomplishment of local government units' budgets.*

The budget expenditure of local government units satisfies the collective needs of local and regional communities. The directions of spending budgetary funds depend on expenditure priorities which are set within the catalogue of public tasks entrusted to local government units for completion. Among local government units' budgetary expenditure one may distinguish capital and current expenditure (Act on Public Finance, consolidated text 2017, art. 236). The key role in the creation of the social and economic development of a local government unit is played by capital expenditure as they allow financing investment undertakings. When analysing the share of capital expenditure in local government units' total expenditure structure in 2007–2016 (Table 2) one must stress that the greatest share was reported in gminas in 2010 (25.1%), in cities with powiat rights in 2009 (23.0%), in powiaty in 2010 (21.8%), and in voivodships in 2009 (48.7%). The higher the share of the capital category in the total revenue, the lower the share of the current revenue in the total revenue figures.

**Table 2**

The share of capital expenditure in total expenditure by categories of local government units in 2007–2016 (%)

Item	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
All local government units	21.0	22.0	25.7	24.9	23.4	19.7	19.0	21.0	19.6	12.5
Gminas	18.8	20.5	23.1	25.1	22.9	18.1	16.6	18.2	16.9	11.2
Cities with powiat rights	22.5	22.7	23.0	22.3	21.2	19.9	19.1	20.9	18.5	11.9
Powiaty	13.1	14.5	19.3	21.8	18.7	12.5	12.5	14.7	14.6	12.9
Voivodships	36.7	36.7	48.7	39.0	40.5	37.8	39.7	43.0	45.1	26.2

Source: author's own work based on *Reports of the Council of Ministers on the accomplishment of the state budget in 2007–2016. Information on the accomplishment of local government units' budgets.*

In the local government units' finance management system there are both positive and negative budget results and it is hard to clearly assess each of them as one needs to examine the causes. The presence of a budget deficit is combined with a situation where local

government units spend more than they collect as budget revenue (cf. Sołtyk, Dębowska-Sołtyk, 2016, pp. 84–88). The opposite of a deficit is a budget surplus, which is not always evidence for a properly managed finance system as its source may be, for instance, only the partial accomplishment of tasks. When analysing the budget results of local government units in 2007–2016 (Table 3) one must conclude that the positive results were observed both for individual categories of local government units as for the entire groups of these entities in 2007 and in 2016. Additionally, such results were generated by gminas in 2013 and in 2015, cities with powiat rights in 2015, powiats in 2008 and in 2012–2013 and in 2015 while the local government units as a whole in 2015. Other observations constitute evidence for the negative result in total, which reached the highest value in gminas, powiats and for all local government units in 2010, in cities with powiat rights in 2009 and in voivodships in 2011.

**Table 3**

Total budget results by categories of local government units in 2007–2016 (million PLN)

Item	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
All local government units	2 258	-2 602	-12 986	-14 970	-10 286	-3 046	-380	-2 417	2 604	7 634
Gminas	923	-578	-5 120	-7 430	-3 856	-84	601	-521	1 723	3 620
Cities with powiat rights	997	-1 720	-5 874	-5 069	-4 650	-2 484	-736	-1 402	736	2 479
Powiats	85	32	-1 071	-1 330	-507	46	161	-1	237	648
Voivodships	253	-337	-920	-1 141	-1 272	-525	-406	-493	-93	888

Source: author's own work based on *Reports of the Council of Ministers on the accomplishment of the state budget in 2007–2016. Information on the accomplishment of local government units' budgets.*

**Table 4**

Operating surplus by categories of local government units in 2007–2016 (million PLN)

Item	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
All local government units	17 719	17 739	11 960	9 284	10 994	11 626	14 337	16 318	18 228	20 526
Gminas	7 196	8 075	6 191	4 687	5 426	6 241	7 340	8 097	8 731	10 361
Cities with powiat rights	6 794	5 760	2 982	2 503	2 788	2 572	4 152	5 155	5 849	6 195
Powiats	976	1 099	883	780	1 268	1 092	1 256	1 496	1 613	2 063
Voivodships	2 753	2 804	1 904	1 313	1 512	1 721	1 588	1 571	2 034	1 906

Source: author's own work based on *Reports of the Council of Ministers on the accomplishment of the state budget in 2007–2016. Information on the accomplishment of local government units' budgets.*

In 2007–2016 all the analysed local government units reported positive results<sup>2</sup>, which means they revealed an operating surplus (Table 4). Along with the capital result the surplus make up the total result. When comparing the operating surplus with the total result one may spot how significant deficit, in the capital part related to the accomplishment of investment projects, was reported by local government units.

Operating surplus proves that the situation of the local government unit is strong and the surplus positively contributes to the capacity for assuming new financial obligations. The reason for reporting the operating surplus is the introduction of the principle of balancing the local government unit's budget in the current portion, which was applied for the first time in 2011. The finance management constitutes the financial base of local government units and affects the development of other areas of their operations.

## **2. Conditions of the Operations of Local Government Units**

The operations of local government units are determined by a series of interrelated factors, which in particular include: financial, social and economic, legal, political and administrative factors.

Those of key importance are the financial factors related to the unit's budget situation. They include particularly the share of own revenue in total revenue and the share of capital expenditure in total expenditure. Additionally, it is necessary to consider the budget result including the division into the operating (current) and capital parts. These issues have been described more extensively in the previous section.

Another group is constituted by social and economic factors. They include all factors which affect the social and economic development of a local government unit. An item worth pointing out is the living conditions of local people. The local government unit authorities should, in particular, undertake actions to decrease the unemployment rate and increase employment in their area, which is a direct public task to be performed by powiats and voivodships. Further important tasks are actions to encourage young people to continue their education in post-secondary schools – general or vocational – as graduates of those schools find it easier to get jobs. Public education tasks are performed by all local government units.

The next group is made up by legal factors. They include joint regulations that determine the conditions of local government units' operations specified in the Constitution of the Republic of Poland, ratified international agreements, acts and regulations as well as laws and regulations adopted by individual local government units in the form of local legal acts.

A further group is formed by political and administrative conditions among which an important factor is the experience of local government units in the efficient and effective acquisition of funds to cover the performance of public tasks, regardless of the source of

---

<sup>2</sup> The difference between current revenue and current expenditure.

financing (cf. Alińska, Dworakowska, 2015). Additionally, what matters here is the ability to conduct and account for the performed projects complying with all the requirements. The local government unit must also have a development policy and its authorities must focus on following the provisions of this development policy taking into account the activities undertaken by local decision-makers to fulfil pre-election promises, which not always reflects the most urgent expenditure needs of the local government unit.

It is necessary to comprehensively take into account the specified conditions and treat them as top priorities.

### **3. Major Changes in the Economic Surrounding of Local Government Units**

The economic environment of local government units is changing dynamically. The units must be able to react to new challenges coming from the economic surrounding. In the context of local government units' finances, one must point to the series of changes in their economic surrounding which in the past few years particularly distinctly affected the functioning conditions of those entities. Due to the natural constraints of this article, the analysis shall cover only the major changes.

The first of those changes is the state actions, observed in the past few years, resulting in the expansion of the number of public tasks entrusted to local government units, particularly gminas, as they are the entities with default competence for those tasks as stated in the Polish constitution.

This gives the local government units the possibility to decide upon a larger and larger range of tasks. However, it at the same time requires them to ensure funds to cover the expenditure to pay for the entire range of tasks. A significant problem for the finance management system of local government units is the formulation of new tasks and expansion of the scope of tasks so far performed without securing necessary funds for this purpose, which results in deficits reported in the finance management system of local government units. In such a situation it is necessary to select between the deterioration of the task performance standards, particularly in the case of costly and comprehensive projects, and financing – from other sources – of tasks with underestimated cost calculations, meaning the cost of other expenditure. The state seemingly is continuously contributing to the trend of expanding the types of tasks performed by local government units.<sup>3</sup>

The second change is the local government units' dependence on transfer revenue. These are supplementary revenue which, along with own revenue; make up the total budget

---

<sup>3</sup> An example is the maintenance of the “Rodzina 500 plus” program the performance of which is attributed to gminas predominantly. They perform numerous obligations related to the operation of this family benefit system. As early as in January 2016 during the sitting of the Joint Committee of Central and Local Governments local officials pointed particularly to the fact that the amounts allocated to the maintenance of this task are insufficient compared to the scale of the undertaking, as it will frequently require the hiring and training of new employees, ensure working space for them, etc. Cf. Gniadkowski (2016).

revenue. They comprise the general subvention granted on the basis of objective criteria and total subsidies which include targeted grants awarded discretionally. Thus, the general subvention constitutes the best source of finances for local government units. Another form of transfers to local government units is also the share in central budget taxes which, in the Polish legal regulations are treated as a category of own revenue. However, such a classification is artificial as gminas, powiats, and voivodships do not have any authority to shape those amounts. The dominant share of transfer revenue in the total revenue structure proves the local government unit is dependent on the state. This is manifested, among others, by the stronger reactions of local government units to those changes within the state finance situation which are the most unfavourable in the light of deteriorating economic dynamics. Additionally, the dependence grows even further along with increasing transfer shares as the purpose of those transfers are determined by the subsidiser.

The third change is the possibility to absorb funds from foreign sources. The local government units' ability to use non-refundable grants from structural funds and form a Cohesion Fund offers opportunities to accomplish numerous costly projects. EU funds constitute an exceptionally important source of co-financing and contribute, in particular, to the improvement of the condition of infrastructure, a flattening of the disproportional development of local government units, to faster local and regional development. The funds are granted in accordance with the principle of additionality and the expenditure is refunded only when a project is completed. The obligatory own contribution of the beneficiary, particularly with vast and costly investment undertakings may reach high amounts and this represents a significant constraint for local government units applying for non-refundable EU funds. The forecasted total own contributions of local government units in 2014–2020, which will be necessary to obtain the co-financing of projects from EU sources, will total as much as 60.62 billion PLN, while the total EU funds allocated to local government units amounting to 107.2 billion PLN (Sierak et al., 2013, p. 9). These data represent the scale of local government units' demand for financing. Here one must remember about the instability inside the EU, which is a community of states, evoked particularly by Brexit and the migration crisis. This may translate into an adjustment of the priorities of the EU structural policy and consequently, a change of the funds' allocation (cf. Poniatowicz, 2016, p. 20).

The fourth change is constituted by the limited possibilities of local government units to assume debts. 1 January 2014 was the date of the implementation of individual debt ratios calculated for each local government unit. Their structure refers to historical data from the past three years and is based mainly on the operating surplus value. Assuming debt is the primary way of gathering external funds, particularly taking of loans and credits for the accomplishment of investment projects in local government units. In this context one must refer to the issue of local government units' performing a larger and larger variety of tasks. Whether these tasks are completed or not depends not only on the acquired budget funds and expenditure incurred, but also on the debt limits in force, which allow or limit the possibility of using debt sources of task financing, particularly in the case of investment

tasks. The growing debt balance of local government units largely results from the fact that they are conducting investment projects for which there are no budget funds and which require refundable financing. Additionally, the completion of investment projects co-financed by the EU budget frequently requires the assumption of debt obligations that will need to be repaid in the future and which consume a significant portion of budget funds. The introduction of the rigorous debt limits may result in decreasing the absorption of EU funds by local government units, which would adversely affect local and regional development.

The fifth change is represented by frequent amendments to legal regulations and inflation of laws regulating the functioning of local government units. Legal regulations form the framework of local government units' operations, but do not constitute a stable and transparent system of law sources. The regulations lack precision, clarity and a comprehensiveness of the issues they apply to. Frequent changes of and gaps in the regulations impair the operations of local government units and negatively impact local and regional finance stability.

The sixth change is reflected by the impact of the economic crisis which began in 2007 in the United States of America, and which quickly spread to other continents and also reached EU states, including Poland. It affected the banking sector and its consequences resulted in difficulties in the functioning of the entire financial system. Some consequences of the crisis were mitigated by European institutions and mechanisms, an example of which may be EU structural funds. In the light of the economic crisis the EU aid funds played an important role and allowed preserving, in 2008–2010, the high involvement of Polish local government units in the completion of investment projects.

## **Conclusions**

To sum up, the operations of local government units require the management of finance and funds distribution among other public tasks, which fairly frequently compete with one another. Budget revenue and the expenditure of local government units are diverse, which is a consequence of, among others, different levels of social and economic development of various areas of the country. The relations between revenue and expenditure make it possible to analyse the budget balancing of these entities. The financial conditions of gminas, cities with powiat rights, powiats and voivodships influence all of the aspects of local government units' functioning.

The conducted analyses revealed conditions of the operations of local government units in Poland during the 2007–2016 period in the context of the finances of these entities. The collected data prove there were frequent changes made to the economic surrounding of local government units which require relevant reactions to new challenges. An unstable economic environment shapes the conditions of the functioning of local government units.



## References

- Act on Public Finance of 27 August 2009, consolidated text Journal of Laws 2017, item 2077, with further amendments.
- Alińska, A., Dworakowska, M. (2015). *Finanse jednostek samorządu terytorialnego*. In: A. Alińska, B. Woźniak (Eds.), *Współczesne finanse publiczne* (pp. 221–295). Warszawa: Difin.
- Głowicka-Wołoszyn, R., Wołoszyn, A., Kozera, A. (2017). Nierówności dochodowe samorządów gminnych w Polsce. *Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy*, 49, pp. 396–405.
- Gniadkowski, A. (2016). *Rodzina 500 + w Sejmie, akty wykonawcze gotowe – ważne oświadczenie samorządów*. Downloaded from: [www.wspolnota.org.pl/aktualnosci/aktualnosc/rodzina-500-w-sejmie-akty-wykonawcze-gotowe-wazne-oswiadczenie-samorzadow/](http://www.wspolnota.org.pl/aktualnosci/aktualnosc/rodzina-500-w-sejmie-akty-wykonawcze-gotowe-wazne-oswiadczenie-samorzadow/) (30.03.2018).
- Poniatowicz, M. (2016). Stabilność finansowa jednostek samorządu terytorialnego w aspekcie nowej perspektywy finansowej Unii Europejskiej i zmian w systemie dochodów samorządowych. *Ekonomiczne Problemy Usług*, 125, pp. 7–23.
- Reports of the Council of Ministers on accomplishment of state budget in 2007–2016. Information on the accomplishment of local government units' budgets.*
- Sierak, J., Bitner, M., Gałązka, A., Górniak, R. (2013). Oszacowanie środków niezbędnych do zapewnienia krajowego wkładu publicznego do projektów realizowanych w ramach średniookresowych ram finansowych 2014–2020. Warszawa: Ministerstwo Rozwoju Regionalnego.
- Sołtyk, P., Dębowska-Sołtyk, M. (2016). *Finanse samorządowe*. Warszawa: Difin.

### UWARUNKOWANIA DZIAŁALNOŚCI JEDNOSTEK SAMORZĄDU TERYTORIALNEGO W NIESTABILNYM OTOCZENIU GOSPODARCZYM

**Streszczenie:** *Cel* – Celem artykułu jest przedstawienie uwarunkowań działalności jednostek samorządu terytorialnego w Polsce w latach 2007–2016 z perspektywy finansów tych podmiotów. Rozważania są prowadzone z uwzględnieniem najważniejszych zmian w otoczeniu gospodarczym jednostek samorządu terytorialnego, które zachodziły w ostatnich latach.

*Metodologia badania* – Złożony obszar badawczy wymaga użycia różnych metod badawczych, aby osiągnąć wyznaczony cel. W procedurze badawczej wykorzystano metody badań niereaktywnych, zastosowano metodę historyczno-porównawczą i metodę analizy dokumentów urzędowych.

*Wynik* – Dokonane analizy pozwoliły wskazać uwarunkowania działalności jednostek samorządu terytorialnego w Polsce w latach 2007–2016 w kontekście finansów tych podmiotów. Zebrane dane świadczą o częstych zmianach w otoczeniu gospodarczym jednostek samorządu terytorialnego, które wymagają odpowiedniego reagowania na nowe wyzwania. Niestabilne otoczenie gospodarcze kształtuje warunki działania gmin, miast na prawach powiatu, powiatów i województw. Tym samym oddziałuje w szczególności sposób na działalność jednostek samorządu terytorialnego.

*Oryginalność/wartość* – Analiza badanej problematyki potwierdza, że na działalność jednostek samorządu terytorialnego oddziałują różnorodne bodźce, których źródłem jest otoczenie gospodarcze. Podlegało ono w ostatnich latach dynamicznym zmianom, które wymagały reagowania przez podmioty sektora samorządowego i odpowiedzi na rodzące się wyzwania. Działalność jednostek samorządu terytorialnego jest determinowana przez grupę powiązanych ze sobą uwarunkowań. Analiza działalności jednostek samorządu terytorialnego w Polsce w latach 2007–2016 wskazuje, że finanse są podstawową funkcjonowania każdej jednostki samorządu terytorialnego oraz wyznacznikiem realności i powodzenia realizowanych zadań publicznych.

**Słowa kluczowe:** uwarunkowania działalności, jednostki samorządu terytorialnego, otoczenie gospodarcze, finanse

## Citation

- Dworakowska, M. (2018). Conditions of the Operations of Local Government Units in Unstable Economic Environments. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 457–465. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-39.



## Cechy *homo oeconomicus*

Monika Różycka, Ireneusz Miciuła\*

**Streszczenie:** *Cel* – Celem artykułu jest próba odpowiedzi na pytanie, na ile w funkcjonującej rzeczywistości paradygmat *homo oeconomicus*, będący decydem w klasycznej, ortodoksyjnej ekonomii głównego nurtu (*mainstream economics*), odzwierciedla cechy płci (kobiet) i jakie niesie to implikacje dla gospodarki. *Metodologia badania* – Eksplikacja koncentruje się na badaniach jakościowych i do realizacji celu wykorzystano wtórne źródła informacji, w tym pozycje bibliograficzne zawierające krajową i zagraniczną literaturę przedmiotu oraz badania empiryczne.

*Wynik* – Próba nakreślenia problematyki dotyczącej osobistych decyzji w gospodarowaniu i poszukiwanie odpowiedzi, czy na decyzje te mogą mieć wpływ możliwe do wyodrębnienia cechy związane z płcią czy też rolę, której osobie gospodarującej jest ona przypisana. Tak, aby model opisujący decyzje w zarządzaniu finansami osobistymi był jak najbliżej rzeczywistości, co powoduje powstanie obiektywnej wiedzy ekonomiczno-biznesowej dotyczącej procesów gospodarowania.

*Oryginalność/wartość* – Kryterium związane z podziałem na płeć powoduje rozszerzenie i wzbogaca pole rozważań ekonomiczno-biznesowych. Nieuwzględnianie w statystykach płci stanowi mankament sektora przedsiębiorstw.

**Słowa kluczowe:** finanse osobiste, różnorodność, płeć w ekonomii, wartości kobiece w biznesie

### Wprowadzenie

Zjawisko zależności nauki od kontekstu społecznego opisywane było m.in. przez S. Kuhna (1963), który w książce *Struktura rewolucji naukowych* twierdził, że społeczność badaczy, przekazując sobie metody, umiejętności badawcze czy założenia proceduralne tworzy paradygmat, w obrębie którego później działa. I choć kategoria paradygmatu nadal pozostaje niedookreślona, ponieważ sam autor używał jej w swoich pracach, definiując ją na 23 sposoby (Klus-Stańska, 2012), to jego istnienie, według Kuhna, sprawia, że interakcje między różnymi grupami naukowców przebiegają na poziomie pewnej zinstytucjonalizowanej struktury pojęciowej, co zapewnia pomoc w zakresie przepływu danych oraz rozstrzygnięciu o istotności informacji. Rozwój wiedzy pozostaje w związku z hierarchią wartości społeczeństwa, w obrębie którego rozwinęła się dana instytucja, a tym samym struktura społecznych wartości może wpływać zarówno na sposób interpretowania faktów, jak i na wybór problemów badawczych. Krytycy koncepcji nauki neutralnej zwracają uwagę na zjawisko większego wpływu pewnych grup społecznych odnośnie do wybranych

---

\* mgr Monika Różycka, Uniwersytet Szczeciński, Wydział Zarządzania i Ekonomiki Usług, e-mail: monika.rozyc-ka@wzieu.pl; dr Ireneusz Miciuła, Uniwersytet Szczeciński, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, e-mail: ireneusz.miciula@usz.edu.pl.

zagadnień, mających podlegać badaniom, tym samym, dzięki posiadanym środkom, proces decyzyjny dotyczący podejmowanych kierunków badań pozostaje w ich gestii. Konsekwencją powstawania nauk w kulturze nacechowanej dominacją wartości i cech uznawanych przez mężczyzn oraz nieobecność kobiet w roli osób tworzących naukę, jest ich stronniczość (*bias*) (Pakszys, 1995, s. 85) i w efekcie część istotnych problemów badawczych może zostać pominięta (Herzog, 2003).

Autorstwo terminu *homo oeconomicus* przypisywane jest Vilfredo Pareto (1848–1923). Pojęcie to pochodzi z 1906 roku i oznacza człowieka ekonomicznego lub człowieka racjonalnego, który reprezentuje osobę działającą w biznesie – prowadzącą działalność gospodarczą, definiowaną jako egoistycznie nastawiony podmiot gospodarczy, odpowiedzialny za zaspokajanie własnych potrzeb i działający zgodnie z zasadą wolności. Paradygmat *homo oeconomicus* oznacza koncentrację tego podmiotu na interesie własnym, na niezależności i racjonalności, co powinno przyczyniać się do rozwoju dobra ogólnego (Persky, 1995, s. 221; Morawski, 2001; Szacki, 2002). Stanowisko, że „człowiek ekonomiczny” postrzegany jest jako „człowiek racjonalny”, głosił John Stuart Mill (1806–1873), który uważał, że konkretne zachowanie ludzkie w sferze gospodarowania da się wytłumaczyć w kategoriach idealnych, ściśle racjonalnych wyborów (Wach, 2010). Koncepcja Milla nawiązywała do natury człowieka przedstawionej przez Adama Smitha (1723–1790), powszechnie uznawanego za ojca ekonomii jako odrębnej dziedziny nauk, reprezentującego także główny nurt współczesnej ekonomii neoliberalnej, kapitalizmu i gospodarki wolnorynkowej.

W najczęściej chyba przywoływanym w ekonomii cytacie z najbardziej znanego dzieła Smitha z 1776 roku pt. *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, twierdził on, że: „Nie od przychylności rzeźnika, piwowara czy piekarza oczekujemy naszego obiadu, lecz od ich dbałości o własny interes. Zwracamy się nie do ich humanitarności, lecz do egoizmu i nie mówimy im o naszych własnych potrzebach, lecz o ich korzyściach” (Smith, 1954, s. 22). Fragment ten interpretowany zazwyczaj jest w kategoriach postrzegania człowieka jako ze swej natury troszczącego się o siebie samego, potrzebującego pomocy innych, ale nie bardzo mogącego liczyć na ich życzliwość. Z jednej strony podstawowym bodźcem *homo oeconomicus* nie jest sympatia do nas i chęć bycia miłym, lecz dbałość o własną korzyść i interes. Z drugiej strony jednak, Smith podkreśla, że ostatecznie przyczyniać się to powinno do wzrostu dobra ogółu. Stale czyniąc wysiłki, każdy człowiek stara się znaleźć najbardziej korzystne zastosowanie dla kapitału, którym rozporządza. Ma oczywiście na względzie przede wszystkim korzyść własną, a nie korzyść społeczeństwa – przekonuje Smith – ale poszukiwanie własnej korzyści w sposób naturalny, a nawet nieuchronny, wiedzie człowieka do tego, aby wybrał takie zastosowanie, jakie dla społeczeństwa jest najbardziej korzystne (Smith, 1954). Metaforą, którą posługuje się Smith do opisania motywów uczestników rynku, jest tzw. niewidzialna ręka. Kieruje ona człowiekiem tak, aby zdążył do celu, którego wcale nie zamierzał osiągnąć. Smith stwierdza jednak także, że jakkolwiek samolubny miałby być człowiek, to „są niewątpliwie w jego naturze jakieś pierwiastki, które

powodują, że interesuje się losem innych ludzi i sprawiają, że ich szczęście jest dla niego nieodzowne” (Smith, 1989, s. 5).

Pomijając kwestie inne, które A. Smith zawarł w swoich obszernych pismach<sup>1</sup>, warto zwrócić uwagę, że podmiotem u niego ani razu nie była „kobieca niewidzialna ręka”, której zajęcia nigdy nie zostały wliczone do pracy produktywnej. Aktualnie K. Kielos zadaje pytanie: „Czy rzeźnik, piekarz i piwowar w czasach A. Smitha mogliby w ogóle pracować, nie wymagając od kobiet przypisanej im roli?” (Kielos, 2014, s. 31). I dlaczego w standardowych modelach ekonomicznych wykonywana przez kobiety nieodpłatna praca domowa czy produkcja własna gospodarstw domowych nigdy do PKB (Produktu Krajowego Brutto) – czyli miary wartości wszystkich dóbr i usług wytworzonych przez obywateli danego kraju – wliczana nie była (Kielos, 2014)? Kiedy Smith pisał swoją teorię pracy i produktu (1776), kobiety utożsamiane były ze sferą domową, gdzie pracowały bezpłatnie, mężczyźni zaś ze sferą publiczną, czyli płatną pracą na rynku. Jako że przedmiotem ekonomii była publiczna sfera pieniądza, to sfera pracy bezpłatnej i jej aspektów została pominięta (Rumińska-Zimny, 2014). Natomiast należy poszukiwać najtrafniejszych i najbardziej racjonalnych rozwiązań (Miciuła, 2014), które w możliwie najbliższy sposób oddają rzeczywistość gospodarczą.

## 1. Ogólnie przyjęty model przedsiębiorczości

Szukając odpowiedzi na pytanie, w jaki sposób najbardziej skutecznie czy efektywnie wykorzystywać zasoby, współczesna ekonomia ortodoksyjna odzwierciedla faktyczne spojrzenie na gospodarkę z perspektywy aktywności zawodowej mężczyzn, ich interesów, wkładu w proces tworzenia dochodu i priorytetów w jego podziale. Innymi słowy, koncentruje się na regułach dotyczących tematyki związanej z produkcją czy pracą płatną typu finanse i handel, której sfera reprodukcji – czyli urodzenie dzieci oraz opieka nad bliskimi – są podporządkowane. Dominującą rolę odgrywają obecnie innowacyjne inwestycje czy start-upy, mniejszą natomiast wagę przykładają się odnośnie do umożliwienia dostępu do odpowiedniej infrastruktury opiekuńczo-społecznej, typu żłobki, przedszkola czy inne placówki opiekuńcze. Brakuje również odpowiednich proporcji wydatków. Mimo nacisków na wzrost dzietności w obliczu kryzysu demograficznego, związanego ze starzeniem się ludności, wciąż jeszcze nadaje się macierzyństwu nie do końca adekwatne i odpowiadające rangą znaczenie dla rozwoju gospodarki – tworzenia dobrobytu państw i obywateli (Rumińska-Zimny, 2017). Pomimo także spadku dzietności, związanego z decyzjami kobiet odnośnie

<sup>1</sup> oczywiście, można byłoby spekulować, jak potoczyłyby się rozwój nauk ekonomicznych, gdyby – oprócz *Traktatu o bogactwie...* A. Smitha – źródłem inspiracji w ekonomii było również wcześniejsze jego dzieło, zatytułowane *Teoria uczuć moralnych* (1759). Smith określał w nim zasady sprawiedliwości społecznej, w tym obowiązki państwa i społeczności wobec ubogich, a także funkcjonowanie dóbr i usług, które są poza niewidzialną ręką dogmatycznego rynku. Tak się jednak nie stało. Dotychczasowa ekonomia tworzyła się i opiera na zasadach opisanych w 1776 r. i gloryfikujących, będącą bodźcem do wymiany towarów, pogoń za zaspokojeniem własnych celów, gdzie bogactwo tworzy praca egoistycznego człowieka ekonomicznego podejmującego działania, by uzyskać dochód (Rumińska-Zimny, 2014, s. 4).

do braku chęci rodzenia dzieci<sup>2</sup>, podstawę decyzji budżetowych stanowią modele ekonomiczne, które ignorują tę sferę. Również problemy związane z łączeniem obowiązków zawodowych z rodzinnymi uważane są za indywidualną sprawę kobiet (Lisowska, 2014).

Aktualnie przyjmuje się, że nieodpłatna, kobieca praca na rzecz gospodarstwa domowego, przyjmować może wiele form, takich jak: utrzymanie porządku, przygotowywanie posiłków, opieka nad dziećmi lub starszymi osobami dorosłymi oraz inne prace domowe związane z zarządzaniem gospodarstwem domowym. Jakkolwiek wachlarz wykonywanych przez kobiety zadań jest dość szeroki, to powszechnie przyjęte jest, że również same kobiety najczęściej określają ww. aktywność jako „siedzenie w domu”. Inaczej jest w przypadku mężczyzn. Innymi słowy, tę samą czynność ocenia się różnie, w zależności od płci osoby wykonującej. Codzienna piętnastokilometrowa wędrowka jedenastoletniej dziewczynki, aby zebrać drzewo na opał dla swojej rodziny, w standardowych modelach ekonomicznych brana pod uwagę nie jest. Jednak gdy czasochłonne i wyczerpujące zajęcie fizyczne, takie jak czerpanie i dostarczanie do domu wody w krajach, gdzie brakuje kanalizacji, przypada mężczyznom – to uznawane jest za pracę, wliczaną do rachunku ogólnopolskiej produkcji dóbr i usług. Jeśli to samo zajęcie wykonuje kobieta – noszenie wody – według ekonomistów pracą być przestaje (Kielos, 2014; Ciechomska, 1996).

Pierwszy dokument akademicki, który reprezentował początek strumienia doświadczeń badawczych z wyszczególnieniem kobiet w sferze biznesu, autorstwa Eleanor Schwartz, opublikowany został w 1976 roku w *Journal of Contemporary Business* pod tytułem *Entrepreneurship. A new female frontier*. Do tego czasu w literaturze przedsiębiorczość uznawana była za pojęcie neutralne ze względu na płeć, z ogólnie przyjętym terminem przedsiębiorcy, odnoszącym się do wyposażonego w kompetencje i doświadczenie człowieka posiadającego pewne cechy osobowościowe. W literaturze przedsiębiorca zazwyczaj przedstawiany jest jako indywidualista, człowiek samodzielny, osoba o niezależnym charakterze. To samotny bohater, patriarchy – zdobywca (Hanson, 2003, s. 23). Guiso i Rustichini twierdzą, że istota przedsiębiorczości skoncentrowana jest na męskości i wymaga wysokiego poziomu testosteronu. Innymi słowy, „przedsiębiorczość” ma swój własny przedmiot, czyli „przedsiębiorcę”, nie zaś „przedsiębiorczość” i w dyskursie naukowym stanowi konstrukt, o którym nie można powiedzieć, że jest płciowo neutralny. Badania pokazują ponadto, że kobietom trudniej jest wpasować się do ogólnie przyjętego modelu przedsiębiorczości (McAdam, 2013, s. 22).

---

<sup>2</sup> Wprowadzenie w Polsce programu *500 Plus* ustawą o pomocy państwa w wychowywaniu dzieci, miało na celu przeciwdziałanie spadkowi demograficznemu w Polsce oraz pokrywanie wydatków związanych z zaspokajaniem potrzeb życiowych i wychowywaniem dzieci. Jakkolwiek może mieć wpływ na rezygnację z pracy nisko wykwalifikowanych kobiet, to nie rozwiązuje problemów, które są realnymi przyczynami niskiej dzietności w Polsce. Jednak może stanowić istotny element zmniejszający skalę ubóstwa dzieci.

## 2. Płeć jako główna kategoria analizy

Wiadome jest, że kobiety często robią rzeczy inaczej i z innych powodów niż mężczyźni, a także postępują inaczej oraz z innych powodów niż mężczyźni (Carter, Henry, O'Connell, Johnson, 2006). Dlatego też trudno byłoby się zgodzić, że kryterium związane z podziałem na płeć nie powoduje rozszerzenia i nie wzbogaca pola rozważań biznesowo-ekonomicznych. Stanowi determinantę, której w analizach dotyczących biznesu nadawać powinno się coraz większe znaczenie. Żadna inna z ról nie kieruje w większym stopniu zachowaniami jednostki, jej reakcjami emocjonalnymi, funkcjonowaniem poznawczym, wewnętrznymi przekonaniem oraz ogólnym przystosowaniem psychicznym i społecznym. Zachowanie zgodne z rolami płci uznawane jest za jedno z kryteriów oceny zdrowia psychicznego. Z różnicy płci wypływać mogą specyficzne cechy, szczególne talenty oraz zdolności (Hofstede, Hofstede, 2007). Jakkolwiek wśród kryteriów osobistej identyfikacji, według których dokonywać można rozróżnień determinujących posiadanie potencjału przedsiębiorczego danej osoby, wymieniane mogą być zarówno wiek, jak i rasa, język, poziom wykształcenia, kultura, styl życia, przekonania, status ekonomiczny czy preferencje, to podział ze względu na płeć stanowi jedno z najbardziej znaczących i powszechnych rozróżnień, z którym pracodawcy najczęściej mają do czynienia. Płeć, jak wiadomo, stanowi fundamentalny wskaźnik, między innymi z punktu widzenia wpływu na analizę rynku pracy. Nieuwzględnianie w statystykach płci właściciela firmy stanowi mankament sektora przedsiębiorstw oraz finansów osobistych (Lisowska, 2012).

Klasyczna ekonomia ortodoksyjna głównego nurtu (*mainstream economics*) przez długi czas, *de facto*<sup>3</sup>, zajmowaniem się kategorią płci nie była zainteresowana, a przez wiele lat rozwoju tej dyscypliny wytworzono przekonanie o jej neutralności ze względu na płeć. Ta pozorna neutralność związana była z wyeliminowaniem kobiet i kwestii kobiecych z tej dziedziny. Poddanie krytyce dokonań głównego nurtu ekonomii przez coraz większą liczbę kobiet-ekonomistek pokazało, że zarówno w metodach badawczych, jak i tematyce badań naukowych, od początku wykorzystuje się męski podmiot mówiący, promując tym samym męskość. Ostatecznie płeć, jako główna kategoria analizy, przyjęta została przez szkołę reprezentującą heterodoksyjną ekonomię feministyczną (FE). Immanentną jej cechą jest wprowadzenie perspektywy płci do wszystkich aspektów, dziedzin i tematów ekonomii. Okazało się, że płeć ma znaczenie w przypadku takich aspektów teorii ekonomicznych, jak rozszerzenie pola rozważań tej nauki w ujęciu mikro – na rynku pracy, szczeblu firmy albo rodziny, makroekonomii – na poziomie gospodarki, rachunku dochodu narodowego czy międzynarodowym – ekonomii rozwoju, handlu czy finansów (Zachorowska-Mazurkiewicz, 2011). W każdym z tych zakresów płeć powoduje rozszerzenie pola rozważań ekonomicznych.

Aktualnie uważa się, że kobiety wnoszą do biznesu odmienny punkt widzenia od mężczyzn, ponieważ większość kobiet zwraca uwagę na problemy istotne dla kobiet (Gatewood,

<sup>3</sup> Z wyjątkiem rozważań na temat rynku pracy.

Carter, Brush, Greene, Hart, 2003; Reynolds, Bygrave, Autio, 2004). Tego typu pogląd, poza rozszerzeniem pola badań ekonomicznych, przyczynia się do powstawania bardziej obiektywnej wiedzy ekonomicznej, a zatem i biznesowej (Charkiewicz, Łapniewska, 2016). Kobiety na przykład zazwyczaj zorientowane są holistycznie, inkluzyjnie, długoterminowo, ukierunkowane są na klienta, z zachowaniem standardów etyki. Zysk nie jest zwykle ich głównym celem. Zakładają więcej przedsiębiorstw społecznych. Bardzo często przyczyną zakładania własnego biznesu przez kobiety jest chęć uzyskania lepszej równowagi między życiem zawodowym a prywatnym. Z drugiej jednak strony, charakteryzują się większą awersją do ryzyka, co sprawia, że wolniej rozwijają swoje biznesy. Mają tendencję do prowadzenia biznesu, w którym zatrudniają mniej niż pięciu pracowników oraz „zdolność do słuchania, konsensualny styl zarządzania, wrażliwość na widzenie wszystkiego w większym rozmiarze” (Carter, Henry, O’Cinneide, Johnson, 2006, s. 7). Ogromne znaczenie związane z podziałem na płeć podkreśla się obecnie w sprzedaży, argumentując, że kobiety dokonują zakupów inaczej niż mężczyźni. Częściej i chętniej nabywają produkty wcześniej polecane przez osobę, do której mają zaufanie, najlepiej znaną im osobiście lub należącą do tej samej grupy zainteresowań. Nieustająco poszukują ideału, a nabycie kolejnego produktu wcale nie zaspokaja ich potrzeb (Szczepańska, 2018). Według najnowszych raportów, kobiety kontrolują zazwyczaj od 70 do 80% decyzji konsumenckich, co przekłada się na blisko 20 bilionów dolarów wydatków rocznie generowanych właśnie przez nie. Tendencje firm do inwestowania w badania mające na celu zrozumienie kobiet jako konsumentek, mają na celu dostosowywanie perspektywy tych firm do klienta-kobiety (Raport MPiPS, 2014, s. 31). Jak zauważa McCloskey, neoklasycyści ekonomiści „nie znoszą, kiedy im się mówi, że powinni być bardziej kobiecie” (Beneria, 2003, s. 2; Nelson, 1993). Działający w świecie biznesu i definiujący popularne aktualnie w Polsce myślenie ekonomiczne, *homo oeconomicus* spopularyzowany został jako dorosły mężczyzna z klasy uprzywilejowanej. Cechują go naganne co prawda w kategoriach etycznych nastawienie na zysk, chciwość, instynkt wymiany, a nawet skłonność do oszustwa – ponieważ jednak prowadzą do optymalnej alokacji zasobów, to uważa się, że zapewniają najlepszą efektywność gospodarczą. *Homo oeconomicus* to samotny, odpowiedzialny tylko za siebie i wyizolowany od społeczeństwa egoista, który w pogoni za zyskiem zawsze gotów jest do podjęcia walki z konkurencją. Ignoruje ograniczoną autonomię kobiet, osób starszych, podwładnych i dzieci – czyli osób uzależnionych od decyzji innych. Nie ma żadnych cech potrzebnych do działania w sferach takich, jak zdrowie, opieka w domu, współczucie czy więzi społeczne. Jego zachowania urzeczywistniają męski wzorzec ekonomii i stanowią podstawę polityki ekonomicznej. Są także swoistym wzorcem działań w biznesie, gdzie normą zachowania jest ekonomiczna racjonalność i dążenie do maksymalizacji zysków (Kielos, 2014).

Problem w tym, że w wielu przypadkach wyżej wymienione założenia nie potwierdzają się. A. Tversky i D. Kahnemann podważyli uniwersalistyczne roszczenia teorii racjonalnego wyboru: „Jednostki, podejmując działania (decyzje), posługują się «ramą decyzyjną», która częściowo jest następstwem zdefiniowania problemu decyzyjnego, ale częściowo



kształtowania przez normy, zwyczaje i osobiste cechy decydenta. W rezultacie uważają oni, że jednostki często przejawiają preferencje, które są niespójne z teorią użyteczności” (Tversky, Kahnemann, 1981, s. 458; Hausner, 2017). Rama ta umożliwia co prawda dostrzeżenie pewnych konsekwencji działania, ale eliminuje postrzeganie innych. Richard H. Thaler, argumentując, że człowiek nie zawsze, a właściwie rzadko kiedy, kieruje się czysto racjonalnymi przesłankami, został nagrodzony w 2017 roku nagrodą Nobla za wkład w ekonomię behawioralną, wyjaśniającą niektóre niespodziewane sytuacje na rynkach finansowych, a także rozmaite zachowania, które są sprzeczne z kalkulacjami ekonomicznymi<sup>4</sup> (Thaler, 2008).

Ludzie, a w szczególności kobiety, wchodzą ze sobą w interakcje w taki sposób, że raczej nawiązują emocjonalne więzi z innymi osobami, a nie separują się od nich. Założenie, że „Ja” „nawiązuje więzi z innymi”, że istnieje osobowość „relacyjna”, wymagałoby – jak twierdzi P. England – możliwości porównywania przez ludzi swoich modeli użyteczności, jak również lepszego zrozumienia społecznych uwarunkowań (Miciuła, Miciuła, 2015), w jakich powstają upodobania i ich nieustannej zmiany. Wiąże się z tym również model ludzkiego zachowania nieograniczający się wyłącznie – jak zakładają tradycyjne modele – do ekonomicznej racjonalności i egoizmu, lecz do oparcia na empatii, altruizmie i trosce o innych. Ten rodzaj zachowań wywala skłonność raczej do współpracy niż do konkurencji, poszukiwania rozwiązań wspólnotowych, a nie indywidualistycznych, i bardziej odpowiada kobiecości (Beneria, 2003).

Indywidualistyczne i androcentryczne założenia dotyczące zachowań konsumenckich lub teorie o alokacji czasu w tradycyjnych modelach makroekonomicznych bazują na założeniu, że w swoich zachowaniach aktorzy ekonomiczni kierują się ekonomiczną „racjonalnością”, czyli stanowiskiem wykluczającym jednocześnie wpływ jakiegokolwiek „emocjonalnego” przywiązania, związanego z indywidualnymi wyborami. Jak zauważa Paula England, trzy podstawowe założenia neoklasycznej teorii ekonomicznej – a mianowicie, niemożność interpersonalnych porównań użyteczności, egzogeniczność i stałe upodobania w modelach ekonomicznych oraz racjonalne, czyli egoistyczne zachowania, które wpływają na indywidualne decyzje – wynikają z postrzegania natury człowieka jako „zatomizowanego modelu”, który opiera się na założeniu, że ludzie są autonomicznymi jednostkami, odpornymi na wpływy społeczne oraz że nie ma między nimi wystarczających emocjonalnych więzi, aby empatia była możliwa. Takie zestawy cech w kulturze Zachodu – według J. Nelson – powiązane są z kulturowymi wizjami męskości i stereotypowo kojarzone są z męskością. Przeciwnieństwem zaś stereotypowego *homo oeconomicus* jest opisanie podmiotu ekonomicznego jako jednostki powiązanej z innymi, zainteresowanej dobrem innych, postrzeganej jako emocjonalnej, związanej z naturalnym środowiskiem społecznym. I ten typ człowieka bardziej kojarzony jest z kobiecością (Beneria, 2003). Idea klasycznego, nastawionego na zysk męzczyzny w abstrakcyjnym paradygmacie racjonalnego *homo oeconomicus* od pewnego czasu coraz częściej poddawana jest krytyce. W zamian uwzględnia

<sup>4</sup> Ekonomia behawioralna traktowana jest jako dziedzina analizy ekonomicznej, która weryfikuje założenia ekonomii neoklasycznej w oparciu o wyniki badań socjologicznych i psychologicznych.

się paradygmat człowieka emocjonalnego – *homo sapiens oeconomicus*, który przy podejmowaniu decyzji ekonomicznych kieruje się przesłankami odmiennymi niż *stricte* ekonomiczne. Jak wiadomo, zamierzenia człowieka niekoniecznie opierają się na założeniach racjonalnych. Istnieją, jak przekonuje również Dopfer (2004), inne przesłanki, które na bazie neurobiologii oraz aspektów psychospołecznych, odgrywać mogą kluczową rolę w procesie podejmowania tych decyzji.

Pomimo krytyki, między innymi sposobu funkcjonowania rynku i społeczeństwa rynkowego, w których kryje się – jak stwierdziła Diana Strassmann – „zdecydowanie androcentryczna i zachodnia perspektywa pojmowania indywidualności i sprawstwa jednostki” (Beneria, 2003, s. 10), wszczepiona niemal we wszystko logika ekonomii ortodoksyjnej głównego nurtu nadal traktowana jest jako jedyna właściwa. Począwszy od postrzeganych jako bardziej wartościowe, pozytywne i logiczne teoretycznych modeli matematycznych, przeciwstawianych kobiecemu brakowi logiki, cechującemu się podległością, i rozumowaniu dialektycznemu, które związane jest z intuicją i analogią. Zdominowana przez męski punkt widzenia, tradycyjnie pojmowana nauka, także w zakresie metod badawczych, utożsamiana jest z męskością (Rumińska-Zimny, 2017; Kielos, 2014).

## **Uwagi końcowe**

Traktowanie ekonomii jako synonimu teorii wyboru wspiera swoiste przekonanie, że tzw. twarda ekonomia lepsza jest niż miękka. Opiera się na skojarzeniu tego, co twarde, z pozytywnie wartościowaną, powiązaną z męskością siłą, przy negatywnej jednocześnie ocenie słabości, kojarzonej z kobiecością. Tymczasem – jak przekonuje A. Nelson – to, co twarde, może także oznaczać usztywnienie, a to, co miękkie – elastyczność. Pogoń za męskim, twardym punktem widzenia, wzdragającym się przed kojarzeniem z kobiecością, a zatem także z elastycznością – jak podkreśla Nelson – można uznać za powód usztywnienia, tak samo jak dążenie do kobiecej miękkości, która byłaby pozbawiona adekwatnej siły, kojarzyć się będzie ze słabością. I zadaje pytanie, czy elastyczna, a równocześnie twarda ekonomia, nie byłaby jednak bardziej zrównoważona (Nelson, 1993, s. 36).

Definiowany w takim „kobiecy” rozumieniu biznes stanowić powinien antytezę firmy opartej na chciwości, cynicznie i przedmiotowo traktującej klienta czy konsumenta jako ofiarę. Nie wyklucza to oczywiście badań dotyczących zapewnienia dóbr czy wygod bardziej luksusowych, stanowi raczej próbę przeniesienia priorytetów. Jakkolwiek bowiem granica między potrzebami a pragnieniami może być nieostra, to głównym celem i centrum zainteresowań współczesnej ekonomii powinno być kierowanie uwagi na palące kwestie, które mają istotne znaczenie dla dobrostanu jednostek i społeczeństw w zakresie lepszej ochrony warunków ludzkiego życia (przede wszystkim znaczącej populacji osób bardziej uzależnionych od okoliczności kształtowanych przez czynniki leżące poza ich kontrolą). Według Kennetha Bouldinga, życie gospodarcze jest procesem służącym zabezpieczeniu

warunków życia ludzkości, a nawet biosfery. Także inni badacze pisali o nadzwyczajnym zobojętnieniu tradycyjnej ekonomii wobec wyżej wymienionych zagadnień (Nelson, 1993).

Posługując się koncepcją *kooperacyjnego konfliktu*, Amartya Sen (1990) wskazuje, że modele neoklasyczne nie są w stanie wytłumaczyć systemowo gorszej pozycji kobiet w wielu społeczeństwach. Podkreśla jednocześnie, że kolizje interesów pomiędzy kobietami i mężczyznami nie są podobne do innych konfliktów, na przykład klasowych. Formułuje hipotezę, że spory między płciami mają charakter ponadklasowy i są niezależne od czynników różnicujących społecznie. Innymi słowy, klasę społeczną zmienić można, ale podziału płci przekroczyć się nie da. Dlatego – jak opisuje Sen – tak istotne jest odejście od modelu racjonalnego wyboru, zrozumienie możliwości współpracy i potencjalnych sprzeczności, które są skutkiem warunków życia kobiet i mężczyzn, wynikających z ich różnej siły przetargowej. Czynniki, które mogłyby wzmocnić tę siłę w odniesieniu do kobiet oraz kwestii dla nich ważnych, przyczyniać powinny się również do poprawy jakości życia w ogólności (Beneria, 2003).

## Literatura

- Beneria, L. (2003). *Kobiety i pleć w ekonomii – przegląd zagadnienia*. Warszawa: Boell.
- Carter, N.M., Henry, C., O’Cinneide, B., Johnson, K. (2006). *Female Entrepreneurship: Implications for Education*. London: Routledge, Taylor & Francis Group.
- Ciechomska, M. (1996). *Od matriarchatu do feminizmu*. Poznań: Wydawnictwo Brama – Książnica Włoczęgów i Uczonych.
- Charkiewicz, E., Łapniewska, Z. (2016). *Feminist Economics – A Review of Debates*. Melbourne: La Trobe University.
- Dopfer, K. (2004). The Economic Agent as Rule Maker and Rule User: Homo Sapiens Economicus. *Journal of Evolutionary Economics*, 2 (14), 177–195.
- Gatewood, E., Carter, N., Brush, C., Greene, P., Hart, M. (2003). *Women Entrepreneurs, their Ventures, and the Venture Capital Industry, An Annotated Bibliography*. Stockholm: ESBRI.
- Hanson, S. (2003). Geographical and Feminist Perspectives Faced by Entrepreneurs. *Geographische Zeitschrift*, 91, 1–23.
- Hausner, J. (2017). Wartości, normy, dobra. *Zarządzanie Publiczne*, 1 (39).
- Herzog, R. (2003). Pleć a nauka. Krytyka neutralności płci. *Kosmos*, 1 (52).
- Hofstede, G., Hofstede, J.G. (2007). *Kultury organizacyjne*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Kielos, K. (2014). *Jedyna pleć. O tym, dlaczego prześladowa Cię homo oeconomicus i jak niszczy Twoje życie, nie mówiąc już o światowej gospodarce*. Warszawa: Czarna Owca.
- Klus-Stańska, D. (2012). Wiedza, która zniewala. Ku perspektywie społeczno – kulturowej w edukacji. *Forum Oświatowe*, 1 (46).
- Lisowska, E. (2012). Przedsiębiorczość kobiet i ich wkład w rozwój gospodarczy. W: *Wiek po Marii Skłodowskiej-Curie. Emancypacja kobiet w Polsce i we Francji*, red. K. Nadana-Sokołowska, M. Rudaś-Grodzka, E. Serafin. Warszawa: IBN PAN.
- Lisowska, E. (2014). Self-employment and Motherhood: The Case of Poland. W: *Women’s Entrepreneurship in the 21st Century. An International Multi-Level Research Analysis*. London: Edward Elgar.
- McAdam, M. (2013). *Female entrepreneurship*. London–New York: Routledge, Taylor & Francis Group.
- Miciuła, I. (2014). Co to znaczy być innowacyjnym naukowcem? W: *Innowatyka – nowy horyzont*, red. M. Jasieński. Nowy Sącz: Wyższa Szkoła Biznesu w Nowym Sączu.
- Miciuła, I., Miciuła, K. (2015). Metody pomiaru wartości kapitału ludzkiego. *Współczesne Problemy Ekonomiczne*, 11, 858, 269–280.
- Morawski, W. (2001). *Socjologia ekonomiczna*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.

- Nelson, J.A., Ferber, M. (1993). *Beyond Economic Man, Choice or Security? Gender and Definition of Economics*. London: Boell Press.
- Pakszys, E. (2008). Czy etyka opiekuńcza (*ethics of care*) jest projekcją zasadniczego doświadczenia kobiet? *Colloquia Communia*, 1–2, 84–85.
- Persky, J. (1995). The Ethology of Homo Oeconomicus. *Journal of Economic Perspectives*, 1 (28), 221–231.
- Raport MPiPS (2014). Raport Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej. *Więcej równości – więcej korzyści gospodarce. Kobiety i mężczyźni na stanowiskach decyzyjnych w polskiej gospodarce w latach 2010–2013*. Warszawa: MPiPS.
- Reynolds, P., Bygrave, W., Autio, E. (2004). *Gem 2003 Executive Report*. Babson Park (MA): Babson College.
- Rumińska-Zimny, E. (2017). *Feministyczna ekonomia – po co i dla kogo?* Warszawa: PTE.
- Rumińska-Zimny, E. (2014). *Jedyna pleć. O tym, dlaczego prześladowuje Cię homo oeconomicus i jak niszczy Twoje życie, nie mówiąc już o światowej gospodarce*. Warszawa: Czarna Owca.
- Smith, A. (1954). *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*. Warszawa: PWN.
- Smith, A. (1989). *Teoria uczuć moralnych*. Warszawa: PWN.
- Szacki, J. (2002). *Historia myśli socjologicznej*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Szczepańska, M. (2018). *Konsumenci chcą wydawać z głową (raport Euromonitor International)*. Pobrano z: <https://www.pb.pl/konsumenci-chca-wydawac-z-glowa-903278> (18.02.2018).
- Thaler, M. (2008). Pobrano z: <https://www.youtube.com/watch?v=Dz9K25ECIpU> (2.01.2018).
- Wach, K. (2010). Od człowieka racjonalnego do emocjonalnego. Zmiana paradygmatu nauk ekonomicznych. *Horizonty Wychowania*, 9 (17).

#### FEATURES OF *HOMO OECONOMICUS*

**Abstract:** *Purpose* – The aim of the article is to try to answer the question how much in the functioning reality the homo oeconomicus paradigm, being the decision-maker in the classical mainstream economics, reflects the characteristics of gender (women) and the implications for the economy.

*Design/methodology/approach* – Explication focuses on qualitative research and secondary sources of information have been used to achieve the goal, including bibliographical entries, including national and foreign literature on the subject, and empirical research.

*Findings* – An attempt to outline the problem of personal decisions in management and the search for answers whether these decisions may be influenced by identifiable gender-related features, or the role that the managing person is assigned to. So that the model describing decisions in personal finance management is as close as possible to reality, which results in objective economic and business knowledge regarding management processes.

*Originality/value* – The criterion related to the division into gender causes the extension and enriches the field of economic and business considerations. Disregarding the gender owner in the statistics is a shortcoming of the enterprise sector.

**Keywords:** personal finance, diversity, gender in economics, woman's values in business

#### Cytowanie

- Różycka, M., Miciuła, I. (2018). Cechy *homo oeconomicus*. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 467–476. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-40.

## Federalizm fiskalny – wady i zalety

Barbara Wieliczko\*

**Streszczenie:** *Cel* – Celem artykułu jest prezentacja stanu aktualnej wiedzy na temat wad i zalet federalizmu fiskalnego. Niedawny światowy kryzys finansowy stanowił impuls do weryfikacji dotychczasowej oceny wad i zalet.

*Metodologia badania* – Artykuł bazuje na przeglądzie literatury dotyczącej problematyki federalizmu fiskalnego.

*Wniosek* – Wnioski wypływające z przeglądu badań na temat federalizmu fiskalnego wskazują na to, że zalety przewyższają nad wadami jedynie, gdy federalizm fiskalny wdrożony jest w warunkach dobrze funkcjonującego systemu instytucjonalnego i gdy istnieje efektywny mechanizm wspomagania najbardziej potrzebujących regionów przez pozostałe, czyli istnieje mechanizm redystrybucji.

*Oryginalność/wartość* – Praca umożliwia zapoznanie się z wynikiem dotychczasowych ustaleń co do bilansu kosztów i korzyści stosowania federalizmu fiskalnego, co stanowi głos w dyskusji na temat wad i zalet zwiększenia autonomii regionów w realizacji zadań państwa czy UE.

**Słowa kluczowe:** federalizm fiskalny, decentralizacja, oddziaływanie na wzrost gospodarczy

### Wprowadzenie

Systematycznie powraca temat podziału kompetencji i zadań między regionami a władzami centralnymi. W przypadku Unii Europejskiej, dodatkowo także między regionami i Komisją Europejską. Chodzi z jednej strony o problem ściśle polityczny – podziału władzy, a z drugiej o kwestie ekonomiczne – optymalizacji rozwiązań służącej efektywnemu wykorzystywaniu środków publicznych. Problem federalizmu fiskalnego jest też ważnym elementem badań dotyczących funkcjonowania unii monetarnych.

Federalizm fiskalny to koncepcja podziału zadań związanych z kwestiami budżetowymi między rząd centralny oraz władze poszczególnych regionów danego państwa. Teoria federalizmu fiskalnego rozwijana jest od połowy XX wieku. Szczególny wkład w jej rozwój wnieśli Musgrave i Oates. Już na początku rozwoju tej teorii wyznaczono ramy normatywne określające podział zadań między władze centralne (federalne) i regionalne. Wskazano na to, że rząd centralny powinien odpowiadać za stabilizację makroekonomiczną całego państwa oraz redystrybucję dochodów do najbardziej potrzebujących regionów (Oates, 1999, s. 1121). Przypisanie funkcji stabilizacji makroekonomicznej związane jest z tym, że regiony działają w państwie jako gospodarki otwarte i przy braku własnej polityki pieniężnej nie mają

---

\* dr Barbara Wieliczko, Instytut Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej – Państwowy Instytut Badawczy, ul. Świętokrzyska 20, 00-002 Warszawa, e-mail: Barbara.Wieliczko@ierigz.waw.pl.

możliwości stabilizowania swojej gospodarki, a rząd centralny może uwzględnić efekty zewnętrzne polityki fiskalnej regionów i wynikających z niej zależności (Evers, 2015, s. 59).

Federalizm fiskalny ma zarówno wady, jak i zalety. Główną zaletą jest większa efektywność wydatkowania środków (Oates, 1999, s. 1122). Natomiast podstawową wadą jest brak efektu skali, np. w zakresie ściągania podatków.

Boadway i Tremblay (2012, s. 1065) wymieniają dwa kluczowe podejścia do federalizmu fiskalnego<sup>1</sup>. Pierwszym z nich jest podejście zainspirowane przez Tiebouta. Zakłada ono, że rolą regionów jest dostarczanie dóbr publicznych o charakterze regionalnym zgodnie z preferencjami mieszkańców. Natomiast rząd centralny zajmuje się stabilizacją makroekonomii. To podejście prezentuje również tzw. teorematem decentralizacji, zaprezentowanym przez Oatesa.

W drugim podejściu podkreśla się heterogeniczność możliwości fiskalnych regionów. Ponadto zwraca się uwagę na, że regiony dostarczają nie tylko dóbr publicznych, ale także usług o charakterze indywidualnym. Podejście to prezentowali m.in. następujący badacze: Musgrave, Scott i Flatters.

Badania dotyczące federalizmu fiskalnego prowadzone są w ramach różnych dyscyplin naukowych i obejmują różnorakie kwestie i problemy. Należą do nich m.in. sposób podjęcia decyzji o decentralizacji, konkurowanie między władzami na tym samym szczeblu podziału administracyjnego państwa, konkurowanie między władzami na różnych szczeblach, federalizm asymetrycznego, federalizm kontraktowego, wpływ decentralizacji na rozwój gospodarczy i dostarczanie usług publicznych czy wdrażanie wielopoziomowych systemów fiskalnych. Obecnie rozwijane są badania w ramach tzw. drugiej generacji federalizmu fiskalnego. Dotyczą one implikacji, jakie niosą ze sobą bodźce generowane przez instytucje polityczne i fiskalne w kontekście tego, że politycy kierują się raczej własnymi celami politycznymi niż bezstronnymi realizatorami powierzonych im zadań (Weingast, 2014, s. 14).

Należy dodać, że badania nad federalizmem fiskalnym nie ograniczają się do państw o charakterze federacyjnym, ale dotyczą również rozwiązań w zakresie skali decentralizacji w państwach reprezentujących model unitarny. Przykładem takich badań jest analiza wpływu wprowadzenia w 2007 roku w Portugalii transferów środowiskowych w oparciu o wielkość obszarów chronionych przyrodniczo (Droste, Becker, Ring, Santos, 2017).

Celem artykułu jest prezentacja stanu aktualnej wiedzy na temat wad i zalet federalizmu fiskalnego. Niedawny światowy kryzys finansowy stanowił impuls do weryfikacji dotychczasowej oceny wad i zalet. Należy podkreślić, że w artykule federalizm fiskalny rozumiany jest bardzo szeroko, tj. obejmuje on wszelkie rozwiązania, w których władze na szczeblu niższym niż centralny posiadają jakikolwiek zakres swobody w wydatkowaniu środków publicznych, co z kolei oznacza, że praca nie ogranicza się do przypadków, w których regiony posiadają wpływ na politykę podatkową. Artykuł bazuje na przeglądzie

---

<sup>1</sup> Istnieją również modele o innych założeniach – np. o braku mobilności gospodarstw domowych. Wprowadzenie do tej problematyki zawarto m.in. w artykule Boadwaya i Tremblaya (2012).

literatury dotyczącej problematyki federalizmu fiskalnego. Poza zawartym we wprowadzeniu krótkim omówieniem koncepcji federalizmu fiskalnego, składa się z dwóch części. W pierwszej z nich omówiono wady, a w drugiej zalety federalizmu fiskalnego. W artykule przedstawiono również uwagi końcowe będące podsumowaniem treści wcześniejszych części opracowania oraz wskazujące na kierunki dalszych badań.

## 1. Wady federalizmu fiskalnego

Za główną wadę federalizmu fiskalnego uznaje się rezygnację z efektu skali w związku z mniejszym obszarem aktywności. Jest to szczególnie ważne, jeśli chodzi o system poboru i kontroli podatkowej. Mniejsze jednostki dysponują mniejszym potencjałem do realizacji tych działań.

Argumentem przeciwko federalizmowi fiskalnemu jest również ryzyko wzrostu nierówności między regionami przy braku odpowiedniego mechanizmu wyrównywania dochodów poprzez ich redystrybucję (Tsebelis, 2002, s. 89). Jednakże znaczne transfery dochodów mogą również prowadzić do wzrostu nierówności między regionami poprzez zniechęcanie do migracji między regionami (Kessler, Lessmann, 2009, s. 20).

Istnieje wiele różnych modeli realizacji federalizmu fiskalnego. Wśród nich wymienić można m.in. system, w którym występuje wspólna, centralna instytucja podatkowa, unitarny system podatkowy oraz system z wyrównywaniem poprzez dzielenie się nominalnymi przychodami podatkowymi. Pierwszy z systemów występuje w Stanach Zjednoczonych, drugi zaś w Kanadzie czy Niemczech. Rodzaj rozwiązań przyjętych w ramach federalizmu fiskalnego wpływa na koszty i korzyści gospodarcze. Badania Eversa (2015, s. 74) wskazują, że system wyrównywania przychodów podatkowych wpływa destabilizująco na zmiany w poziomie konsumpcji oraz ogranicza zakres międzyregionalnego łagodzenia ryzyka odnoszącego się do poziomu dochodów i konsumpcji. W rezultacie prowadzi to do strat w ogólnym poziomie dobrobytu.

Należy zwrócić również uwagę na wyniki badań empirycznych dotyczących Federacji Rosyjskiej w okresie 2005–2012. Wskazują one, że decentralizacja wydatków, której nie towarzyszy odpowiednia decentralizacja przychodów, jest negatywnie skorelowana z tempem rozwoju gospodarczego regionów (Yushkov, 2015, s. 404).

Również w przypadku analizy kilku krajów wskazano na negatywny wpływ wprowadzenia federalizmu fiskalnego na rozwój gospodarczy. Do takich wniosków doszli Rodriguez-Pose i Ezcurra (2010, s. 2), którzy analizowali dane dotyczące okresu 1990–2005 odnoszące się do 21 państw OECD. Badano nie tylko decentralizację fiskalną, ale i polityczną oraz administracyjną, a wyniki dotyczące oddziaływania federalizmu fiskalnego są istotne statystycznie i zbliżone dla różnych zestawów zmiennych. Słabsze zależności, również negatywne, dotyczyły decentralizacji politycznej i administracyjnej.

Jeśli na poziomie regionalnym brak reguł fiskalnych czy ograniczeń co do poziomu możliwego deficytu lub zadłużania się czy jednoczesnej gotowości, czy obowiązku wspierania

przez władze centralne regionów w sytuacji kryzysowej, może rodzić się pokusa nadmiernego wydatkowania środków, nierozsądnego gospodarowania, która zagraża nie tylko kondycji finansów publicznych, ale także rozwojowi gospodarstwu. W związku z tym niezbędne jest nie tylko przekazanie praw, ale także i obowiązków (OECD, 2016, s. 104).

Interesujące są również wyniki badań przeprowadzonych przez Tu, Tao i Guo (2017, s. 709), które dotyczyły wydatków na kulturę w chińskich prowincjach w okresie 1997–2015. Jednym z wniosków z tych badań jest stwierdzenie, że decentralizacja fiskalna doprowadziła do obniżenia poziomu wydatków na kulturę w relacji do całkowitych wydatków. Może się to jednak wiązać z podziałem zadań i możliwości finansowych poszczególnych szczebli chińskiej administracji, gdyż wskazano, że system transferu środków nie jest efektywnym narzędziem zwiększenia wydatków na kulturę.

Innym negatywnym zjawiskiem, które może się pojawić, jest korupcja. Trudno jednakże uznać, że jest to cecha specyficzna dla federalizmu fiskalnego, gdyż w określonej skali może występować niezależnie od tego, z jakim szczeblem władz mamy do czynienia. Występowanie i skala tego zjawiska są zazwyczaj zbliżone dla danego kraju i zależą od uwarunkowań kulturowych i instytucjonalnych.

## **2. Zalety federalizmu fiskalnego**

Podstawową zaletą uzasadniającą wprowadzenie federalizmu fiskalnego jest możliwość lepszego uwzględnienia preferencji społecznych zarówno w zakresie kierunku wydatkowania środków publicznych, jak i skali tych wydatków, co oznacza większą efektywność wykorzystania środków (Oates, 1999, s. 1122). Uzasadnieniem jest tu także asymetria informacji. To władze na poziomie regionów posiadają przewagę informacyjną w zakresie potrzeb regionów. Ten kanał oddziaływania zwany jest kanałem heterogeniczności (Baskaran, Feld, Schnellenbach, 2014, s. 46).

Dodatkową zaletą federalizmu fiskalnego jest to, że może prowadzić do szybszego rozwoju gospodarczego. Jest to zaleta przewidziana przez Oatesa i zakładana w przez wielu badaczy realizujących badania empiryczne i wynika z tego, że federalizm umożliwia ograniczenie wydatków dzięki lepszemu dostosowaniu zakresu dostarczanych przez państwo dóbr do potrzeb różnych grup (Brueckner, 2006, s. 2119). Natomiast jak wskazuje Hatfield (2015, s. 123), federalizm w połączeniu z konkurencją o kapitał sprawiają, że polityka podatkowa jest tak kształtowana, że zapewnia maksymalizację wzrostu gospodarczego. Oczywiście dzieje się tak przy założeniu, że całość kapitału jest mobilna i może swobodnie się przemieszczać, co w rzeczywistości nie ma miejsca, gdyż nieruchomości, jak ziemia i budynki, nie mogą się przemieszczać. Jednocześnie badacz ten wykazał, że wzrost następuje pod warunkiem tego, że przychody są wypracowywane w danej zdecentralizowanej jednostce terytorialnej.

Wzrost gospodarczy, dzięki federalizmowi fiskalnemu, może wynikać również z możliwości kształtowania regionalnej polityki gospodarczej w oparciu o obserwowane regionalne



potrzeby rozwojowe, co oznacza oddziaływanie na rozwój gospodarczy poprzez kanał zmian strukturalnych. Kolejnym kanałem oddziaływania jest kanał politycznych innowacji, czyli wdrażanie nowych, innowacyjnych rozwiązań w zakresie polityki gospodarczej. Może również występować kanał zachowania rynku. Jednak, jak wskazują Baskaran, Feld i Schnellenbach (2014, s. 46), literatura dotycząca innych kanałów niż kanał zmian strukturalnych i kanał heterogeniczności jest na wczesnym etapie rozwoju, stąd brak jednoznacznych wniosków, które kanały odgrywają szczególnie ważną rolę i przy jakich uwarunkowaniach.

Wspomniane już przy omawianiu wad badania Evarsa (2015, s. 74) wskazują, że – inaczej niż w przypadku modelu federalizmu z wyrównywaniem przychodów podatkowych – model bazujący na centralnej instytucji podatkowej oraz unitarnym systemie podatkowym zapewnia korzyści w postaci stabilizowania zmian w poziomie konsumpcji oraz zwiększa zakres międzyregionalnego dzielenia się ryzykiem dotyczącym poziomu dochodów i konsumpcji. Efektem tego jest podniesienie ogólnego poziomu dobrobytu.

Jak zauważył Sorens (2014, s. 251), opracowania o charakterze teoretycznym nie są jednoznaczne, jeśli chodzi o wpływ federalizmu fiskalnego na wielkość nierówności w poziomie rozwoju gospodarczego regionów. Jedne z nich wskazują na ryzyko wzrostu nierówności w rozwoju gospodarczym regionów przy zastosowaniu federalizmu fiskalnego, a drugie pokazują, że różnice te maleją. Przeprowadzone przez Sorensa badania, obejmujące 25 państw należących do OECD, dotyczyły okresu 1980–2005. Wyniki wskazują, że państwa, w których regiony miały większą autonomię w kształtowaniu polityki gospodarczej, w tym polityki podatkowej, odnotowały szybszy wzrost gospodarczy w regionach uboższych niż średnia dla całego kraju (Sorens, 2014, s. 252). Wyniki te są zbieżne z wcześniejszymi pracami wskazującymi na to, że w przypadku państw o dobrze zakorzenionej demokracji decentralizacja dotycząca podatków jest powiązana ze spadkiem zróżnicowania regionalnych dochodów *per capita*. Wnioski takie płyną m.in. z prac Ezcurry i Pascuala (2008), Lessmanna (2009) oraz Rodríguez-Pose'go i Ezcurry (2010). Natomiast Kyriacou, Muinelo-Gallo i Roca-Sagalés (2015, s. 1) podkreślają, że skuteczną strategią zmniejszania nierówności między regionami jest wprowadzenie decentralizacji fiskalnej, której towarzyszą działania służące poprawie jakości rządzenia.

Literatura przedmiotu wskazuje również na pozaekonomiczne korzyści ze stosowania federalizmu fiskalnego. Chodzi tu przede wszystkim o prace Buchanana, z których wynika, że federalizm fiskalny umożliwia obywatelom sprawowanie kontroli politycznej w szerszym zakresie niż przy jego braku. Jest to rezultat tego, że pojedynczy głos ma większy wpływ na wyniki wyborów (Feld, 2014, s. 1).

## Uwagi końcowe

Federalizm fiskalny jest zjawiskiem systematycznie badanym zarówno na gruncie teoretycznym, jak i praktycznym w odniesieniu do jego oddziaływania na wzrost gospodarczy,

jak i rozwiązania podatkowe. Literatura przedmiotu już w samej tylko kwestii wpływu federalizmu na wzrost gospodarczy wskazuje na kilka potencjalnych efektów decentralizacji władzy (Baskaran, Feld, Schnellenbach, 2014, s. 1).

Jak wskazuje Brooks (2014, s. 142), podstawowym wnioskiem wynikającym ze stosowania federalizmu fiskalnego jest taki podział kompetencji między poszczególne szczeble władz, aby każdy z nich koncentrował się na tych zadaniach, które może wdrażać najbardziej efektywnie. Warto przy tym zaznaczyć, iż nie jest to nic innego niż problem zasad subsydiarności i proporcjonalności, szczególnie ważny w funkcjonowaniu UE. Zasady te są podstawową do określenia podziału kompetencji między państwami członkowskimi i UE<sup>2</sup>.

Federalizm fiskalny umożliwi efektywniejsze zaspokojenie potrzeb mieszkańców, a co za tym idzie, może ograniczyć wydatki budżetowe w stosunku do tych ponoszonych przy braku wpływu władz regionalnego szczebla na skalę i strukturę wydatków. Jednakże nie musi się tak dzieć, a nawet może występować zjawisko korupcji i marnotrawienia środków.

Należy również zwrócić uwagę na fakt, że niektóre badania empiryczne nie przynoszą wyników jednoznacznie wskazujących na wady czy zalety stosowania federalizmu fiskalnego. Jednym z takich badań są wyniki uzyskane dzięki analizie próby 23 państw należących do OECD, gdzie analizowano dane z okresu 1975–2000 (Asatryan, Feld, 2013, s. 14). Warto jednak zaznaczyć, że wyniki przeglądu literatury dokonanego przez Baskarana, Felda i Schnellenbacha (2014, s. 47) pokazują, że badania empiryczne dotyczące pojedynczego kraju, a nie grupy państw, częściej wskazują na pozytywne oddziaływanie federalizmu na rozwój gospodarczy.

Przyszłe badania, zwłaszcza empiryczne, dotyczące więcej niż jednego kraju, muszą w większym stopniu brać pod uwagę uwarunkowania instytucjonalno-kulturowe i szczególne rozwiązania występujące w danym kraju oraz zróżnicowanie regionalne badanych państw. Ważnym problemem badawczym pozostaje również problem pionowej nierównowagi fiskalnej (*vertical fiscal imbalance* – VFI), zwanej również pionową luką fiskalną (*vertical fiscal gap* – VFG). Sama koncepcja jest w bardzo zróżnicowany sposób prezentowana w literaturze przedmiotu (Sharma, 2012, s. 100), stąd trudno o jednoznaczne wnioski co do wpływu tego zjawiska na rozwój gospodarczy regionów i rozwiązania z zakresu ekonomii politycznej służące minimalizacji tego problemu.

Kolejnym nabierającym rosnącego znaczenia problemem badawczym są relacje i zależności między federalizmem fiskalnym i środowiskowym. Koncepcja federalizmu środowiskowego jest coraz istotniejszą kwestią z uwagi na rosnący problem zmian klimatycznych i konieczności efektywniejszego i bardziej zrównoważonego wykorzystywania zasobów naturalnych. Relacje między obiema formami federalizmu muszą być odpowiednio ukształtowane, aby zapewnić zarówno rozwój gospodarczy wszystkich regionów, jak i zminimalizować negatywny wpływ działalności człowieka na stan środowiska naturalnego. Należy

---

<sup>2</sup> Są one zdefiniowane w art. 5 (3) Traktatu o Unii Europejskiej i Protokole nr 2 w sprawie stosowania zasad pomocniczości i proporcjonalności.

przy tym zaznaczyć, że dostępne są już pierwsze wyniki badań nad wpływem decentralizacji na zanieczyszczenie środowiska (np. Liu, Ding, He, 2017), jednak płynące z nich wnioski mają charakter bardzo ogólny.

Podsumowując, można stwierdzić, że ocena kosztów i korzyści wynikających z federalizmu fiskalnego wciąż jest niejednoznaczna. Bezspornie wynika z niej jednak, że oddziaływanie federalizmu na gospodarkę jest uzależnione od szczegółowych rozwiązań dotyczących podziału władzy między instytucjami centralnymi i regionalnymi oraz od lokalnych uwarunkowań polityczno-gospodarczych i kulturowych.

## Literatura

- Asatryan, Z., Feld, L.P. (2013). Revisiting the Link Between Growth And FEDERALISM: A Bayesian MODEL AVERAGING APPROACH. *ZEW Discussion Papers*, 13-049.
- Baskaran, T., Feld, L.P., Schnellenbach, J. (2014). Fiscal Federalism, Decentralization and Economic Growth: Survey and Meta-Analysis. *Center for Economic Studies & Ifo Institute Working Paper*, 4985.
- Boadway, R., Tremblay, J.F. (2012). Reassessment of the Tiebout Model. *Journal of Public Economics*, 96, 1063–1078.
- Brooks, J.R. (2014). Fiscal Federalism as Risk-Sharing: The Insurance Role of Redistributive Taxation. *Tax Law Review*, 68, 89–142.
- Brueckner, J.K. (2006). Fiscal Federalism and Economic Growth. *Journal of Public Economics*, 90, 2107–2120.
- Droste, N., Becker, C., Ring, I., Santos, R. (2017). Decentralization Effects in Ecological Fiscal Transfers: A Bayesian Structural Time Series Analysis for Portugal. *UFZ Discussion Papers*, 3.
- Ezcurra, R., Pascual, P. (2008). Fiscal Decentralization and Regional Disparities: Evidence from Several European Union Countries. *Environment and Planning A*, 40, 1185–1201.
- Evers, M.P. (2015). Fiscal federalism and monetary unions: A quantitative assessment. *Journal of International Economics*, 97, 59–75.
- Feld, L.P. (2014). James Buchanan’s Theory of Federalism: From Fiscal Equity to the Ideal Political Order. *Freiburger Diskussionspapiere zur Ordnungsökonomik*, 14/06.
- Hatfield, J.W. (2015). Federalism, Taxation, and Economic Growth. *Journal of Urban Economics*, 87, 114–125.
- Kessler, A., Lessmann, C. (2009). Interregional Redistribution and Regional Disparities: How Equalization Does (Not) Work. Pobrano z: <http://www.sfu.ca/~akessler/wp/disparities.pdf>.
- Kyriacou, A.P., Muinelo-Gallo, L., Roca-Sagalés, O. (2015). Regional Inequalities, Fiscal Decentralization and Government Quality: Empirical Evidence from Simultaneous Equations. *Governance and Economics Research Network Working Paper*, A 2015 – 1.
- Lessmann, C. (2009). Fiscal Decentralization and Regional Disparity: Evidence from Crosssection and Panel Data. *Environment and Planning A*, 41, 2455–2473.
- Liu, L., Ding, D., He, J. (2017). Fiscal Decentralization, Economic Growth, and Haze Pollution Decoupling Effects: A Simple Model and Evidence from China. *Computational Economics*. Pobrano z: <https://doi.org/10.1007/s10614-017-9700-x>.
- Oates, W.E. (1999). An Essay on Fiscal Federalism. *Journal of Economic Literature*, XXXVZZ, 1120–1149.
- OECD (2016). *Fiscal Federalism 2016. Making Decentralisation Work*. Paris: OECD Publishing.
- Rodríguez-Pose, A., Ezcurra, R. (2010). Is Fiscal Decentralization Harmful for Economic Growth? Evidence from the OECD Countries. *Spatial Economics Research Centre Discussion Paper*, 0051.
- Sharma, C.K. (2012). Beyond Gaps and Imbalances: Re-Structuring the Debate on Intergovernmental Fiscal Relations. *Public Administration*, 90, 99–128.
- Sorens, J. (2014). Does Fiscal Federalism Promote Regional Inequality? An Empirical Analysis of the OECD, 1980–2005. *Regional Studies*, 48, 239–253.
- Tsebelis, G. (2002). *Veto Players: How Political Institutions Work*. Princeton: Princeton University Press.
- Tu, B., Tao, X., Guo, N. (2017). Understanding Governmental Spending on Public Cultural Services: Exploring the Effects of Fiscal Decentralization. *Theoretical Economics Letters*, 7, 709–727.

- Weingast, B.R. (2014). Second Generation Fiscal Federalism: Political Aspects of Decentralization and Economic Development. *World Development*, 53, 14–25.
- Yushkov, A. (2015). Fiscal Decentralization and Regional Economic Growth: Theory, Empirics, and the Russian Experience. *Russian Journal of Economics*, 1, 404–418.

### **FISCAL FEDERALISM – ADVANTAGES AND DISADVANTAGES**

**Abstract:** *Purpose* – The aim of the article is to present the state of current knowledge concerning the advantages and disadvantages of fiscal federalism. The recent global financial crisis was an impulse to verify the current assessment of these advantages and disadvantages.

*Design/methodology/approach* – The article is based on a review of literature on the subject of fiscal federalism.

*Findings* – The conclusions stemming from this review indicate that the advantages exceed the disadvantages only when fiscal federalism is implemented in conditions of a well-functioning institutional system and when there is an effective mechanism for supporting the poorest regions by others, i.e. a mechanism of redistribution.

*Originality/value* – The paper enables getting acquainted with the results of the current arrangements regarding the balance of costs and benefits of using fiscal federalism, which is a voice in the discussion on the advantages and disadvantages of increasing the autonomy of regions in the implementation of state or EU tasks.

**Keywords:** fiscal federalism, decentralization, impact on economic growth

### **Cytowanie**

- Wieliczko, B. (2018). Federalizm fiskalny – wady i zalety. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 477–484. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-41.