

Zarządzanie i Finanse

Journal of Management and Finance



Rada Naukowa

prof. dr hab. Mirosław Szreder — przewodniczący — Uniwersytet Gdański;

prof. Wojciech Charemza, University of Leicester;

prof. Halina Frydman, Leonard N. Stern School of Business;

prof. dr hab. Krzysztof Jajuga, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu;

prof. dr hab. Stanisław Kasiewicz, Szkoła Główna Handlowa;

Agnieszka Kwapisz, Ph.D., College of Business, Montana State University;

Albert Mnacakanian, Ph.D., Bałtycki Instytut Ekonomiki i Finansów

w Kaliningradzie;

Wojciech Piotrowicz, Ph.D., Saïd Business School;

Sofia Brito Ramos, Ph.D., ISCTE Business School;

prof. Gopichand C. Tikkiwal, Jai Narain Vyas University

Redaktor Naczelny

prof. UG dr hab. Krzysztof Najman

Z-ca Redaktora Naczelnego

prof. UG dr hab. Kamila Migdał-Najman

Redaktorzy językowi

prof. UG dr hab. Aneta Lewińska (język polski)

David Gagan, M.A. (język angielski)

Redaktor statystyczny

prof. UG dr hab. Anna Zamojska

Redaktorzy tematyczni

dr hab. Ewelina Sokołowska, dr Olga Martyniuk (Finanse),

dr Jacek Maślankowski (Informatyka ekonomiczna), dr Sylwia Badowska

(Marketing), prof. UG dr hab. Kamila Migdał-Najman (Metody ilościowe),

dr Aleksandra Wiercińska (Rachunkowość), prof. UG dr hab. Paweł Antonowicz,

prof. UG dr hab. Tomasz Kawka, dr inż. Ewa Malinowska, dr Marek Rutka,

dr Krzysztof Szczepaniak, (Zarządzanie)

Redaktorzy numeru

prof. UG dr hab. Paweł Antonowicz, dr Paweł Galiński, dr Piotr Pisarewicz

Copyright by Wydział Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego

81-824 Sopot, ul. Armii Krajowej 101

ISSN 2084-5189

Wersja drukowana czasopisma ma charakter referencyjny.

W latach 2003–2011 czasopismo ukazywało się pod tytułem

„Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego”.

Korekta

Jerzy Toczek

Skład i łamanie

Mariusz Szewczyk

Druk

Zakład Poligrafii Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot, ul. Armii Krajowej 119/121

tel. 523-13-75, 523-14-49, e-mail: poligraf@gnu.univ.gda.pl

Spis treści

Paweł Antonowicz, Przemysław Banasik, Małgorzata Chruściak, Sylwia Morawska, Błażej Prusak , Prawne i zarządcze uwarunkowania skutecznej restrukturyzacji jako instytucji zapobiegającej upadłości przedsiębiorstw – perspektywa krajowa i benchmarki międzynarodowe	5
Adam Barembruch, Eugeniusz Gostomski , Obligacje przymusowo umarżane lub zamienianie na akcje (CoCos) – koncepcja oraz atrakcyjność w procesie restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków	23
Paweł Bielawski , Empiryczna weryfikacja modeli ekonomiczno-finansowych wyceny akcji spółek giełdowych należących do segmentu 250 plus	35
Marcin Borsuk, Adam Barembruch , Kształtowanie struktury kapitałowej banków – stylizowane fakty z polskiego sektora bankowego	49
Andrzej Dżuryk , List zastawny jako przykład bezpiecznego hipotecznego instrumentu finansowego	65
Paweł Galiński , Finansowanie i organizacja zarządzania kryzysowego i usuwania skutków klęsk żywiołowych w gminie	77
Krzysztof Gawron , Analiza płynności finansowej jako element oceny planu restrukturyzacyjnego przygotowanego w postępowaniu restrukturyzacyjnym	89
Patryk Kaczmarek , Rola zarządzania ryzykiem w restrukturyzacji przedsiębiorstwa	105
Damian Kaźmierczak , Wykorzystanie obligacji zamiennych w restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie	119
Błażej Lepczyński, Piotr Pisarewicz , Rola Komisji Nadzoru Finansowego w ograniczaniu ryzyka dla inwestorów na polskim rynku obligacji na przykładzie niewypłacalności spółki GetBack S.A.	133

Dorota Podedworna-Tarnowska , Niedowartościowanie w procesie IPO spółek migrujących z rynku NewConnect na rynek główny Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie	151
Anna Rutkowska , Społeczno-ekonomiczne przejawy sharing economy	165
Alina Rydzewska , Zarządzanie wartością przedsiębiorstw niefinansowych w obliczu procesów finansjalizacji	179
Sebastian Klaudiusz Tomczak , Verification of the effectiveness of re-estimated discriminant models on the example of the food manufacturing sector	193
Marcin Tomecki , Wpływ kształtowania treści tez dowodowych na szacowanie wartości szkód w związku z ustanowieniem obszaru ograniczonego użytkowania	207
Dariusz Wieczorek , Warunki skutecznej kontroli kosztów projektów	221
Magdalena Wysocka , Determinanty rozwoju innowacyjności w województwie warmińsko-mazurskim	233

Paweł Antonowicz*
Przemysław Banasik**
Małgorzata Chruściak***
Sylwia Morawska****
Błażej Prusak*****

Prawne i zarządcze uwarunkowania skutecznej restrukturyzacji jako instytucji zapobiegającej upadłości przedsiębiorstw – perspektywa krajowa i benchmarki międzynarodowe

Wstęp

Z dniem 1 stycznia 2016 r. weszła w życie ustawa – Prawo restrukturyzacyjne [ustawa, 2015], która zmieniła dotychczasowe ramy prawne dotyczące funkcjonowania przedsiębiorstw w fazie kryzysu finansowego, zagrażającego utracie ich płynności finansowej oraz wypłacalności. Równoległe z nią nastąpiła nowelizacja ustawy z 2003 r. – Prawo upadłościowe i naprawcze [ustawa, 2003], której brzmienie tytułu uległo zmianie na Prawo upadłościowe. Wraz z pojawieniem się w 2004 r. intencjonalnie dostosowanych przez ustawodawcę przepisów Prawa upadłościowego i naprawczego do potrzeb współczesnej gospodarki pojawiła się możliwość instytucjonalnego wsparcia przedsiębiorstw procesami naprawczymi [szerzej: Antonowicz, 2015]. Jak pokazały jednak statystyki sądowe, w kolejnych latach procesy te praktycznie nie miały miejsca w gospodarce [Antonowicz, 2014]. Natomiast w zależności od roku skala ogłoszonych upadłości obejmowała między 700 a 900 jednostek gospodarczych. Minęło dwa i pół roku od dnia wejścia w życie Prawa restrukturyzacyjnego, a także

* Prof. UG dr hab., Katedra Ekonomiki Przedsiębiorstw, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, ul. Armii Krajowej 101, 81-824 Sopot, pawel.antonowicz@ug.edu.pl

** Prof. PG dr hab., Katedra Przedsiębiorczości i Prawa Gospodarczego, Wydział Zarządzania i Ekonomii, Politechnika Gdańska, ul. Traugutta 79, 80-230 Gdańsk, przemyslawbanasik@tlen.pl

*** Mgr, adwokat, Ernst & Young Law Tałasiewicz, Zakrzewska i Wspólnicy sp.k., Rondo ONZ 1, 00-124 Warszawa, malgorzata.chrusciak@pl.ey.com

**** Prof. SGH dr hab., Katedra Prawa Administracyjnego i Finansowego Przedsiębiorstw, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, ul. Madałińskiego 6/8, 02-513 Warszawa, smoraw@sgh.waw.pl

***** Prof. PG dr hab., Katedra Analizy Ekonomicznej i Finansów, Wydział Zarządzania i Ekonomii, Politechnika Gdańska, ul. Traugutta 79, 80-230 Gdańsk, blazej.prusak@zie.pg.gda.pl

znowelizowanego Prawa upadłościowego. Wydaje się, iż w statystyce sądowej dostrzec możemy zjawisko zastąpienia pewnej części upadłości przedsiębiorstw procesami restrukturyzacyjnymi. Podczas gdy jeszcze w 2015 r. miało miejsce w Polsce 750 upadłości przedsiębiorstw, to w 2016 r. były ich 606, przy jednoczesnym pojawieniu się 212 postępowań restrukturyzacyjnych. Natomiast kolejny rok (2017) zakończył się dalszym wzrostem liczby restrukturyzacji, których odnotowano aż 348, przy jednoczesnym malejącym trendzie skali procesów upadłościowych (591 orzeczeń) [Centralny Ośrodek Informacji Gospodarczej, b.d.].

Cel główny opracowania został sformułowany w postaci trzech celów szczegółowych: 1) przedstawienie oceny dokonanych zmian legislacyjnych z perspektywy praktyki gospodarczej, 2) sformułowanie rekomendacji, a także 3) określenie postulowanego kierunku dalszej ewolucji Prawa upadłościowego i restrukturyzacyjnego (wnioski *de lege lata* i *de lege ferenda*). Rozważania zostały oparte na dostrzegalnych dysfunkcjach tych procesów w praktyce, wynikających m.in. z benchmarków i doświadczeń międzynarodowych. Przedstawione w artykule wnioski wynikają również ze wspólnie opracowanych przez autorów opracowania rekomendacji dla Europejskiego Kongresu Finansowego (EKF), zatytułowanych *Restrukturyzacja finansowa przyjazna dla biznesu*, które stanowiły wynik interdyscyplinarnej debaty ekonomistów, prawników, doradców restrukturyzacyjnych, a także przedstawicieli wymiaru sprawiedliwości i praktyków, uczestniczących w Międzynarodowej Konferencji Naukowej Kongres Restrukturyzacyjny, przy EKF w czerwcu 2018 r.¹

1. Ewolucja prawa upadłościowego – od modelu wierzycielskiego do modelu prodłużniczego

Instytucja upadłości podlegała przemianom w procesie rozwoju systemu kapitalistycznego i co do zasady jest pochodną roli państwa w gospodarce. Sama historia prawa upadłościowego, a dokładnie pierwszych regulacji prawnych, sięga okresu starożytnej Mezopotamii (XVIII wieku p.n.e.). Ewolucja nie zakończyła się do dnia dzisiejszego i zmierza do coraz łagodniejszego traktowania dłużników [Prusak, 2011]. Samo prawo upadłościowe i praktyka jego stosowania wyrosła ze stosowanych wcześniej wzorów postępowania. Wierzyciel i jego prawo do odzyskania wierzytelności od

¹ „Restructuring Congress and European Financial Congress” (20–21 czerwca 2018 r.), organizowany przez Wydział Zarządzania oraz Wydział Ekonomiczny Uniwersytetu Gdańskiego, Wydział Zarządzania i Ekonomii Politechniki Gdańskiej, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Europejski Kongres Finansowy – realizujący publiczne, praktyczystyczne debaty środowisk biznesu, nauki i polityki, odbywające się w ramach działalności Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową – Gdańskiej Akademii Bankowej.

dłużnika było priorytetowym wyznacznikiem wszelkich regulacji prawa upadłościowego. Państwo, realizując politykę łagodniejszego traktowania dłużnika, może narzucić regulacje realizujące powyższy cel, a tym samym określić kierunek ewolucji instytucji w czasie. Rysunki 1 i 2 przedstawiają ramowy zarys ewolucji instytucji upadłości: w ujęciu podmiotowym i funkcjonalnym.

Rysunek 1. Ewolucja instytucji upadłości – ujęcie podmiotowe



Źródło: Opracowanie własne.

Rysunek 2. Ewolucja instytucji upadłości – ujęcie funkcjonalne



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Kowalewska i inni, 2011, s. 52–53].

W ujęciu podmiotowym (rys. 1) można wyróżnić trzy podstawowe modele instytucji upadłości:

- 1) model przyjazny wierzycielom,
- 2) model mieszany,
- 3) model przyjazny dłużnikom.

W ujęciu funkcjonalnym (rys. 2), w toku rozwoju prawa upadłościowego, wykształciły się trzy podstawowe modele postępowania z dłużnikiem niewypłacalnym [Kowalewska i inni, 2011, s. 52–53]:

- 1) model likwidacyjny – najstarszy z modeli, polegający na tym że przedsiębiorstwo dłużnika niewypłacalnego powinno zostać zlikwidowane, a jego majątek rozdzielony pomiędzy wierzycieli (tzw. egzekucja generalna). Jego celem jest uporządkowanie wzajemnych stosunków wierzycieli przy podziale majątku dłużnika. Polityka II szansy powinna w modelu tym, jak zauważają A. Kowalewska, T. Jagusztyn-Krynicki, P. Zimmerman oraz J. Szut [2011], dać podstawę do wyodrębnienia upadłości o podłożu kryminalnym od upadłości likwidacyjnych;
- 2) model układowy – odpowiedź na sytuację, w których likwidacja majątku dłużnika nie była najkorzystniejsza dla jego wierzycieli. Polega on na zapewnieniu warunków do zawarcia układu między wierzycielami i dłużnikiem, w którym ci pierwsi ograniczą swoje roszczenia, umożliwiając zachowanie przedsiębiorstwa dłużnika.

W tym wypadku, jak zauważają przywołani wyżej autorzy raportu PARP: „ekonomiczny koszt odrodzenia przedsiębiorcy spoczywa na wierzycielach, jednak kryterium dopuszczenia do układu jest przewidywana przewaga wielkości z zaspokojenia w układzie nad ewentualną likwidacją majątku” [Kowalewska i inni, 2011, s. 52–53];

- 3) model ochronny – oznaczający czasowe zawieszenie prawa wierzycieli do egzekwowania swoich roszczeń, celem umożliwienia dłużnikowi zrestrukturyzowania własnego przedsiębiorstwa.

W Polsce postępowanie wobec niewypłacalnych przedsiębiorców reguluje przywołana we wstępie opracowania ustawa Prawo upadłościowe. Podlega ona ciągłym zmianom legislacyjnym. Ostatnia nowelizacja, obowiązująca od 1 stycznia 2016 r., zmieniła aksjologiczne podstawy postępowań upadłościowych. Doprowadziła do przyznania prymatu zasadzie ochrony dłużnika i jego przedsiębiorstwa nad ochroną praw wierzycieli. Przed powyższą zmianą wydaje się, iż najważniejszy był interes wierzyciela i jak najszybsze zaspokojenie jego należności [Gurgul, 2006, s. 14–15; Zedler, Jakubecki, 2006, s. 26]. Każda zatem niewypłacalność przedsiębiorcy miała prowadzić do szybkiego wszczęcia postępowania upadłościowego w taki sposób, aby możliwe było zaspokojenie wierzycieli z majątku niewypłacalnego dłużnika. Obecnie obowiązujące w Polsce Prawo upadłościowe i jego podstawy aksjologiczne wpisują się w nowe podejście do niepowodzenia w działalności gospodarczej i niewypłacalności zawarte w Zaleceniu Komisji Europejskiej z dnia 12 marca 2014 r.² [Zalecenie, 2014]. Podstawowe cele tej regulacji to:

- 1) zapewnienie przedsiębiorcom i ich kontrahentom skutecznych instrumentów do restrukturyzacji przy jednoczesnej maksymalizacji ochrony praw wierzycieli;
- 2) zapewnienie instytucjonalnej autonomii postępowań restrukturyzacyjnych w oderwaniu od stygmatyzujących postępowań upadłościowych;

² Celem zalecenia jest zapewnienie, aby rentowne przedsiębiorstwa znajdujące się w trudnej sytuacji finansowej, niezależnie od miejsca ich siedziby na terenie Unii, miały dostęp do krajowych ram postępowania upadłościowego, umożliwiających restrukturyzację na wczesnym etapie, tak aby zapobiec ich niewypłacalności, zapewniając tym samym maksymalizację całkowitej wartości dla wierzycieli, pracowników, właścicieli oraz dla całej gospodarki. Celem zalecenia jest również umożliwienie uczciwym przedsiębiorcom, wobec których ogłoszono upadłość, skorzystanie z drugiej szansy na terenie Unii Europejskiej. Nowe Prawo upadłościowe diametralnie zmieniło podejście do przedsiębiorcy przeżywającego problemy finansowe. Wprowadziło prymat postępowania restrukturyzacyjnego nad upadłościowym. Celem postępowań restrukturyzacyjnych jest uniknięcie ogłoszenia upadłości dłużnika poprzez umożliwienie mu restrukturyzacji w drodze zawarcia układu z wierzycielami, a w przypadku postępowania sanacyjnego również poprzez przeprowadzenie działań sanacyjnych, przy zabezpieczeniu słusznych praw wierzycieli.

- 3) wprowadzenie zasady subsydiarności postępowania upadłościowego jako *ultima ratio* wobec ekonomicznego niepowodzenia restrukturyzacji;
- 4) zwiększenie uprawnień aktywnych wierzycieli;
- 5) maksymalizacja szybkości i efektywności restrukturyzacji oraz upadłości;
- 6) odformalizowanie postępowań i szersze wykorzystanie w nich nowoczesnych narzędzi teleinformatycznych;
- 7) zwiększenie odpowiedzialności nierzetelnych dłużników i upadłych.

2. Ekonomiczne uzasadnienie zmian w Prawie upadłościowym

Uzasadnieniem dla przeprowadzenia zmian w prawie upadłościowym stała się praktyka stosowania prawa. Wyniki przeprowadzonych badań³ doprowadziły autorów do wniosku, że funkcjonujący w Polsce model postępowania upadłościowego nie realizował swojej podstawowej funkcji windykacyjnej. Stopień zaspokojenia wierzycieli w wyniku przeprowadzonego postępowania upadłościowego obejmującego likwidację majątku dłużnika był znikomy. Koszty postępowań upadłościowych przekraczały 40% masy upadłości, a przeciętny czas postępowań (liczony od złożenia wniosku o ogłoszenie upadłości) trwał przeciętnie 2 lata. Postępowania upadłościowe zamrażały tym samym środki finansowe na lata, nie zapewniając ich szybkiej alokacji. Prawo upadłościowe nie eliminowało nierentownych przedsiębiorców. Tym samym nie wypełniało funkcji profilaktycznej w postaci niedopuszczenia do dalszych niewypłacalności, które były następstwem niepłacenia zobowiązań przez niewypłacalnego dłużnika [Kruczalak-Jankowska, 2010, s. 15]. Postępowanie upadłościowe nie spełniało także funkcji oddłużeniowej. Restrykcyjny, przyjazny wierzycielom model postępowań upadłościowych nie kształcił wśród przedsiębiorców określonych wzorów zachowań, które można było określić jako postawę rzetelnego przedsiębiorcy (funkcja profilaktyczna). Nie uwzględniał on bowiem założenia, że jego adresaci byli podmiotami racjonalnymi ekonomicznie (*homo oeconomicus*), kalkulującymi swoje ryzyko, czas i koszty postępowań. Złożenie wniosku o ogłoszenie upadłości przez przedsiębiorcę rodziło ryzyko. Wybór pomiędzy likwidacją a restrukturyzacją niewypłacalnego przedsiębiorcy opierał się bowiem na jednoznacznych przesłankach o charakterze formalnoprawnym, a nie na całościowej ocenie ekonomicznej. Ekonomiczna definicja bankructwa nie odpowiadała sztywnej definicji normatywnej. Ta sytuacja powodowała, że

³ Wyniki badań prezentowane w ramach artykułu zostały przeprowadzone w ramach grantu zatytułowanego: *Efektywność procedur upadłości*, kierowanego przez E. Mączyńską, finansowego przez Ministerstwo Nauki i Szkolnictwa Wyższego (nr: N112180739).

przedsiębiorcy sięgali po upadłość w ostateczności. Stąd też prawie 17% składanych wniosków o ogłoszenie upadłości było przez sąd oddalonych z powodu braku majątku na pokrycie kosztów postępowania. Zbyt późne złożenie wniosku przekładało się na niską skuteczność prowadzonych postępowań.

Regulacje prawne dla przedsiębiorców w kryzysie przed zmianą obowiązującą od 1 stycznia 2016 r. nie były dostosowane do konkretnych potrzeb i preferencji potencjalnych adresatów norm prawa na rynku krajowym, a także nie były konkurencyjne w stosunku do innych systemów prawnych. Grupy interesów rozgrywały, kosztem przedsiębiorcy, swoje własne interesy. W sferze normatywnej funkcjonowało restrykcyjne prawo upadłościowe. Po złożeniu przez przedsiębiorcę wniosku o ogłoszenie upadłości sąd posiadał jedynie „pozorną” swobodę w podjęciu decyzji o wyborze opcji upadłościowej (likwidacyjnej lub układowej). Zawsze musiał kierować się interesem wierzycieli. O kryzysie tego modelu świadczyły zaległości sądów w rozstrzygnięciu spraw, długotrwałość postępowań, niski poziom satysfakcji wierzycieli będący odbiciem niskiej stopy zwrotu i wreszcie nieadekwatna do sytuacji ekonomicznej liczba składanych wniosków o upadłość. Szybkość, sprawność i niezawodność postępowania przed sądami pozostawały w sferze postulatów i niezrealizowanych założeń. Rozstrzygnięcie sporów w ramach prowadzenia działalności gospodarczej na tle utraty (przejściowej lub trwałej) wypłacalności odbywało się w sformalizowanym i skomplikowanym dla przedsiębiorców postępowaniu. Dotychczasowy model w zbyt dużym stopniu faworyzował wierzycieli, przynajmniej formalnie, bo długotrwałość postępowań niweczyła te założenia.

3. Prawne aspekty postępowań restrukturyzacyjnych i upadłościowych – perspektywa międzynarodowa

Z uwagi na to, że procesy globalizacji i internacjonalizacji są uznawane za coś powszechnego, czego konsekwencją jest wzrost liczby przedsiębiorstw międzynarodowych, a także krajowych podmiotów gospodarczych eksportujących produkty za granicę lub realizujących usługi na rzecz jednostek z innych krajów, coraz więcej podmiotów gospodarczych charakteryzuje się punktem styku w relacji do jednostek zagranicznych. Stąd też, uwzględniając zasięg obowiązywania prawa upadłościowego w relacji do tych jednostek, można wyodrębnić następujące rodzaje postępowań upadłościowych:

- 1) transgraniczne – charakteryzujące się występowaniem pewnego elementu o charakterze transgranicznym (tzw. punktu styku z obcymi porządkami prawnymi), który może się przejawiać: występowaniem

majątku dłużnika w co najmniej dwóch państwach, istnieniem zobowiązań dłużnika w co najmniej dwóch państwach lub ewentualnie tym, iż sam dłużnik, jako określony podmiot prawa, zlokalizowany jest w dwóch lub więcej państwach [Szydło, 2009, s. 45–49];

- 2) terytorialne – charakteryzujące się brakiem jakiegokolwiek z wyżej wspomnianych elementów transgranicznych i obejmujące z reguły swoim zasięgiem majątek dłużnika położony na terytorium jednego kraju.

W ramach upadłości transgranicznych, biorąc pod uwagę perspektywę państw w nie zaangażowanych, można zaś wyróżnić:

- 1) upadłości krajowe z elementem zagranicznym – tj. postępowania upadłościowe wszczęte przeciwko określonemu dłużnikowi w danym państwie i zakładające występowanie określonego elementu transgranicznego, czyli powiązania z innym lub z innymi państwami;
- 2) upadłości zagraniczne z elementem krajowym – tj. postępowania upadłościowe wszczęte przeciwko określonemu dłużnikowi w innym państwie i zakładające występowanie określonego elementu transgranicznego z danym rozpatrywanym państwem [Szydło, 2009, s. 59–61].

W związku z tym, że transgraniczne postępowania upadłościowe odbywają się na styku reżimów prawnych co najmniej dwóch państw, generują one wiele wyzwań dla stron w nie zaangażowanych, m.in.:

- 1) określenia jurysdykcji⁴;
- 2) problemów związanych ze skoordynowaniem działań i podjęciem współpracy pomiędzy sądami oraz administratorami różnych państw;
- 3) określenia relacji zachodzących między równoległe toczącymi się w kilku państwach postępowaniami upadłościowymi wobec tego samego przedsiębiorstwa międzynarodowego⁵;
- 4) przeprowadzenia postępowania upadłościowego międzynarodowej grupy kapitałowej, w sytuacji gdy niektóre spółki zależne są nadal wypłacalne.

W celu poprawy skuteczności prowadzenia transgranicznych postępowań upadłościowych powstało wiele rozwiązań prawnych, wśród których

⁴ W wielu przypadkach upadłości transgranicznych odnotowuje się konflikty na tym tle pomiędzy sądami poszczególnych państw.

⁵ W tym wypadku mogą powstawać choćby problemy dotyczące wyboru rodzaju postępowania upadłościowego – likwidacyjnego czy restrukturyzacyjnego; kraje mogą preferować jedno z tych rozwiązań; mogą również występować np. różnice w zakresie uprzywilejowania wierzycieli itd.

najczęściej stosuje się: protokoły⁶, umowy bilateralne⁷ lub multilateralne⁸, a także wszelkiego rodzaju źródła tzw. miękkiego prawa mające charakter zaleceń, zasad, wskazówek, przewodników itp. [Prusak, 2011, s. 199–208].

W Unii Europejskiej podstawowy akt prawny, w którym zawarto przepisy dotyczące upadłości transgranicznych, pochodzi z dnia 29 maja 2000 r. i jest to rozporządzenie Rady (WE) w sprawie postępowania upadłościowego [rozporządzenie Rady (WE), 2000], które było wielokrotnie zmieniane, a następnie zostało uchylone i zastąpione rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/848 z dnia 20 maja 2015 r. w sprawie postępowania upadłościowego [rozporządzenie Rady (WE), 2015], które weszło w życie poza niektórymi przepisami od dnia 26 czerwca 2017 r. W przeciwieństwie do poprzedniego rozporządzenia, w którym uregulowano zagadnienia dotyczące m.in. jurysdykcji, koordynacji postępowań, w obecnym akcie prawnym uwzględniono także kwestie nawiązujące do postępowań upadłościowych grup przedsiębiorstw oraz rejestrów upadłości w poszczególnych krajach członkowskich (zgodnie z art. 92 powinny być one dostępne od 26 czerwca 2018 r.), które mają być wzajemnie połączone i dostępne od 26 czerwca 2019 r. Na dzień 20 września 2018 r. na portalu e-Sprawiedliwość rejestr upadłości udostępniło jedynie osiem krajów: Niemcy, Estonia, Włochy, Łotwa, Holandia, Austria, Rumunia, Słowenia. W Polsce dyskusja na temat wprowadzenia takiego rejestru toczy się już od kilku lat, natomiast do tej pory nie został on zaimplementowany. Zgodnie z najnowszymi przepisami ustawy – Prawo restrukturyzacyjne taki rejestr miałby obowiązywać od 1 lutego 2019 r. [Janik, 2017, s. 46–68]. Warto również nadmienić, że wspomniane rozporządzenie nie ma zastosowania do postępowań upadłościowych i restrukturyzacyjnych wobec: zakładów ubezpieczeń, instytucji kredytowych, przedsiębiorstw inwestycyjnych oraz przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania.

4. Dysfunkcje w procesie restrukturyzacyjnym – perspektywa praktyki gospodarczej

Opisane we wcześniejszych punktach opracowania kierunki zmian i ewolucji prawa upadłościowego w połączeniu z dotychczasowymi doświadczeniami praktyki gospodarczej wskazują na coraz częstsze wykorzystywanie w Polsce przez przedsiębiorców możliwości oferowanych przez regulacje ustawy Prawo restrukturyzacyjne. Szczególnie,

⁶ Dotyczą one uzgodnień prawnych pomiędzy sądami krajów zaangażowanych w zakresie pojedynczego transgranicznego postępowania upadłościowego.

⁷ Dotyczą wszystkich postępowań upadłościowych realizowanych na styku dwóch państw.

⁸ Dotyczą wszystkich postępowań upadłościowych realizowanych na styku więcej niż dwóch państw.

w porównaniu z niemal niefunkcjonującym wcześniej w praktyce postępowaniem naprawczym, widać istotny wzrost zainteresowania tą formą restrukturyzacji.

Na podstawie dotychczasowej praktyki można jednak zaobserwować pewne dysfunkcje procesu restrukturyzacji prowadzonego w oparciu o przepisy Prawa restrukturyzacyjnego. Na potrzeby niniejszego artykułu zostały one jedynie zasygnalizowane – bez szerszej analizy prawnej i ekonomicznej, zawartej w innych publikacjach autorów opracowania. Celem pośrednim niniejszego artykułu było jednak zwrócenie na nie uwagi, aby poddać je pod rozważenie i uwzględnić w dyskusjach w toku prac nad nowelizacją przepisów Prawa restrukturyzacyjnego. Warto także lobbować na rzecz podejmowania działań pozaprawnych zwiększających wśród przedsiębiorców świadomość rozwiązań istniejących w polskim prawie oraz stymulujących wiedzę na temat ich praktycznych konsekwencji.

4.1. Stygmatyzacja przedsiębiorcy w restrukturyzacji i problemy z pozyskaniem nowego finansowania

Zasadniczym celem wyodrębnienia regulacji restrukturyzacyjnych z Prawa upadłościowego było uniknięcie stygmatyzacji podmiotów, które wchodzi w ten proces, oraz ograniczenie negatywnych konsekwencji tej decyzji, oddziałujących na ich działalność biznesową w trakcie samego procesu restrukturyzacyjnego. Z analizy doniesień prasowych często można wysnuć wniosek, że poziom rozpoznawalności odrębności postępowania restrukturyzacyjnego i brak tożsamości tego procesu z postępowaniem upadłościowym jest bardzo niski, nawet wśród dziennikarzy – a więc osób zajmujących się tym zagadnieniem profesjonalnie. Jak wskazują praktyczne doświadczenia podmiotów, które zdecydowały się na restrukturyzację (szczególnie w trybie postępowania sanacyjnego), przedsiębiorca, rozważając podjęcie takiej decyzji, powinien wziąć pod uwagę konsekwencje biznesowe negatywnego odbioru tej decyzji przez jego partnerów biznesowych. Do najczęstszych – wprost przekładających się na wyniki finansowe – należą m.in.: odmowa kontynuowania dostaw w oparciu o kredyt kupiecki bez zabezpieczenia, skrócenie terminów płatności, czy ograniczenie limitów kredytowych przez ubezpieczycieli.

Praktyka wskazuje także, że pomimo pewnych rozwiązań prawnych ograniczających ryzyko podmiotów udzielających finansowania podmiotowi w restrukturyzacji, „apetyt” instytucji finansowych na udzielenie nowego finansowania takiemu przedsiębiorcy jest bardzo niewielki. Tymczasem bardzo często pozyskanie takiego finansowania jest kluczowym warunkiem powodzenia całego procesu restrukturyzacji. Problem ten ma oczywiście charakter bardziej złożony, nie jest więc wyłącznie konsekwencją

regulacji prawnych dających ochronę dłużnikowi w restrukturyzacji, uznawanych przez niektórych praktyków za zbyt daleko idące. Brak zainteresowania często bowiem spowodowany jest złym przygotowaniem przez przedsiębiorcę planu działań restrukturyzacyjnych, który przedstawiany jest bankom. Innym powodem jest także podejmowanie tych działań na zbyt późnym etapie, a więc wtedy, gdy ich szanse powodzenia są już znikome. Należy jednak stwierdzić, że banki podchodzą bardzo ostrożnie do angażowania środków we wsparcie podmiotów w restrukturyzacji i sytuacje, gdy banki zdecydowały się na udzielenie finansowania podmiotowi w restrukturyzacji są rzadkie. Warto więc podjąć szerszą dyskusję na temat powodów takiego stanu rzeczy, szczególnie biorąc pod uwagę dotychczasowe doświadczenia instytucji finansowych, które zdecydowały się udzielić wsparcia przedsiębiorcom w restrukturyzacji, aby wypracować rozwiązania bardziej przyjazne i sprzyjające podejmowaniu pozytywnych decyzji w tym zakresie.

4.2. Ograniczona możliwość wpływu przedsiębiorcy w restrukturyzacji i jego wierzycieli na przebieg procesu restrukturyzacji

Kolejną kwestią, która ma bardzo istotny i niestety również negatywny wpływ na atrakcyjność procesu restrukturyzacji, zarówno z punktu widzenia samego dłużnika, jak i jego wierzycieli, jest ich ograniczony wpływ na formalny przebieg postępowania oraz czas trwania, który często przekracza terminy wskazane w regulacjach prawnych. Dla zmiany tej sytuacji w ocenie autorów kluczowe jest poprawienie efektywności pracy sądów restrukturyzacyjnych. Biorąc pod uwagę obciążenie sądów rejonowych prowadzeniem postępowań dotyczących upadłości konsumenckiej, sukcesywnie zwiększającą się ich liczbę oraz projektowane zmiany ustawodawcze, liberalizujące przesłanki wnioskowania o upadłość konsumencką (co bez wątpienia przełoży się na jeszcze większe obciążenie sądów rejonowych tymi postępowaniami), należy powrócić do pomysłu umiejscowienia postępowań restrukturyzacyjnych w sądach okręgowych. Także, niezależnie od kwestii nadmiernego obciążenia sądów rejonowych, istotnym argumentem za przyjęciem takiego rozwiązania jest stopień skomplikowania i złożoności takich postępowań, szczególnie w przypadku przedsiębiorców prowadzących działalność biznesową na dużą skalę, w ramach grup kapitałowych oraz wchodzących w proces głębokiej reorganizacji w oparciu o regulacje dotyczące procedury sanacji. Kwestia ta była dyskutowana już na etapie prac ustawodawczych nad projektem Prawa restrukturyzacyjnego, w toku których przywoływano bardzo ważne argumenty za przyjęciem takiego rozwiązania. Warto wrócić do tej dyskusji w oparciu o obserwacje wynikające z ponad dwóch lat funkcjonowania Prawa restrukturyzacyjnego

oraz mając na uwadze planowane zmiany prawa skutkujące zwiększeniem obciążenia sądów rejonowych.

Z obserwacji toczących się procesów można także wyciągnąć wniosek, że dla powodzenia procesu bardzo istotne jest właściwe wsparcie i zaangażowanie zarządcy lub nadzorcy. W tym kontekście należy zwrócić uwagę na nierelevantne doświadczenia osób pełniących dotychczas funkcję syndyka w stosunku do zakresu działań wymaganych od zarządcy restrukturyzacyjnego i nadzorcy. Kwestia automatycznego umożliwienia osobom pełniącym funkcję syndyka wejścia w rolę doradcy restrukturyzacyjnego budziła wątpliwości już na etapie prac nad regulacjami Prawa restrukturyzacyjnego. Działalność doradcy powinna skupiać się przede wszystkim na merytorycznym doradztwie zarządczym, które jest istotą trwałej zmiany organizacyjnej w przedsiębiorstwie. Co więcej, wydaje się, że także obecna struktura testów wiedzy dla kandydatów na doradców restrukturyzacyjnych zdecydowanie preferuje znajomość prawa i marginalnie weryfikuje poziom wiedzy zarządczej, ekonomicznej oraz finansowej u kandydatów. W konsekwencji oznacza to, że osoby, których rolą jest przeprowadzenie przedsiębiorcy lub udzielenie mu wsparcia w procesie (gdy pozostawiony przedsiębiorcy zostanie zarząd nad przedsiębiorstwem), często nie mają fachowego merytorycznego przygotowania do pełnienia tej roli ani praktycznych doświadczeń wymaganych dla robienia tego w sposób efektywny.

Czynnikiem, który ma także negatywny wpływ na postrzeganie narzędzi Prawa restrukturyzacyjnego jako atrakcyjnego sposobu restrukturyzacji przedsiębiorstw, są problemy praktyczne, związane z realizowaniem wymogów i obowiązków dłużnika, np. brak wiarygodnej platformy internetowej umożliwiającej głosowanie nad układem przez wielu wierzycieli w sposób bezpieczny, rzetelny i wiarygodny, a jednocześnie niegenerujący istotnych kosztów po stronie przedsiębiorcy.

W praktyce coraz częściej mamy do czynienia z procesami, które po stronie wierzycieli gromadzą duże grono podmiotów (liczone w setkach lub nawet w tysiącach). Mając na uwadze takie sytuacje, Prawo restrukturyzacyjne przewiduje możliwość głosowania nad układem poza zgromadzeniem wierzycieli, w tym także z wykorzystaniem nowoczesnych narzędzi informatycznych. Wydaje się, że w tym zakresie regulacje prawne pozostawiają swobodę co do sposobu zorganizowania tego procesu w stopniu uzasadnionym. Jednak oferta podmiotów, które świadczą tego typu usługi, mając na to stosowne certyfikaty gwarantujące rzetelność, wiarygodność i prawidłowość obliczeń, jest bardzo ograniczona, co przekłada się na wysokie koszty, które generuje po stronie przedsiębiorcy w restrukturyzacji konieczność przeprowadzenia głosowania.

W kontekście braku dostatecznie jasnych regulacji prawnych warto także zwrócić uwagę w toku dalszych prac nad doprecyzowaniem rozwiązań dotyczących trybu i formy prawnej ustanawiania zabezpieczeń wykonania układu. W praktyce pojawiają się istotne wątpliwości, szczególnie co do możliwości oraz wymogów prawnych związanych z ustanowieniem hipoteki na rzecz administratora hipoteki. W ocenie autorów istnieją ważne argumenty, wynikające zarówno z analizy orzecznictwa oraz poglądów doktryny, że taka możliwość istnieje oraz że sam układ jest podstawą do złożenia wniosku i jego pozytywnego rozpoznania przez sąd wieczysto-księgowy. Jednak jasne regulacje w tym zakresie, zawarte w Prawie restrukturyzacyjnym, bez wątpienia byłyby pomocne dla rozwiania wątpliwości i uniknięcia ryzyka odmiennych interpretacji.

Na koniec należy również zwrócić uwagę na istotny brak regulacji dotychczasowych przepisów Prawa restrukturyzacyjnego, pomijający całkowicie możliwość restrukturyzacji grup kapitałowych. W dyskusjach praktyków restrukturyzacyjnych temat ten jest bardzo często podnoszony, jako postulat *de lege ferenda*.

5. Zakończenie – restrukturyzacja finansowa przyjazna dla biznesu – rekomendacje

Jak już podkreślono, w krajach Unii Europejskiej w ostatnich latach kładzie się duży nacisk na promowanie i realizację polityki drugiej szansy oraz zwiększenie efektywności procedur upadłościowych w krajach członkowskich. Z wielu raportów wynika, że postępowania upadłościowe są zbyt długie i kosztowne, a proces umorzenia długów niewypłacalnych przedsiębiorców i ich powrót z nowymi projektami na rynek trwają bardzo długo. Nadal dominują postępowania likwidacyjne nad restrukturyzacyjnymi, a wczesna naprawa przedsiębiorstw zagrożonych niewypłacalnością stanowi rzadkość [McCormack i inni, 2016]. Dlatego też Komisja Europejska skorzystała z tzw. źródeł miękkiego prawa i zaproponowała w 2014 r. Zalecenie w sprawie nowego podejścia do niepowodzenia w działalności gospodarczej i niewypłacalności [Zalecenie Komisji, 2014]. Niestety, takie rozwiązanie nie przyniosło oczekiwanych rezultatów we wszystkich krajach UE, w związku z tym pojawiła się nowa propozycja dyrektywy [Directive EU, 2012]. Kładzie ona nacisk na harmonizację prawa w krajach UE w zakresie: promowania i realizacji polityki drugiej szansy; wczesnej restrukturyzacji niewypłacalnych bądź zagrożonych niewypłacalnością przedsiębiorców; nowych źródeł finansowania przedsiębiorstw będących w stanie niewypłacalności bądź nią zagrożonych; specjalizacji sędziów i profesjonalizacji zarządców ustanowionych w ramach postępowań upadłościowych i restrukturyzacyjnych.

Wobec faktu wykorzystywania jednak od 2016 r. w polskiej praktyce gospodarczej formuły restrukturyzacyjnej (w szczególności w porównaniu z praktycznie niewykorzystywaną w poprzednim stanie prawnym formułą naprawczą) warto rekomendować pogłębione analizy i badania skali zjawiska restrukturyzacji podmiotów gospodarczych, ich struktury, a także regionalnej intensyfikacji – w układzie porównawczym z analogicznymi badaniami, obejmującymi populację przedsiębiorstw upadłych. Szczególnej obserwacji powinna także podlegać potrzeba wprowadzenia regulacji umożliwiających restrukturyzację grup kapitałowych. Cykliczny monitoring tych procesów stanowić może swoisty barometr gospodarczy, uwzględniający benchmarki negatywne.

Badania i ekspertyzy w tym zakresie powinny również uwzględniać zakres wpływu przyjazności prawa upadłościowego i restrukturyzacyjnego względem dłużników na rozwój przedsiębiorczości oraz innowacyjności. Istotna jest także ocena możliwości przywrócenia zdolności do konkurencyjności na rynku niewypłacalnym przedsiębiorcom oraz kontynuowania przez nich działalności już na wczesnym etapie postępowań restrukturyzacyjnych. Otwieranie postępowań restrukturyzacyjnych przedsiębiorcom nierokującym na poprawę wyników wydłuża procedurę, a w konsekwencji prowadzi do mniejszego odzyskania należności przez wierzycieli. Zmiany w ustawodawstwie wprowadzone w 2016 r. mają charakter przyjazny niewypłacalnym lub zagrożonym niewypłacalnością dłużnikom i są zgodne z polityką drugiej szansy eksponowaną przez Komisję Europejską. Ważne jest jednak, aby drugą szansę otrzymywali jedynie tzw. uczciwi dłużnicy, tzn. współpracujący z sądem. Wobec pozostałych dłużników, tzn. niewspółpracujących z sądem oraz odpowiedzialnych za wyprowadzenie majątku przedsiębiorstwa przed wprowadzeniem postępowania upadłościowego czy restrukturyzacyjnego, powinno się stosować surowe sankcje.

Realizacja pogłębionych badań w tym zakresie mogłaby stanowić uzupełnienie (rozszerzenie) ciągle brakującej na rynku platformy analitycznej (aplikacji webowej), obejmującej dostępną wiedzę na temat zarówno procesów restrukturyzacyjnych, jak i samych upadłości przedsiębiorstw, ale również i zawierającej dane o upadłościach konsumenckich. Centralna baza/rejestr, umożliwiający wgląd w etapy prowadzenia tych spraw, stanowić może wyraz ich transparentności i *de facto* w ujęciu systemowym może ograniczyć zjawisko tzw. stygmatyzacji upadłych (niewypłacalnych) podmiotów bądź jednostek znajdujących się w procesie restrukturyzacji. Ważne byłoby także przygotowanie platformy internetowej umożliwiającej głosowanie nad układem przez wielu wierzycieli w sposób bezpieczny,

rzetelny i wiarygodny, a zarazem niegenerujący znaczących kosztów po stronie dłużnika.

Autorzy opracowania rekomendują ponadto usprawnienie procesów przekazywania informacji na temat oddalenia wniosku o upadłość z powodu tzw. ubóstwa masy upadłościowej (art. 13 Prawa upadłościowego) między wydziałami sądów zajmującymi się realizacją postępowań upadłościowych a sądami rejestrowymi. Ma to przyspieszyć procedurę likwidacji i wyrejestrowania z KRS-u podmiotów nieaktywnych (tj. nieprowadzących działalności gospodarczej, zarazem mocno zadłużonych i nieposiadających majątku).

Niezwykle ważna w obliczu oceny procesów restrukturyzacyjnych jest również problematyka udzielanej pomocy publicznej. Systemowa walidacja efektów tego wsparcia, a także analityka przyczynowo-skutkowa powinny umożliwiać budowanie algorytmów pozwalających efektywnie wspierać biznes, tj. modeli opartych na mechanizmach samouczących, poszukujących cech wspólnych jednostek, którym udzielone wsparcie w postaci pomocy publicznej pozwoliło skutecznie zrestrukturyzować dotychczasową formułę działalności.

Pomoc publiczna udzielana podmiotom w trakcie restrukturyzacji powinna być również w praktyce skierowana w większej mierze niż dotychczas do jednostek z sektora MŚP. Istotne jest tu utworzenie systemowych kryteriów oceny zasadności przyznawania takiej pomocy, które uwzględniają nie tylko czynniki endogeniczne, ale również aspekty społeczne, środowiskowe, jak i związane z polityką zrównoważonego rozwoju regionów.

Bardzo ważny jest również prewencyjny charakter procesu restrukturyzacji, która w swojej istocie ma uchronić przedsiębiorstwo przed ostateczną fazą jego schyłku w postaci upadłości. Niemniej jednak samo zjawisko restrukturyzacji jest zmateralizowanym wyrazem eskalacji sytuacji kryzysowej w przedsiębiorstwie. Dlatego też cenne jest wspieranie badań ukierunkowanych na budowę systemów wczesnego ostrzegania, dających przedsiębiorcom skuteczne narzędzia ochrony wiarygodności, zanim staną się one nieściągalne w wyniku nieświadomej współpracy z zagrożonymi niewypłacalnością kontrahentami. Upowszechnianie wiedzy w tym zakresie, a także jej stymulowanie, pozwala przeciwdziałać tzw. efektom domina czy spirali upadłości. Ponadto w chwili obecnej zmiana układu możliwa jest jedynie w dwóch ściśle określonych sytuacjach, tj. trwałego wzrostu lub zmniejszenia dochodu z przedsiębiorstwa dłużnika. Powoduje to, że możliwości takiej nie ma we wszystkich innych sytuacjach, które z racjonalnego punktu widzenia uzasadniałyby taką zmianę (zarówno biorąc pod uwagę interesy

dłużnika, jak również wierzycieli). Do rozważenia byłoby więc określenie przesłanek w sposób zapewniający możliwość lepszego reagowania na zmieniającą się sytuację dłużnika realizującego układ.

W obszarze *stricte* prewencyjnego charakteru zapisów Prawa upadłościowego autorzy artykułu negatywnie oceniają zapisy ustawy, które odnoszą się do tzw. zjawiska upadłości bilansowej, mającej miejsce w sytuacji, gdy w sposób zbyt łagodny traktuje się niewypłacalność dłużnika, polegającą na tym, iż jego zobowiązania pieniężne przekraczają wartość jego majątku, a stan ten utrzymuje się przez okres przekraczający 24 miesiące. Okres ten został wydłużony względem zapisów wcześniej funkcjonującego Prawa upadłościowego i naprawczego w sposób zbyt liberalny i tym samym instytucja tzw. upadłości bilansowej, mająca charakter prewencyjny dla wyżej wspomnianego efektu domina, utraciła swój zasadniczy cel.

Na koniec warto podkreślić, iż w obszarze kreowania właściwych praktyk zarządczych niezwykle ważne jest również systemowe wspieranie działalności doradców restrukturyzacyjnych. Ich działalność, poza kontekstem regulacyjnym, powinna zdecydowanie skupiać się na merytorycznym doradztwie zarządczym (ekonomicznym), które jest istotą trwałej zmiany organizacyjnej w przedsiębiorstwie. Obecna struktura testów wiedzy dla kandydatów na doradców restrukturyzacyjnych (Ministerstwo Sprawiedliwości) zdecydowanie preferuje znajomość prawa i marginalnie weryfikuje poziom wiedzy zarządczej, ekonomicznej oraz finansowej u kandydatów.

Literatura

- Antonowicz P. (2014), *Zastosowanie współczynnika lokalizacji LQ i krzywej koncentracji w badaniach nad przestrzennym zróżnicowaniem upadłości przedsiębiorstw w gospodarce*, „Zarządzanie i Finanse”, nr 3, cz. 1.
- Antonowicz P. (2015), *Bankructwa i upadłości przedsiębiorstw. Teoria – praktyka gospodarcza – studia regionalne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk.
- Centralny Ośrodek Informacji Gospodarczej (b.d.), <https://www.coig.com.pl>, dostęp: 1.10.2018.
- Gurgul S. (2006), *Prawo upadłościowe i naprawcze*, wyd. 6, C.H. Beck, Warszawa.
- Janik E. (2017), *Centralny rejestr restrukturyzacji i upadłości – perspektywy i oczekiwania*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach”, nr 329.
- Kowalewska A., Jagusztyn-Krynicky T., Zimmerman P., Szut J. (2011), *II szansa dla przedsiębiorców. Raport z badań*, PARP, Warszawa.
- Kruczalak-Jankowska J. (2010), *Ogłoszenie upadłości. Skutki dotyczące zobowiązań w krajowym i transgranicznym postępowaniu upadłościowym*, Wydawnictwo LexisNexis, Warszawa.
- McCormack G., Keay A., Brown S., Dahlgreen J. (2016), *Study on a new approach to business failure and insolvency. Comparative legal analysis of the Member States'*

relevant provisions and practices, Tender No. JUST/2014/ JCOO/PR/CIVI/0075, University of Leeds, European Commission, January.

Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending, Directive 2012/30/EU, COM/2016/0723 final – 2016/0359 (COD).

Prusak B. (2011), *Ekonomiczna analiza upadłości przedsiębiorstw. Ujęcie międzynarodowe*, CeDeWu, Warszawa.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/848 z dnia 20 maja 2015 r. w sprawie postępowania upadłościowego (Dz.U. L 141 z 5.6.2015).

Rozporządzenie Rady (WE) Nr 1346/2000 z dnia 29 maja 2000 r. w sprawie postępowania upadłościowego (Dz.U. L 160 z 30.6.2000).

Szydło A. (2009), *Jurysdykcja krajowa w transgranicznych sprawach upadłościowych w Unii Europejskiej*, C.H. Beck, Warszawa.

Zalecenie Komisji z dnia 12 marca 2014 r. w sprawie nowego podejścia do niepowodzenia w działalności gospodarczej i niewypłacalności (Dz.U. L74 z 14.03.2014).

Zedler F., Jakubecki A. (2006), *Prawo upadłościowe i naprawcze*, wyd. 2, Wolters Kluwer, Kraków.

Streszczenie

Z dniem 1 stycznia 2016 r. weszła w życie ustawa – Prawo restrukturyzacyjne, która zmieniła dotychczasowe ramy prawne dotyczące funkcjonowania przedsiębiorstw w fazie kryzysu finansowego, zagrażającego utracie ich płynności finansowej oraz wypłacalności. Równoległe z nią nastąpiła nowelizacja ustawy z 2003 r. – Prawo upadłościowe i naprawcze, której brzmienie tytułu uległo zmianie na Prawo upadłościowe. Obserwowane od ponad dwu i pół roku skutki tych zmian legislacyjnych, a także doświadczenia praktyczne (zarówno procesów upadłościowych, jak i restrukturyzacyjnych) stały się przesłanką do zebrania rekomendacji dalszej ewolucji: 1) zmian w prawie upadłościowym i restrukturyzacyjnym (wnioski *de lege lata* i *de lege ferenda*); 2) zmian w prawie upadłościowym – od modelu prowerzyckiego do modelu dłużniczego – perspektywa wymiaru sprawiedliwości; 3) prawnych aspektów postępowań restrukturyzacyjnych i upadłościowych w ujęciu międzynarodowym i transgranicznym. W artykule wymieniono ponadto podstawowe dysfunkcje w procesie restrukturyzacyjnym, oceniane przede wszystkim z perspektywy praktyki gospodarczej.

Słowa kluczowe

upadłość, restrukturyzacja, kryzys, przedsiębiorstwo

Legal and management determinants effective restructuring as a preventive institution of enterprise bankruptcy – perspective of the national and international benchmarks (Summary)

From 1 January 2016 came into force in Poland the new Restructuring Law. This Act changed the existing legal framework regarding the functioning of enterprises in the phase of financial crisis. At the same time the amended bankruptcy law

appeared in Poland. The authors of the study undertook an attempt to assess the impact of these legal acts on the business practice of enterprises. They developed multidimensional recommendations for the further evolution of bankruptcy and restructuring law.

Keywords

insolvency, bankruptcy, restructuring, crisis, enterprise

Adam Barembruch*
Eugeniusz Gostomski**

Obligacje przymusowo umarżane lub zamienianie na akcje (CoCos) – koncepcja oraz atrakcyjność w procesie restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków

Wstęp

Obligacje *contingent convertibles*, zwane CoCos, to obligacje hybrydowe, które w zależności od okoliczności przyjmują cechy kapitału obcego (długu) bądź kapitału własnego (akcji). Taka właściwość wynika z unikalnej konstrukcji tych obligacji, która zakłada, że w razie pogorszenia się sytuacji kapitałowej emitenta podlegają one automatycznie umorzeniu lub zamianie na kapitał własny. Rynek tych obligacji w ostatnich latach rozwija się dynamicznie. Według studium Banku Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei z listopada 2017 r. w latach 2009–2015 na świecie sprzedano w ramach 731 emisji obligacje CoCos o łącznej wartości 521 mld USD [Avdjiev i inni, 2017, s. 3].

Celem artykułu jest przedstawienie koncepcji tych hybrydowych instrumentów finansowych oraz ocena ich atrakcyjności w procesie restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków.

Realizację celu oparto na metodzie analizy i krytyki piśmiennictwa [Apanowicz, 2005, s. 57], która umożliwia wykazanie celowości i aktualności podjętego problemu badawczego, a także daje możliwość identyfikacji dalszych obszarów badań.

1. Geneza i aspekty regulacyjne

W 2009 r. na rynku kapitałowym pojawiły się obligacje strukturyzowane, które w przypadku pogorszenia się sytuacji kapitałowej emitenta, określonej *ex ante* i zapisanej w prospekcie emisyjnym, automatycznie są umarżane lub zamieniane na akcje (*contingent convertible securities* – CoCos)¹. Po raz pierwszy tego typu obligacje wyemitował angielski bank Lloyds. W razie gdyby wskaźnik wypłacalności Tier I banku spadł poniżej

* Dr, Katedra Bankowości i Finansów, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, ul. Armii Krajowej 101, 81-824 Sopot, adam.barembruch@ug.edu.pl

** Prof. UG dr hab., Instytut Handlu Zagranicznego, Wydział Ekonomiczny, Uniwersytet Gdański, ul. Armii Krajowej 119, 81-701 Sopot, egostomski@wp.pl

¹ W języku polskim nie mają one jeszcze nazwy, ale w prasie pojawiło się już określenie „znikające obligacje” i „obligacje przymusowo zamienne” [Kosiński, 2017].

5%, automatycznie podlegały one zamianie na kapitał własny banku. W 2011 r. CoCos wyemitował Credit Suisse, ale dynamiczny rozwój rynku tych papierów rozpoczął się w 2013 r., gdy określone zostały warunki zaliczenia ich do kapitału własnego banków i wyjaśniono kwestie podatkowe związane z zaliczaniem do kosztów uzyskania przychodów emitenta wypłacanych przez niego odsetek. Jeszcze tego samego roku na rynku pojawiły się obligacje typu CoCos hiszpańskiego banku BBVA, a w 2014 r. wyemitował je Deutsche Bank i inne duże banki europejskie, za którymi poszły banki i w mniejszym stopniu towarzystwa ubezpieczeniowe na innych kontynentach. W 2015 r. wolumen obligacji strukturyzowanych CoCos, uplasowanych na rynku przez 29 banków europejskich, przekroczył 100 mld euro [Hünsele, 2015, s. 590].

Geneza obligacji CoCos związana jest przede wszystkim z wprowadzeniem, pod wpływem globalnego kryzysu finansowego, przez unijnych oraz narodowych regulatorów rynku finansowego w krajach europejskich i poza Europą wyższych wymagań w zakresie kapitałów własnych banków. Oczekuje się, że emisja tych papierów przez banki bardziej uodporni je na przyszłe kryzysy finansowe. Innym motywem emisji CoCos są przeprowadzane przez Europejski Nadzór Finansowy (EBA) testy warunków skrajnych (stress-testy). Jeżeli taki test wykaże braki w danym banku i zagrożenie wysokim ryzykiem, to musi on pozyskać dodatkowy kapitał własny, co może uczynić m.in. za pomocą emisji właśnie obligacji CoCos.

Spśród aktów prawnych na poziomie Unii Europejskiej, które wpłynęły na rozwój rynku omawianych tutaj obligacji, na uwagę zasługuje przede wszystkim obowiązujący od początku 2014 r. i oparty na Bazylei III pakiet CRD IV/CRR (*Capital Requirements Directive IV/Capital Requirements Regulation*), który dotyczy wielkości i jakości wymaganego kapitału regulacyjnego w bankach, oraz przyjęta również w 2014 r. dyrektywa BRRD (*Bank Recovery and Resolution Directive*), stanowiąca fundament jednolitego europejskiego mechanizmu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków. Dyrektywa BRRD zmierza do tego, aby ciężar restrukturyzacji i konsekwencje upadłości banku ponosili jego właściciele i wierzyciele, a nie podatnicy. Instrumentem zwiększającym zdolność banku do absorpcji strat są właśnie obligacje CoCos.

Celem emisji CoCos jest pozyskanie głównie przez banki dodatkowego kapitału własnego (*additional Tier I*) i tym samym spełnienie przez nie wymogów regulacyjnych w zakresie kapitału własnego. Kapitał ten banki uzyskują w korzystnym dla nich okresie, a wykorzystują go, gdy znajdują się w trudnej sytuacji kapitałowej i nie mają szansy uplasowania na rynku nowej transzy akcji. Według Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej (IFRS) środki pozyskane ze sprzedaży CoCos

klasyfikowane są do bilansowego kapitału własnego już od momentu emisji, natomiast według prawa cywilnego dopiero po ich zamianie na akcje. Dla banków istotne znaczenie ma zaliczenia obligacji CoCos do dodatkowego kapitału własnego banku Tier I. Może to nastąpić tylko wtedy, gdy spełnione zostaną następujące warunki:

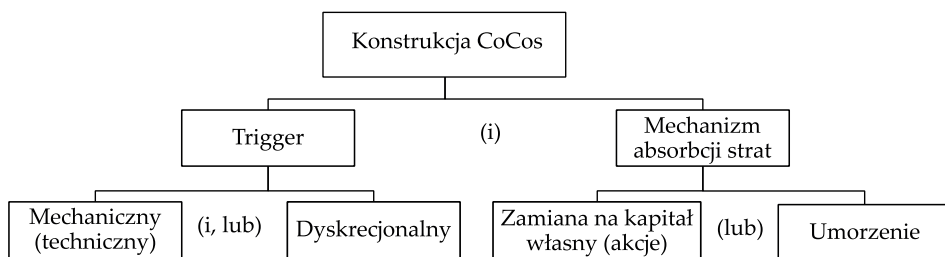
- w warunkach emisji obligacji musi być przewidziana procedura ich zamiany na akcje bądź udziały oraz umorzenia zarówno kapitału, jak i odsetek;
- czas trwania ich obiegu jest nieograniczony, a więc muszą to być papiery wieczyste;
- wypowiedzenie obligacji CoCos lub ich wykup może nastąpić tylko za zgodą władz nadzoru finansowego;
- płatność odsetek inwestorom musi być uzależniona od sytuacji kapitałowej emitenta [Tophoven i inni, 2014].

2. Koncepcja obligacji CoCos

Obligacje CoCos ze względu na ich pośrednią formę między kapitałem własnym a kapitałem obcym nazywane są obligacjami hybrydowymi, ponieważ kapitał ten – w sytuacjach „normalnych” powinien zachowywać się jak dług, zaś w przypadku napięć finansowych wykazywać cechy akcji [Liberadzki, Liberadzki, 2016, s. 56].

Obligacje CoCos stanowią bezterminowe i z reguły o stałym oprocentowaniu bankowe papiery dłużne, które w razie wystąpienia określonego z góry w warunkach emisji zdarzenia (*trigger*) zostają automatycznie zamienione na akcje lub umorzone przez bank. Konstrukcję obligacji CoCos przedstawia rysunek 1.

Rysunek 1. Konstrukcja CoCos



Źródło: [Avdjiev i inni, 2013, s. 45].

W przeciwieństwie do tradycyjnych obligacji zamienianych na akcje, w przypadku których zamiana jest prawem obligatariusza, z którego może on skorzystać w określonym momencie (mechanizm *convertibles*), w przypadku obligacji CoCos wymiana jest wymuszona, kiedy kapitał własny

lub inny parametr banku spada poniżej określonego wcześniej poziomu. Jest to unikalna cecha obligacji CoCos, będąca fundamentem mechanizmu absorpcji strat.

Generalnie możemy wyróżnić dwa rodzaje *trigger*: mechaniczny (techniczny) i dyskrejonalny. Ten drugi sposób określenia zdarzenia powodującego uruchomienie mechanizmu zamiany/umorzenia papierów CoCos zależy od uznania trzeciej instancji, którą najczęściej jest organ nadzorczy. Technicznymi zdarzeniami mającymi wpływ na dalsze losy CoCos mogą być: spadek wskaźnika adekwatności kapitałowej banku poniżej określonego *ex ante* poziomu, przekroczenie przez kurs akcji dolnej granicy ustalonej przez emitenta czy oczekiwany przez inwestorów nabywających papiery danego banku poziom premii za ryzyko (*Credit Default Swaps*). Bardziej elastyczny jest *trigger* o charakterze dyskrejonálním, który opiera się na szacunkach (ocenie) władz nadzorczych, że dany bank utracił zdolność samodzielnego funkcjonowania na rynku i konieczna jest zamiana wyemitowanych przez niego CoCos na akcje lub ich umorzenie. W praktyce częściej stosowany jest *trigger* o charakterze technicznym niż dyskrejonálním. Jeżeli poziom wskaźnika uruchamiający określone postępowanie z papierami CoCos będzie określony na wysokim poziomie (*mechanical trigger*), to szybciej nastąpi zamiana tych obligacji na akcje, a więc będą one służyły jako bieżący bufor chroniący bank przed kryzysem. Natomiast wyznaczenie *trigger* na niskim poziomie powoduje, że do zamiany papierów lub ich umorzenia może dojść dopiero w dalszej perspektywie. Oznacza to, że w tym wypadku CoCos nie mają służyć do zapobiegania kryzysowej sytuacji, lecz do zwalczania kryzysu [Huthmann, Heidt, 2016, s. 4–5].

Mechanizm absorpcji strat w przypadku obligacji CoCos może polegać na:

- 1) zamianie na akcje – nabywca uzyskuje więc za swoje CoCos z góry ustaloną liczbę akcji lub pulę akcji o określonej wartości (w drugim wariantcie liczba otrzymanych akcji będzie zależała od ich kursu rynkowego);
- 2) umorzeniu, które może mieć charakter trwały (całkowity lub częściowy) lub czasowy.

W przypadku trwałego umorzenia w razie wystąpienia trudnej sytuacji kapitałowej ich emitenta (*trigger*) automatycznie i bez odwrotu zostają one całkowicie lub częściowo umorzone (w krajach UE w 2017 r. stanowiły one 48% wszystkich obligacji CoCos). W efekcie nabywcy tych papierów ponoszą stratę, natomiast zobowiązania emitenta ulegają redukcji. Emitent uzyskuje zysk nadzwyczajny, który przyczynia się do wzrostu jego funduszy własnych.

W przypadku obligacji podlegających czasowemu umorzeniu, po przewyciężeniu przez emitenta trudności kapitałowych, CoCos zostają ponownie przywrócone na rynek (emitent odnotowuje wówczas nadzwyczajną stratę) i od tego momentu ich posiadaczom wypłacane są należne odsetki.

CoCos z reguły są papierami podporządkowanymi, tzn. w razie upadłości emitenta służą one do ochrony interesów wierzycieli, którzy są zaspokajani przez syndyka przed nabywcami tych obligacji. Tylko w wyjątkowej sytuacji i to jedynie za zgodą nadzoru finansowego mogą one zostać wypowiedziane. Nabywcy obligacji CoCos jako wynagrodzenie za wysokie ryzyko, na które są narażeni, otrzymują relatywnie wysokie odsetki, jeżeli tylko ich wypłata na skutek trudności kapitałowych emitenta nie zostanie przez niego wstrzymana [Huthmann, Heidt, 2016, s. 5–8].

3. Atrakcyjność obligacji CoCos

3.1. Perspektywa emitenta i regulatorów

Z perspektywy emitenta i regulatorów obligacje hybrydowe CoCos stanowią dodatkowo, oprócz kapitału własnego, instrument absorpcji strat banków, który może być wykorzystany w obliczu grożącego im kryzysu. Jak już wcześniej wspomniano, podlegają one bez zgody ich nabywców całkowitemu umorzeniu lub zamianie na kapitał własny. Umorzenie ich oznacza dla banku zysk nadzwyczajny, który może być przeznaczony na pokrycie strat, zaś zamiana na akcje prowadzi do poprawy wskaźnika adekwatności kapitałowej banku i bank nie musi ograniczać akcji kredytowej, aby sprostać nadzorczym wymaganiom kapitałowym.

Jednakże skuteczność CoCos jako instrumentu poprawy sytuacji kapitałowej banku może być niska, gdy *trigger*, a więc wskaźnik kapitałowy Tier 1 lub CET 1, bądź inny uruchamiający mechanizm ich umorzenia lub zamiany na akcje, będzie ustalony na bardzo niskim poziomie. Wtedy bowiem prawdopodobieństwo, że CoCos zostaną umorzone lub zamienione na kapitał własny jest bardzo małe. Ze względu na złożoność tych obligacji jest bardzo trudno jednoznacznie stwierdzić, czy są one dla banku tańszym instrumentem podwyższenia poziomu kapitału regulacyjnego niż akcje.

Z punktu widzenia nadzoru bankowego obligacje CoCos są właściwym środkiem poprawy sytuacji kapitałowej banków, a przy tym dobrze wpisują się w dążenie instytucji nadzorczych, aby straty banków pokrywane były przez ich właścicieli przy udziale dużych wierzycieli (ratowanie banku metodą *bail-in*), a nie pieniędzmi podatników (ratowanie metodą *bail-out*). Dla banków są one dosyć drogim instrumentem pozyskiwania środków, ale gdy znajdują się one w trudnej sytuacji pozwalają przerzucić przynajmniej część ciężaru strat na nabywców tych obligacji.

Warto podkreślić, że 80% wszystkich obligacji CoCos wyemitowanych w krajach Unii Europejskiej zaliczanych jest do kapitału uzupełniającego (*additinal equity tier 1* – AT 1) [Deutsche Bundesbank, 2018, s. 57]. Wprawdzie zamiana papierów CoCos na akcje nie powoduje natychmiast poprawy płynności emitenta (banku), ale umożliwia poprawę jego struktury kapitałowej. W sumie bilansowej banku zwiększa się bowiem udział kapitału własnego, a zmniejsza kapitału obcego, co prowadzi do zwiększenia jego możliwości w zakresie refinansowania się na rynku finansowym. Ponadto od momentu zamiany obligacji CoCos na akcje lub ich umorzenia wygasają wszystkie zobowiązania płatnicze emitenta z tytułu tego instrumentu. Tak zaoszczędzone środki może przeznaczyć on na pokrycie swoich strat. W razie upadłości banku obligacje CoCos są traktowane jako kapitał uzupełniający Tier 2, roszczenia ich właścicieli są więc zaspokajane dopiero po zaspokojeniu wszystkich wierzycieli banku.

Zasadniczą wadą CoCos z punktu widzenia emitenta jest ich wysokie oprocentowanie płacone do momentu zamiany na akcje lub ich umorzenia, czyli do czasu wystąpienia zdarzenia określanego jako *trigger*.

Warto zauważyć, że przymus zamiany obligacji na akcje w zdefiniowanych z góry okolicznościach wiąże się z rozwodnieniem kapitału akcyjnego i tym samym utratą wartości pakietów akcji. Powyższa zależność powinna stymulować wśród akcjonariuszy postawy zapobiegające nadmiernej ekspozycji na ryzyko, zachęcając do utrzymywania określonych parametrów banku na bezpiecznym poziomie [Zieliński, 2016, s. 151–152]. Emitent w określonych okolicznościach ma tutaj również prawo wstrzymać czasowo bądź przez dłuższy okres wypłatę należnych nabywcom CoCos odsetek, co nie podlega wyrównaniu w przyszłości, nawet gdy sytuacja kapitałowa emitenta się poprawi. Właściciele obligacji CoCos w tej sytuacji ponoszą więc stratę, podobnie jak ma to miejsce w przypadku umorzenia części lub całości wartości nominalnej instrumentu, w przypadku wystąpienia zdefiniowanego zdarzenia, które odzwierciedla pogorszenie się kondycji finansowej podmiotu regulowanego – emitenta. Przy takim ryzyku ponoszonym przez inwestorów zachętą do ich zakupu jest wysokie oprocentowanie, które obecnie kształtuje się na poziomie od 6 do 8% w skali rocznej, co jest szczególnie korzystne w fazie niskich stóp procentowych na rynkach finansowych.

Na razie obligacje przymusowo zamieniane na akcje lub umarzane bez zgody ich posiadaczy nie odgrywają dużej roli w zwiększaniu wyposażenia banków w kapitał regulacyjny. Jak się wskazuje w literaturze, CoCos nie przeszły dotychczas żadnego poważnego testu, ale z punktu widzenia banków wydają się bardzo obiecujące [Zombirt, 2015, s. 135]. Należy jednak oczekiwać wzrostu ich znaczenia w miarę upowszechniania się wśród

inwestorów wiedzy o stwarzanych przez nie możliwościach i zwiększania ich płynności na rynku. Warto zauważyć, że dotychczas w polskim systemie prawnym banki nie miały możliwości emisji obligacji CoCos (przepisy prawa krajowego wyłączają np. możliwość dokonania przymusowej konwersji obligacji na akcje banku w razie wystąpienia zdefiniowanego zdarzenia). Taka możliwość wymagałaby pełnej implementacji mechanizmu *bail-in* w krajowym porządku prawnym [Liberadzki, Liberadzki, 2016, s. 68–69].

3.2. Perspektywa nabywców

Z punktu widzenia nabywców ocena atrakcyjności obligacji CoCos jest silnie uzależniona od stosunku do ryzyka. Pojawia się pytanie, czy relatywnie wysokie oprocentowanie jest w stanie zrekompensować ponadprzeciętne ryzyko, a także mało przejrzyste warunki emisji (prospekt przy ich emisji liczy często 200–300 stron). Dlatego organy nadzoru finansowego mają wątpliwości, czy należy je sprzedawać osobom prywatnym niebędącym profesjonalnymi inwestorami.

Obligacje CoCos są również trudnymi do wyceny instrumentami finansowymi. Już z tego powodu inwestowanie w nie obarczone jest dużym ryzykiem. Jednakże największe ryzyko dla inwestorów nabywających obligacje CoCos wynika z ich funkcji absorbowania strat instytucji finansowych poprzez całkowite lub częściowe umorzenie tych papierów bądź zawieszenie przez emitenta wypłaty odsetek. Najczęściej następuje to w sytuacji, kiedy emitent ma problemy z utrzymaniem wskaźnika adekwatności kapitałowej na poziomie wymaganym przez nadzór finansowy. W tym przypadku inwestor może stracić cały zainwestowany kapitał. Jako właściciel papierów podporządkowanych ponosi też stratę w razie upadłości emitenta. Jego roszczenia są bowiem zaspokajane dopiero po zaspokojeniu roszczeń wierzycieli, a więc kiedy praktycznie syndyk nie dysponuje już możliwą do spieniężenia masą upadłościową. Ponadto inwestorzy są narażeni na ryzyko błędnej wyceny aktywów banku i rewizję wag ryzyka stosowanych przez władze nadzorcze, co może spowodować, że szybciej przekroczony zostanie próg dający emitentowi prawo umorzenia obligacji CoCos lub wstrzymania wypłaty odsetek.

Klientowi prywatnemu kupującemu obligacje strukturyzowane jest bardzo trudno oszacować prawdopodobieństwo wystąpienia po stronie emitenta wszystkich tych zdarzeń, niekorzystnie wpływających na wynik jego inwestycji. Często więc ignoruje ryzyko, jakim obarczone jest inwestowanie w CoCos, i przy ich zakupie kieruje się tylko wysokim oprocentowaniem. Z tego powodu organy sprawujące nadzór nad rynkiem finansowym odnoszą się z dużą rezerwą do sprzedawania ich osobom prywatnym. Poza tym banki, sprzedając te instrumenty osobom prywatnym, mogłyby popaść

w konflikt interesów. Banki muszą bowiem przy wyborze produktów oferowanych klientom zwracać uwagę na to, aby były dla nich zrozumiałe i uwzględniały ich potrzeby, a tych kryteriów CoCos w pełni nie spełniają. Zatem banki w razie ich sprzedaży osobom prywatnym i poniesienia przez nie straty narażałyby się na procesy sądowe o wypłatę im odszkodowania.

Również inni inwestorzy napotykają trudności przy określaniu prawdopodobieństwa zamiany lub umorzenia obligacji CoCos. Trudności te wynikają z braku potrzebnych danych empirycznych, ponieważ dotychczas takie zdarzenie jeszcze nie wystąpiło. Ciągłe mało jest opracowań naukowych na temat tych innowacyjnych papierów, a te, które są dostępne, nie koncentrują się na ryzyku, jakim obarczony jest ich nabywca, lecz na korzyściach dla emitentów. Problem oceny ryzyka związanego z inwestowaniem w CoCos tylko częściowo rozwiązuje rating nadawany im przez znaną na świecie agencję ratingową Moody`s czy Fitch, ale tylko nieliczne emisje taki rating posiadają i jest to raczej niski rating. Moody`s zaznacza, że może nadać rating tylko tym obligacjom CoCos, które w warunkach emisji mają jednoznacznie zapisane, kiedy i w jakich okolicznościach mogą być umorzone lub zmienione na akcje. Oznacza to, że *trigger* musi mieć charakter obiektywny i mierzalny, a nie dyskrecyjony [Frank, 2014, s. 7].

4. Wielkość i struktura rynku obligacji CoCos

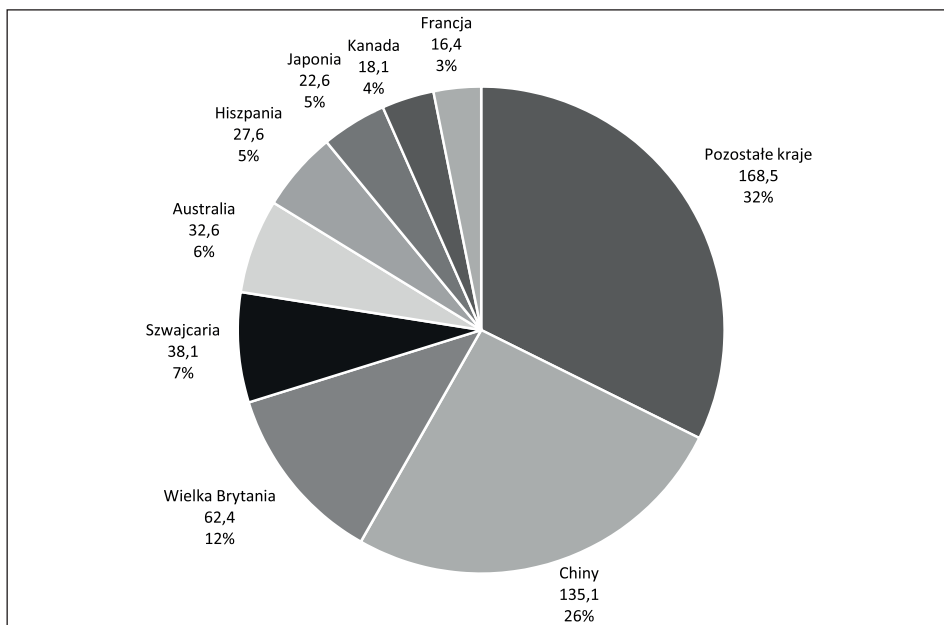
W latach 2009–2015 w ramach 731 emisji uplasowane zostały na rynkach kapitałowych na świecie obligacje CoCos o łącznej wartości 521 mld USD. Największymi emitentami są duże banki chińskie, brytyjskie, szwajcarskie, australijskie i japońskie (rys. 2).

Papiery te wyemitowano w różnych walutach: najwięcej w dolarach amerykańskich, euro, funtach brytyjskich, frankach szwajcarskich i jenach (rys. 3).

Jak podaje Bundesbank, w samej Europie do końca 2017 r. na rynku znalazły się CoCos z 393 emisji (głównie bankowych) o wartości 230 mld euro, w tym 285 emisji o wolumenie 193 mld euro przypadało na podmioty z krajów Unii Europejskiej [Deutsche Bundesbank, 2018, s. 54].

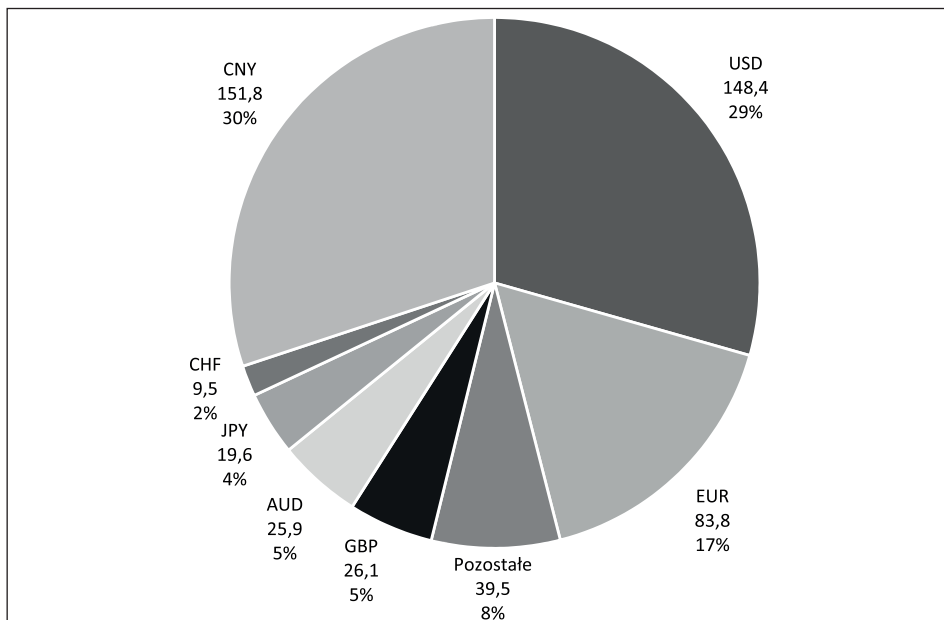
Do dużych emitentów obligacji CoCos w Europie należy Deutsche Bank. Tylko w 2014 r. wyemitował on w Niemczech, Wielkiej Brytanii i Stanach Zjednoczonych w czterech transzach CoCos na łączną sumę 5 mld euro. Zgodnie z warunkami emisji w przypadku spadku wskaźnika wypłacalności banku (Tier I) do poziomu niższego niż 5,125 zostaną one automatycznie zamienione na kapitał własny. Oprocentowanie CoCos w okresie do 2022 r. będzie stałe (6% rocznie), a następnie zmienne – liczone jako suma stopy swapowej pięcioletniej dla euro powiększonej o 469,9 punktów bazowych. Pierwszy termin wypowiedzenia (dla 100% tych obligacji) to 30.04.2022 r.,

Rysunek 2. Obligacje CoCos wyemitowane w latach 2009–2015 w podziale na kraje (mld USD)



Źródło: [Awdjiev i inni, 2017, s. 76].

Rysunek 3. Struktura walutowa wyemitowanych w latach 2009–2015 obligacji CoCos



Źródło: [Awdjiev i inni, 2017, s. 76].

następne terminy następują co 5 lat. Nie zakłada się obowiązkowego umorzenia tych papierów w krytycznej sytuacji kapitałowej Deutsche Banku, ale nie jest wykluczone trwałe lub czasowe zawieszenie wypłaty odsetek.

Należy podkreślić, że dotychczas nie miało miejsca żadne przymusowe umorzenie ani konwersja CoCos na akcje. Inwestorzy obawiali się tego w przypadku problemów kapitałowych Deutsche Banku, ale ostatecznie jego wskaźnik CET1 nie spadł poniżej 7%, co uruchomiłoby procedurę umorzenia lub zamiany wyemitowanych CoCos na akcje.

Zakończenie

Obligacje typu *contingent convertible* (CoCo) to hybrydowe papiery wartościowe, które umożliwiają połączenie korzyści wynikających z długu (pozyskiwanie kapitału przez emitenta w korzystnym okresie) i kapitału własnego (automatyczne wykorzystywanie go do poprawy struktury kapitału w z góry zdefiniowanych sytuacjach). U podstaw koncepcji stosowania tego typu instrumentów leży założenie, by w określonych sytuacjach ratować instytucje finansowe przed upadłością ze środków akcjonariuszy i wierzycieli (*bail-in*), zanim będą musiały być ratowane ze środków publicznych, czyli kosztem podatników (*bail-out*) – tak jak to miało miejsce w trakcie ostatniego kryzysu.

Obligacje CoCos stanowią zatem wentyl bezpieczeństwa dla emitentów, natomiast dla inwestorów szansę na wyższy zysk w warunkach podwyższonego ryzyka. O atrakcyjności tego typu instrumentów świadczy znacząca wartość dotychczasowych emisji. W latach 2009–2015 na świecie sprzedano w ramach 731 emisji obligacje CoCos o łącznej wartości 521 mld USD [Avdjiev i inni, 2017, s. 3]. Trudno ocenić, czy ich atrakcyjność w procesie restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków jest wysoka, ponieważ dotychczas nie przeszły one rynkowego testu, tzn. nie doszło do ich automatycznego umorzenia czy konwersji na akcje (choć takie obawy wystąpiły w przypadku Deutsche Banku). Z tego samego powodu trudno ocenić ich atrakcyjność z punktu widzenia nabywców, którzy dotychczas realizowali tylko zyski, nie doświadczając sytuacji, w których materializuje się ryzyko.

Warto zauważyć, że wciąż jest niewiele opracowań na temat tych innowacyjnych instrumentów, a te, które są dostępne, nie koncentrują się na ryzyku, jakim obarczony jest ich nabywca, lecz na korzyściach dla emitentów. Problem oceny ryzyka związanego z inwestowaniem w CoCos tylko częściowo rozwiązuje rating nadawany im przez znaną na świecie agencję ratingową. W Polsce niedoskonałości regulacji krajowych stanowią największą barierę w ich stosowaniu. Prace nad implementacją odpowiednich przepisów unijnych trwają [Kosiński, 2017].

Literatura

- Apanowicz J. (2005), *Metodologiczne uwarunkowania pracy naukowej: prace doktorskie, prace habilitacyjne*, Difin, Warszawa.
- Avdjiev S., Bogdanova B., Bolton P., Jiang W., Kartasheva A. (2017), *CoCo Issuance and Bank Fragility*, Working Paper No. 23999, National Bureau of Economic Research.
- Avdjiev S., Kartasheva A., Bogdanova B. (2013), *CoCos: a primer*, „BIS Quarterly Review”, September.
- Deutsche Bundesbank (2018), *Contingent Convertible Bonds: Konzeption, Regulierung, Nutzen*, „Monatsbericht / Deutsche Bundesbank”, März, https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Monatsberichts-aesetze/2018/2018_03_cocos.pdf?__blob=publicationFile.
- Frank R. (2014), *Contingent Convertible Bonds (CoCos)*, „DVFA Kompendium”, Vol. 1, No. 1.
- Hünseler M. (2015), *Chancen und Risiken von CoCos aus Investorensicht*, „Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen: Pflichtblatt der Frankfurter Wertpapierbörse”, Vol. 68, No. 12.
- Huthmann A., Heidt C. (2016), *White Paper Contingent Convertible Bonds – Aufsicht-rechtliche und bilanzielle Gestaltung*, Frankfurt, FAS Financial Solutions Expert. pobrano z https://www.fas-ag.de/fileadmin/user_upload/Publikationen/Studien/contingent-convertible-bonds.pdf
- Kosiński K. (2017), *Rząd szykuje znikające obligacje*, www.pb.pl/rzad-szykuje-znikajace-obligacje-856400, dostęp: 9.07.2018.
- Liberadzki K., Liberadzki M. (2016), *O konieczności wprowadzenia w polskim prawie możliwości emitowania przez banki papierów wartościowych typu contingent convertible*, „Bezpieczny Bank”, nr 1 (62).
- Tophoven A., Becker T., Yoo C.-J. (2014), *CoCo-Bonds: Risiken für Privatanleger*, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2014/fa_bj_1410_coco-bonds.html, dostęp: 9.07.2018.
- Zieliński T. (2016), *Dług jako alternatywa kapitału akcyjnego – struktura kapitału regulacyjnego banku*, „Studia Ekonomiczne”, nr 275.
- Zombirt J. (2015), *Contingent Convertible Bonds as an Alternative to Strengthen Banks' Ability in Financing a Real Economy*, „Entrepreneurial Business and Economics Review”, Vol. 3, No. 1.

Streszczenie

Obligacje hybrydowe (*contingent convertible securities* – CoCos) występują na rynku kapitałowym zaledwie od 10 lat, a według studium Banku Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei z listopada 2017 r. w latach 2009–2015 na świecie sprzedano w ramach 731 emisji obligacje CoCos o łącznej wartości 521 mld USD. Celem artykułu było przedstawienie roli obligacji przymusowo umarżanych lub zamienianych na akcje w procesie restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków. Autorzy w oparciu o dostępną literaturę przedstawili przyczyny pojawienia się tych innowacyjnych papierów na rynku, ich istotę i formy, regulacje prawne dotyczące emisji i warunków zaliczenia ich do kapitału własnego Tier I,

wady i zalety z punktu widzenia emitentów i nabywców, towarzyszące im ryzyko, a także możliwości emisji CoCos w Polsce.

Słowa kluczowe

contingent convertibles, CoCos, bail-in, bail-out

The role of contingent convertible securities in the process of single resolution of banks (Summary)

Contingent convertible securities (CoCos) have been present on the capital market for no more than 10 years. According to a study of November 2017 by the Bank for International Settlements in Basel, in the years 2009–2015, CoCos of total value of USD 521 000 000 000 were sold in 731 issues over the world. The aim of the article was to present the role of contingent convertible securities in the process of single resolution of banks. The authors, based on the available literature, have presented the reasons behind the emergence of these innovative securities on the market, their essence and forms, legal regulations concerning issues and the conditions for qualifying them as Tier 1 capital, the pros and cons from the perspective of the issuers and purchasers, the associated risk, as well as the possibilities of CoCos issues in Poland.

Keywords

contingent convertibles, CoCos, bail-in, bail-out

Paweł Bielawski*

Empiryczna weryfikacja modeli ekonomiczno-finansowych wyceny akcji spółek giełdowych należących do segmentu 250 plus

Wstęp

Wartość godziwa została wprowadzona do rachunkowości po to, aby w większym stopniu można było zbliżyć do rzeczywistej wartości wyniki pomiarów kategorii ekonomicznych ujętych w sprawozdaniach finansowych. Ta kategoria ekonomiczna, będąca substytutem wartości rynkowej, nie odnosi się tylko do kontekstu transakcji rynkowej, jak się powszechnie wydaje, ale również do wyceny za pomocą odpowiedniej metody, techniki lub specjalistycznej opinii. Wedle tej kategorii rozróżnia się dwa podstawowe rodzaje instrumentów finansowych, a mianowicie instrumenty posiadające ceny z aktywnego rynku oraz instrumenty, dla których takie ceny i rynek nie istnieją. Wtedy wartość godziwa instrumentu finansowego jest szacowana.

Celem niniejszego artykułu jest porównanie na podstawie metod statystycznych wyceny bilansowej akcji szacowanej na podstawie modeli ekonomiczno-finansowych do ich wartości godziwej pochodzącej z aktywnego rynku w latach 2002–2011.

Artykuł prezentuje metody wyceny akcji spółek giełdowych oparte na ogólnych zasadach rachunkowości, skupiając się przede wszystkim na kategorii wartości godziwej pochodzącej z aktywnego rynku i szacowanej na podstawie modeli ekonomiczno-finansowych. Do szacowania wartości godziwej akcji wykorzystano modele: zdyskontowanych przepływów gotówki DCF (*Discounted Cash Flow*), wyceny aktywów kapitałowych CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) i historycznej wartości wymiennej HEV (*Historical Exchange Value*).

W pierwszej części artykułu ujęto rzeczywistą wartość godziwą spółek na koniec każdego roku w badanym okresie (tab. 1), natomiast w drugiej części dokonano szacowania wartości godziwej według zastosowanych modeli ekonomiczno-finansowych (tab. 2–11).

* Dr hab., Katedra Rachunkowości, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, ul. Rakowicka 27, 31-510 Kraków, bielawsp@uek.krakow.pl

W ostatniej części artykułu, na podstawie metod statystycznych, dokonano oceny modeli szacowania wartości bilansowej akcji spółek giełdowych w latach 2002–2011, pod kątem ich przydatności w praktyce.

Artykuł został sfinansowany z badań statutowych Katedry Rachunkowości Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie.

1. Wycena bilansowa akcji w wartości godziwej pochodzącej z aktywnego rynku

Regulacje dotyczące zasad (polityki) rachunkowości dopuszczają dwa podstawowe sposoby wyceny instrumentów finansowych: zasadę kosztu historycznego i kategorię wartości godziwej. Oznacza to, że współcześnie w rachunkowości do wyceny instrumentów finansowych wykorzystuje się model mieszany wyceny, bazujący na koncepcji kosztu historycznego i kategorii wartości godziwej [Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej, 2011].

Koncepcja modelu mieszanego wyceny związana jest z poszukiwaniem alternatywnej koncepcji wyceny dla rachunkowości opartej na zasadzie kosztu historycznego. Wśród teoretyków i praktyków rachunkowości istnieje zgoda na wycenę opartą na koszcie historycznym i wartości [Wolk, Tearney, 1997; Riahi-Belkaoui, 2000; Hendriksen, Van Breda, 2002]. Jednak w rachunkowości problemem jest, jaką wartość wybrać: godziwą, rynkową, użytkową, bieżącą, ekonomiczną czy też inną.

Kategoria wartości godziwej została wprowadzona do rachunkowości, aby w większym stopniu można było zbliżyć do bieżącej wartości wyniki pomiarów pozycji ujętych w sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstw. W momencie ujęcia początkowego akcje wyceniane są według wartości godziwej. Kategoria ta zapewnia stabilność pozycji bilansowych, a ciągłe uwzględnianie zmian wartości godziwej i odnoszenie ich bezpośrednio w rachunek zysków i strat (czy kapitał z aktualizacji wyceny) umożliwia bieżące kontrolowanie dochodów z akcji. Jeśli zmiany wartości godziwej z okresu na okres pochodzą z aktywnego rynku, to kategoria wartości godziwej nie sprawia problemów w procesie wyceny instrumentów finansowych [Bielawski, 2007; 2008; 2010].

W artykule do wyceny bilansowej wybrano akcje dziesięciu spółek giełdowych, należących do segmentu 250 plus, oraz sklasyfikowano je do aktywów finansowych wycenianych w wartości godziwej ze zmianami w rachunku zysków i strat. Taki sposób klasyfikacji oznacza, że akcje na moment bilansowy wyceniane będą w wartości godziwej opartej na cenach pochodzących z aktywnego rynku. Wycenę bilansową akcji w wartości godziwej na koniec każdego roku przedstawia tablica 1.

Tablica 1. Wycena bilansowa akcji w wartości godziwej na koniec każdego roku według cen z aktywnego rynku w latach 2002–2011 (w zł)

Data	Orbis	Bank Handlowy	Budimex	Żywiec	Kęty	BPH	Kredyt Bank	Boryszew	Świecie	Millennium
31.12.2002	16,90	74,50	29,40	390,00	50,80	271,50	15,05	7,45	36,90	3,30
31.12.2003	27,70	57,70	35,60	434,00	135,00	355,00	8,00	73,00	77,20	2,55
31.12.2004	24,80	64,10	43,00	452,00	131,00	510,00	9,45	20,10	58,00	3,36
31.12.2005	33,00	66,50	38,10	484,50	125,50	750,50	14,10	23,40	51,00	5,25
31.12.2006	63,10	86,80	73,10	490,00	200,00	926,50	20,09	22,98	104,00	7,95
31.12.2007	69,50	99,90	92,00	640,00	160,00	104,00	23,50	11,92	67,90	11,63
31.12.2008	32,55	48,00	51,10	468,40	60,00	35,20	11,33	2,10	39,70	2,88
31.12.2009	44,36	70,00	73,00	480,00	121,10	84,00	11,85	6,53	76,25	4,80
31.12.2010	41,00	93,50	99,50	566,00	127,10	71,00	14,71	2,00	77,50	4,90
31.12.2011	37,90	67,90	76,50	515,00	104,50	31,70	9,80	0,63	58,05	3,80

Źródło: Obliczenia własne.

2. Szacowanie wartości bilansowej akcji spółek giełdowych na podstawie modeli ekonomiczno-finansowych

W artykule do szacowania wartości godziwej akcji spółek giełdowych wykorzystano trzy modele ekonomiczno-finansowe, a mianowicie: model zdyskontowanych przepływów gotówki DCF [Brealey, Myers, 1991; Jajuga, Jajuga, 1998; Luenberger, 2003], model historycznej wartości wymiennej HEV [Dobija, 1995; Bielawski, 2013], model wyceny aktywów kapitałowych CAPM [Mossin, 1966; Sharpe, 1964; Lintner, 1965].

Jako zbiór danych do szacowania wartości godziwej na podstawie modeli DCF, HEV, CAPM wykorzystano notowania cen akcji z lat 2002–2011. Do szacowania wartości godziwej wybrano akcje dziesięciu spółek giełdowych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, a mianowicie akcje spółek: Bank Handlowy, Boryszew, BPH, Budimex, Kęty, Kredyt Bank, Millennium, Orbis, Świecie, Żywiec.

Moment wyceny bilansowej w wartości godziwej szacowanej za pomocą modeli ekonomiczno-finansowych przypada na koniec każdego roku (od 31.12.2002 do 31.12.2011). W badanym okresie do szacowania wartości godziwej wykorzystano następujące wielkości ekonomiczne: roczną stopę zwrotu indeksu WIG, roczną stopę zwrotu indeksu WIG20, roczną stopę inflacji i roczną stopę zwrotu wolną od ryzyka, średni miesięczny przyrost

rocznej stopy zwrotu indeksu WIG oraz średni miesięczny przyrost rocznej stopy zwrotu indeksu WIG20.

Pierwszy model wykorzystany do szacowania wartości godziwej akcji spółek giełdowych opiera się na zdyskontowanych przepływach gotówki (DCF). Model zdyskontowanych przepływów gotówki do wyceny akcji zastosowano w sześciu wersjach. Czynnikiem dyskontującym przepływy pieniężne są w kolejności: roczna stopa zwrotu indeksu WIG, roczna stopa zwrotu indeksu WIG20, średni miesięczny przyrost rocznej stopy zwrotu indeksu WIG, średni miesięczny przyrost rocznej stopy zwrotu indeksu WIG20, roczna stopa zwrotu wolna od ryzyka, roczna stopa inflacji.

Wyniki szacunków wartości bilansowej akcji metodą DCF przedstawiają tablice 2–7.

Tablica 2. Szacowanie wartości godziwej akcji metodą DCF według rocznej stopy zwrotu indeksu WIG (w zł)

Data	Orbis	Bank Handlowy	Budimex	Żywiec	Kęty	BPH	Kredyt Bank	Boryszew	Świecie	Millennium
31.12.2002	18,16	66,04	25,49	237,34	47,68	237,34	18,47	4,85	29,72	2,84
31.12.2003	24,49	107,96	42,61	565,19	73,62	393,46	21,81	10,80	53,48	4,78
31.12.2004	35,44	73,82	45,54	555,24	172,71	454,17	10,23	93,39	98,77	3,26
31.12.2005	33,15	85,67	57,47	604,12	175,09	681,64	12,63	26,86	77,52	4,49
31.12.2006	46,73	94,17	53,95	686,07	177,71	1062,73	19,97	33,14	72,22	7,43
31.12.2007	69,65	95,82	80,69	540,90	220,78	1022,74	22,18	25,37	114,80	8,78
31.12.2008	34,01	48,88	45,02	313,15	78,29	50,89	11,50	5,83	33,22	5,69
31.12.2009	47,80	70,49	75,04	687,86	88,11	51,69	16,64	3,08	58,30	4,23
31.12.2010	52,68	83,14	86,70	570,08	143,83	99,76	14,07	7,76	90,56	5,70
31.12.2011	32,46	74,02	78,77	448,07	100,62	56,21	11,65	1,58	61,35	3,88

Źródło: Obliczenia własne.

Tablica 3. Szacowanie wartości godziwej akcji metodą DCF według rocznej stopy zwrotu indeksu WIG20 (w zł)

Data	Orbis	Bank Handlowy	Budimex	Żywiec	Kęty	BPH	Kredyt Bank	Boryszew	Świecie	Millennium
31.12.2002	17,12	62,27	24,03	223,78	44,95	223,78	17,42	4,57	28,02	2,68
31.12.2003	22,63	99,75	39,36	522,16	68,02	363,51	20,15	9,97	49,40	4,42
31.12.2004	34,50	71,87	44,34	540,58	168,15	442,18	9,96	90,93	96,16	3,18
31.12.2005	33,58	86,80	58,23	612,09	177,40	690,63	12,80	27,22	78,54	4,55
31.12.2006	40,84	82,29	47,15	599,57	155,31	928,74	17,45	28,96	63,11	6,50
31.12.2007	66,38	91,31	76,89	515,44	210,38	974,60	21,13	24,17	109,40	8,36
31.12.2008	35,99	51,73	47,64	331,43	82,86	53,86	12,17	6,17	35,16	6,02
31.12.2009	43,44	64,06	68,20	625,16	80,08	46,98	15,12	2,80	52,99	3,84
31.12.2010	50,96	80,42	83,86	551,43	139,12	96,50	13,61	7,50	87,60	5,51
31.12.2011	32,04	73,07	77,76	442,31	99,32	55,48	11,50	1,56	60,56	3,83

Źródło: Obliczenia własne.

Tablica 4. Szacowanie wartości godziwej akcji metodą DCF według średniego miesięcznego przyrostu rocznej stopy zwrotu indeksu WIG

Data	Orbis	Bank Handlowy	Budimex	Żywiec	Kęty	BPH	Kredyt Bank	Boryszew	Świecie	Millennium
31.12.2002	18,16	66,04	25,49	237,34	47,68	237,34	18,47	4,85	29,72	2,84
31.12.2003	24,49	107,96	42,61	565,19	73,62	393,46	21,81	10,80	53,48	4,78
31.12.2004	35,44	73,82	45,54	555,24	172,71	454,17	10,23	93,39	98,77	3,26
31.12.2005	33,15	85,67	57,47	604,12	175,09	681,64	12,63	26,86	77,52	4,49
31.12.2006	46,73	94,17	53,95	686,07	177,71	1062,73	19,97	33,14	72,22	7,43
31.12.2007	69,65	95,82	80,69	540,90	220,78	1022,74	22,18	25,37	114,80	8,78
31.12.2008	34,01	48,88	45,02	313,15	78,29	50,89	11,50	5,83	33,22	5,69
31.12.2009	47,80	70,49	75,04	687,86	88,11	51,69	16,64	3,08	58,30	4,23
31.12.2010	52,68	83,14	86,70	570,08	143,83	99,76	14,07	7,76	90,56	5,70
31.12.2011	32,46	74,02	78,77	448,07	100,62	56,21	11,65	1,58	61,35	3,88

Źródło: Obliczenia własne.

Tablica 5. Szacowanie wartości godziwej akcji metodą DCF według średniego miesięcznego przyrostu rocznej stopy zwrotu indeksu WIG20

Data	Orbis	Bank Handlowy	Budimex	Żywiec	Kęty	BPH	Kredyt Bank	Boryszew	Świecie	Millennium
31.12.2002	17,12	62,27	24,03	223,78	44,95	223,78	17,42	4,57	28,02	2,68
31.12.2003	22,63	99,75	39,36	522,16	68,02	363,51	20,15	9,97	49,40	4,42
31.12.2004	34,50	71,87	44,34	540,58	168,15	442,18	9,96	90,93	96,16	3,18
31.12.2005	33,58	86,80	58,23	612,09	177,40	690,63	12,80	27,22	78,54	4,55
31.12.2006	40,84	82,29	47,15	599,57	155,31	928,74	17,45	28,96	63,11	6,50
31.12.2007	66,38	91,31	76,89	515,44	210,38	974,60	21,13	24,17	109,40	8,36
31.12.2008	35,99	51,73	47,64	331,43	82,86	53,86	12,17	6,17	35,16	6,02
31.12.2009	43,44	64,06	68,20	625,16	80,08	46,98	15,12	2,80	52,99	3,84
31.12.2010	50,96	80,42	83,86	551,43	139,12	96,50	13,61	7,50	87,60	5,51
31.12.2011	32,04	73,07	77,76	442,31	99,32	55,48	11,50	1,56	60,56	3,83

Źródło: Obliczenia własne.

Tablica 6. Szacowanie wartości godziwej akcji metodą DCF według rocznej stopy zwrotu wolnej od ryzyka (w zł)

Data	Orbis	Bank Handlowy	Budimex	Żywiec	Kęty	BPH	Kredyt Bank	Boryszew	Świecie	Millennium
31.12.2002	19,01	69,14	26,68	248,47	49,91	248,47	19,34	5,08	31,11	2,97
31.12.2003	17,78	78,37	30,93	410,28	53,44	285,62	15,83	7,84	38,82	3,47
31.12.2004	29,50	61,44	37,91	462,17	143,76	378,04	8,52	77,74	82,21	2,72
31.12.2005	26,00	67,20	45,08	473,83	137,33	534,63	9,91	21,07	60,80	3,52
31.12.2006	34,35	69,23	39,66	504,36	130,65	781,27	14,68	24,36	53,09	5,47
31.12.2007	65,90	90,65	76,34	511,71	208,86	967,54	20,98	24,00	108,61	8,30
31.12.2008	73,59	105,77	97,41	677,63	169,41	110,12	24,88	12,62	71,89	12,31
31.12.2009	34,23	50,47	53,73	492,52	63,09	37,01	11,91	2,21	41,74	3,03
31.12.2010	46,21	72,92	76,04	500,02	126,15	87,50	12,34	6,80	79,43	5,00
31.12.2011	42,83	97,67	103,94	591,24	132,77	74,17	15,37	2,09	80,96	5,12

Źródło: Obliczenia własne.

Tablica 7. Szacowanie wartości godziwej akcji metodą DCF według rocznej stopy inflacji (w zł)

Data	Orbis	Bank Handlowy	Budimex	Żywiec	Kęty	BPH	Kredyt Bank	Boryszew	Świecie	Millennium
31.12.2002	17,74	64,51	24,90	231,84	46,57	231,84	18,04	4,74	29,03	2,77
31.12.2003	17,19	75,77	29,90	396,63	51,66	276,12	15,31	7,58	37,53	3,36
31.12.2004	28,92	60,24	37,17	453,10	140,94	370,62	8,35	76,21	80,60	2,66
31.12.2005	24,97	64,55	43,30	455,16	131,92	513,57	9,52	20,24	58,41	3,38
31.12.2006	33,46	67,43	38,63	491,28	127,26	761,01	14,30	23,73	51,71	5,32
31.12.2007	65,62	90,27	76,02	509,60	208,00	963,56	20,89	23,90	108,16	8,27
31.12.2008	71,79	103,20	95,04	661,12	165,28	107,43	24,28	12,31	70,14	12,01
31.12.2009	33,69	49,68	52,89	484,79	62,10	36,43	11,73	2,17	41,09	2,98
31.12.2010	45,74	72,17	75,26	494,88	124,85	86,60	12,22	6,73	78,61	4,95
31.12.2011	42,89	97,80	104,08	592,04	132,95	74,27	15,39	2,09	81,07	5,13

Źródło: Obliczenia własne.

Kolejnym modelem wykorzystanym do szacowania wartości godziwej akcji jest model wyceny aktywów kapitałowych CAPM. Model ten przedstawia oczekiwaną stopę zwrotu z akcji jako sumę stopy zwrotu z aktywów wolnych od ryzyka oraz premii za ponoszone ryzyko.

Model CAPM zastosowano w dwóch wariantach. Pierwszy wariant zakłada, że rynkowa stopa zwrotu opiera się na indeksie WIG, czyli dotyczy całego rynku. Druga wersja modelu CAPM za rynkową stopę zwrotu przyjmuje stopę zwrotu indeksu WIG20. Za stopę zwrotu wolną od ryzyka przyjęto roczne oprocentowanie dwuletnich obligacji skarbowych.

Uwzględniając powyższe warianty, zastosowano model CAPM do oszacowania oczekiwanej stopy zwrotu, a na jej podstawie wyceniono akcje spółek giełdowych na koniec każdego roku. Wyniki szacunków akcji wedle modelu CAPM uwzględniającego roczną stopę zwrotu indeksu WIG i WIG20 przedstawiają tablice 8 i 9.

Tablica 8. Szacowanie wartości godziwej akcji metodą CAPM według rocznej stopy zwrotu indeksu WIG (w zł)

Data	Orbis	Bank Handlowy	Budimex	Żywiec	Kęty	BPH	Kredyt Bank	Boryszew	Świecie	Millennium
31.12.2002	17,87	66,29	25,13	238,68	45,44	227,92	18,33	3,18	28,47	2,56
31.12.2003	26,77	105,59	46,08	546,58	93,82	484,82	22,81	32,53	66,62	7,49
31.12.2004	37,46	72,83	47,82	544,06	201,69	518,67	10,52	208,36	113,62	4,39
31.12.2005	35,57	84,19	61,16	588,47	212,89	806,20	13,08	69,42	92,52	6,49
31.12.2006	50,93	92,17	58,20	664,24	224,83	1301,20	20,85	97,58	89,37	11,51
31.12.2007	70,93	95,40	81,99	537,39	232,70	1069,51	22,38	35,42	120,36	9,76
31.12.2008	20,57	53,45	29,43	356,93	-12,92	0,71	9,27	-44,02	-1,46	-8,01
31.12.2009	52,41	68,88	81,38	664,39	113,16	64,13	17,43	9,52	73,15	6,71
31.12.2010	54,88	82,32	89,87	561,66	161,52	110,15	14,36	14,76	100,54	7,15
31.12.2011	28,94	75,92	71,28	465,27	68,44	40,99	11,02	-2,13	43,77	1,32

Źródło: Obliczenia własne.

Tablica 9. Szacowanie wartości godziwej akcji metodą CAPM według rocznej stopy zwrotu indeksu WIG20 (w zł)

Data	Orbis	Bank Handlowy	Budimex	Żywiec	Kęty	BPH	Kredyt Bank	Boryszew	Świecie	Millennium
31.12.2002	16,32	62,42	23,03	225,37	39,36	199,97	16,95	0,60	24,88	2,01
31.12.2003	24,68	99,28	42,56	514,95	84,45	438,60	21,19	26,80	60,17	6,56
31.12.2004	36,63	71,64	46,78	535,52	195,65	504,01	10,31	194,75	110,34	4,22
31.12.2005	36,80	86,37	63,22	603,17	222,58	841,03	13,49	75,62	96,58	6,87
31.12.2006	43,59	82,01	49,99	593,43	183,11	1070,92	18,12	65,15	73,30	8,83
31.12.2007	66,58	91,29	77,11	515,20	212,10	981,40	21,17	25,55	110,20	8,50
31.12.2008	20,04	52,92	28,75	353,74	-14,74	-0,38	9,11	-44,59	-2,19	-8,21
31.12.2009	47,36	63,77	73,69	616,62	99,24	56,59	15,89	7,48	64,42	5,69
31.12.2010	52,98	80,25	86,83	548,11	153,75	105,17	13,92	13,01	95,90	6,68
31.12.2011	27,46	73,61	67,82	451,91	61,61	37,47	10,56	-2,58	39,83	0,91

Źródło: Obliczenia własne.

Ostatnim modelem zastosowanym do szacowania wartości godziwej akcji jest model historycznej wartości wymiennej – HEV. Model ten opiera się na analizie historycznego trendu rzeczywistych cen akcji, których wartość określa się na podstawie metody wygładzania wykładniczego. Do szacowania wartości godziwej akcji wykorzystano dwa czynniki procesu filtracji, a mianowicie stopę inflacji i stopę zwrotu wolną od ryzyka. Przyjmując założenie, że współczynnik wygładzania α powinien zależeć od stopy inflacji i stopy zwrotu wolnej od ryzyka, dokonano wyceny bilansowej akcji w badanych okresach. Wyniki prezentują tablice 10–11.

Tablica 10. Szacowanie wartości godziwej akcji metodą HEV według rocznej stopy inflacji (w zł)

Data	Orbis	Bank Handlowy	Budimex	Żywiec	Kęty	BPH	Kredyt Bank	Boryszew	Świecie	Millennium
31.12.2002	17,59	64,17	24,77	232,54	46,27	230,66	17,85	4,74	28,93	2,76
31.12.2003	17,26	73,94	29,61	391,47	53,61	274,29	14,81	9,64	38,25	3,27
31.12.2004	27,46	58,24	36,22	435,52	134,66	368,07	8,12	68,54	75,58	2,62
31.12.2005	24,91	64,13	42,93	452,45	130,92	513,34	9,51	20,15	57,90	3,39
31.12.2006	33,83	67,06	39,07	484,65	127,56	755,36	14,27	23,39	52,46	5,32
31.12.2007	63,59	87,81	74,55	501,54	196,92	863,23	20,35	22,13	101,22	8,23
31.12.2008	67,14	96,58	89,39	629,04	153,61	99,60	22,72	11,29	66,10	11,07
31.12.2009	33,35	49,49	52,58	469,18	64,13	38,50	11,37	2,40	42,17	3,01
31.12.2010	44,16	71,41	74,59	485,17	121,46	83,22	12,02	6,26	76,33	4,81
31.12.2011	40,73	91,25	97,48	561,51	125,11	67,54	14,28	1,88	75,79	4,80

Źródło: Obliczenia własne.

Tablica 11. Szacowanie wartości godziwej akcji metodą HEV według rocznej stopy zwrotu wolnej od ryzyka (w zł)

Data	Orbis	Bank Handlowy	Budimex	Żywiec	Kęty	BPH	Kredyt Bank	Boryszew	Świecie	Millennium
31.12.2002	17,50	65,56	25,40	253,79	46,88	236,17	17,48	5,11	30,00	2,83
31.12.2003	17,97	72,84	30,01	394,35	59,12	279,75	14,35	13,93	40,88	3,23
31.12.2004	27,35	58,48	36,50	436,19	134,51	373,89	8,18	66,55	74,86	2,65
31.12.2005	25,56	64,32	42,55	454,99	130,49	532,16	9,88	20,40	57,35	3,53
31.12.2006	35,37	68,10	40,86	484,93	131,37	764,36	14,57	23,37	55,17	5,46
31.12.2007	63,64	87,91	74,70	502,73	196,61	856,72	20,38	22,04	100,94	8,26
31.12.2008	65,40	94,14	87,46	620,94	148,89	96,36	22,15	10,83	64,77	10,66
31.12.2009	33,71	50,16	53,25	469,54	65,99	39,98	11,38	2,53	43,28	3,07
31.12.2010	44,09	71,88	75,12	486,89	121,58	82,96	12,08	6,17	76,35	4,81
31.12.2011	40,74	91,31	97,54	561,65	125,17	67,64	14,29	1,88	75,84	4,81

Źródło: Obliczenia własne.

3. Ocena modeli ekonomiczno-finansowych zastosowanych do szacowania wartości godziwej akcji spółek giełdowych na podstawie metod statystycznych

Przeprowadzone badania empiryczne dostarczyły wielu ważnych informacji o stosowanych modelach szacowania wartości bilansowej akcji spółek giełdowych należących do segmentu 250 plus w kontekście porównywalności i wiarygodności sprawozdawczości finansowej. Do szacunków wartości godziwej akcji spółek giełdowych wykorzystano modele oparte na zdyskontowanych przepływach gotówki, historycznej wartości wymiennej i koncepcji wyceny aktywów kapitałowych. Wyniki szacunków wartości bilansowej akcji w badanym okresie porównano z rzeczywistą wartością godziwą pochodzącą z aktywnego rynku, aby ocenić je na podstawie metod statystycznych. Do oceny użyto dwóch klasycznych miar statystycznych błędu maksymalnego i średniego.

Pierwszą metodą oceny było porównanie średnich błędów szacunków wartości bilansowej akcji otrzymanych na podstawie zastosowanych modeli. Ocenę modeli szacunków wartości godziwej akcji spółek giełdowych według błędu średniego przedstawia tablica 12.

Jako drugą metodę zastosowano błąd maksymalny, czyli wielkość zaobserwowaną między szacunkiem wartości akcji a rzeczywistą wartością

godziwą. Ocenę modeli szacunków akcji w badanym okresie według błędu maksymalnego przedstawia tablica 13.

Tablica 12. Ocena modeli szacowania wartości bilansowej akcji na podstawie błędu średniego w latach 2002–2011 (w %)

Model	Orbis	Bank Handlowy	Budimex	Żywiec	Kęty	BPH	Kredyt Bank	Boryszew	Świecie	Millennium
DCF 1	3,99	12,46	0,56	6,10	5,93	100,02	24,34	98,04	9,33	12,93
DCF 2	0,15	7,82	3,11	1,08	2,64	92,08	18,54	93,26	5,69	9,17
DCF 3	3,99	12,46	0,56	6,10	5,93	100,02	24,34	98,04	9,33	12,93
DCF 4	0,15	7,82	3,11	1,08	2,64	92,08	18,54	93,26	5,69	9,17
DCF 5	5,26	11,03	0,21	0,84	11,36	104,61	21,00	116,96	8,43	24,16
DCF 6	2,80	8,42	2,56	3,06	8,85	101,77	18,04	113,17	6,14	21,25
CAPM 1	3,55	12,35	0,80	5,27	12,64	96,13	24,90	222,58	20,50	27,49
CAPM 2	2,02	7,89	4,21	0,96	5,27	90,10	17,95	179,96	13,46	13,75
HEV 1	0,57	4,94	5,18	5,64	4,90	87,34	13,87	97,71	2,22	16,38
HEV 2	0,44	4,78	4,86	5,07	4,94	86,79	13,08	95,43	2,66	15,68

Legenda: DCF 1 (DCF – roczna stopa zwrotu indeksu WIG), DCF 2 (DCF – roczna stopa zwrotu indeksu WIG20), DCF 3 (DCF – średni miesięczny przyrost rocznej stopy zwrotu indeksu WIG), DCF 4 (DCF – średni miesięczny przyrost rocznej stopy zwrotu indeksu WIG20), DCF 5 (DCF – roczna stopa zwrotu wolna od ryzyka), DCF 6 (DCF – roczna stopa inflacji), CAPM 1 (CAPM – roczna stopa zwrotu indeksu WIG), CAPM 2 (CAPM – roczna stopa zwrotu indeksu WIG20), HEV 1 (HEV – roczna stopa inflacji), HEV 2 (HEV – roczna stopa zwrotu wolna).

Źródło: Obliczenia własne.

Oceniając modele szacowania wartości godziwej akcji na podstawie błędu maksymalnego i błędu średniego, przyjęto, że najlepszą metodą jest ta, dla której błąd maksymalny i błąd średni okaże się najmniejszy.

Wyniki empiryczne przedstawione w tablicach 12–13 pozwalają stwierdzić, że w badanym okresie model HEV wykorzystujący roczną stopę zwrotu wolną od ryzyka jest obciążony najmniejszym błędem maksymalnym (723,77%). Do szacowania wartości godziwej akcji można również wykorzystać modele HEV i DCF z roczną stopą inflacji, które są obciążone najmniejszym błędem maksymalnym (HEV – 730,03%, DCF – 826,50%). Najlepsze przybliżenia do wartości godziwej pochodzącej z aktywnego rynku w przypadku błędu średniego uzyskuje się na podstawie modeli DCF wykorzystujących roczną stopę zwrotu indeksu WIG20 (23,35%)

i średni miesięczny przyrost rocznej stopy zwrotu indeksu WIG20 (23,35%). W dalszej kolejności do szacowania wartości godziwej akcji można wykorzystać model HEV oparty na rocznej stopie zwrotu wolnej od ryzyka (23,37%) i model HEV z roczną stopą inflacji (23,88%).

Tablica 13. Ocena modeli szacowania wartości bilansowej akcji spółek na podstawie błędu maksymalnego w latach 2002–2011 (w %)

Model	Orbis	Bank Handlowy	Budimex	Żywiec	Kęty	BPH	Kredyt Bank	Boryszew	Święcie	Millennium
DCF 1	42,90	87,11	50,85	43,30	45,47	883,41	172,63	364,64	70,29	97,59
DCF 2	39,12	72,87	52,83	42,62	49,62	837,11	151,88	352,37	65,79	109,12
DCF 3	42,90	87,11	50,85	43,30	45,47	883,41	172,63	364,64	70,29	97,59
DCF 4	39,12	72,87	52,83	42,62	49,62	837,11	151,88	352,37	65,79	109,12
DCF 5	126,07	120,36	90,63	44,67	182,35	830,33	119,61	501,00	81,09	327,56
DCF 6	120,56	114,99	85,98	41,14	175,47	826,50	114,26	486,35	76,68	317,15
CAPM 1	126,07	120,36	90,63	44,67	182,35	830,33	119,61	501,00	81,09	327,56
CAPM 2	47,68	72,05	65,93	42,21	77,35	843,65	164,86	868,89	90,24	157,25
HEV 1	106,26	101,22	74,93	40,37	156,02	730,03	100,55	437,74	66,49	284,41
HEV 2	100,91	96,12	71,15	34,93	148,16	723,77	95,48	415,68	63,14	270,07

Legenda: DCF 1 (DCF – roczna stopa zwrotu indeksu WIG), DCF 2 (DCF – roczna stopa zwrotu indeksu WIG20), DCF 3 (DCF – średni miesięczny przyrost rocznej stopy zwrotu indeksu WIG), DCF 4 (DCF – średni miesięczny przyrost rocznej stopy zwrotu indeksu WIG20), DCF 5 (DCF – roczna stopa zwrotu wolna od ryzyka), DCF 6 (DCF – roczna stopa inflacji), CAPM 1 (CAPM – roczna stopa zwrotu indeksu WIG), CAPM 2 (CAPM – roczna stopa zwrotu indeksu WIG20), HEV 1 (HEV – roczna stopa inflacji), HEV 2 (HEV – roczna stopa zwrotu wolna).

Źródło: Obliczenia własne.

Kontynuowanie badań empirycznych w tym zakresie, na większej liczbie spółek i w dłuższym okresie, pozwoli zweryfikować ocenę metod szacowania wartości godziwej akcji oraz określić przydatność poszczególnych modeli ekonomiczno-finansowych do wyceny bilansowej akcji w praktyce.

Zakończenie

Wycena bilansowa akcji stwarza wiele problemów w teorii i praktyce rachunkowości. Przyczyną takiego stanu rzeczy jest stosowanie do wyceny akcji kategorii wartości godziwej. Wedle kategorii wartości godziwej różni się dwa podstawowe rodzaje akcji, a mianowicie te posiadające

ceny z aktywnego rynku oraz akcje, dla których takie ceny i rynek nie istnieją. Pierwsze wyceny się na podstawie kategorii wartości godziwej pochodzącej z aktywnego rynku. Do wyceny drugich stosuje się techniki szacowania wartości.

Przedstawione w niniejszym artykule wyniki badań prowadzą do wniosku, że jeśli nie można do wyceny bilansowej akcji zastosować wartości godziwej pochodzącej z aktywnego rynku, to stosując techniki szacowania wartości, należy w badanym okresie zastosować model HEV oparty na rocznej stopie zwrotu wolnej od ryzyka oraz modele DCF wykorzystujące roczną stopę zwrotu indeksu WIG20 i średni miesięczny przyrost rocznej stopy zwrotu indeksu WIG20.

Literatura

- Bielawski P. (2007), *Wycena bilansowa instrumentów finansowych na przykładzie strategii strangle*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie”, nr 752.
- Bielawski P. (2008), *The Theoretical Structure of the Accounting of Financial Instruments – an Outline*, w: *General Accounting Theory. Evolution and Design for Efficiency*, ed. I. Górowski, Warsaw, Academic and Professional Press.
- Bielawski P. (2010), *Modele wyceny bilansowej instrumentów finansowych w świetle ogólnej teorii rachunkowości*, „Zeszyty Naukowe, Seria specjalna: Monografie”, nr 197, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków.
- Bielawski P. (2013), *Wycena bilansowa akcji w teorii i praktyce rachunkowości*, „Zeszyty Naukowe, Seria specjalna: Monografie”, nr 227, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków.
- Bielawski P. (2015), *Purchasing Price and Fair Value as the Basic Measures of the Value of Synthetic Financial Instruments*, „Актуальні проблеми економіки”, № 10 (172), Kyiv.
- Bielawski P. (2016), *Value Measures in Accounting and Valuating Financial Instruments*, „Актуальні проблеми економіки”, № 1 (175).
- Brealey R.A., Myers S.C. (1991), *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, New York.
- Dobja M. (1995), *Antyinflacyjna interpretacja zasady kosztu historycznego*, „Zeszyty Teoretyczne Rady Naukowej”, t. 32, SKwP, Warszawa.
- Hendriksen E.S., Van Breda M.F. (2002), *Teoria rachunkowości*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Jajuga K., Jajuga T. (1998), *Inwestycje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Lintner J. (1965), *Security Prices, Risk and Maximal Gains from Diversification*, „The Journal of Finance”, Vol. 20, No. 4.
- Luenberger D.G. (2003), *Teoria inwestycji finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej* (2011), IASB – SKwP, Warszawa.

- Mossin J. (1966), *Equilibrium in a Capital Asset Market*, „Econometrica”, Vol. 34, No. 4.
- Riahi-Belkaoui A. (2000), *Accounting Theory*, Business Press Thomson Learning, London.
- Sharpe W.F. (1964), *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Condition of Risk*, „The Journal of Finance”, Vol. 19, No. 3.
- Wolk H.I., Tearney M.G. (1997), *Accounting Theory – A Conceptual and Institutional Approach*, South-Western College Publishing, Cincinnati, Ohio.

Streszczenie

Kwestia wyceny akcji, jak i innych instrumentów finansowych, stwarza wiele problemów w teorii i praktyce rachunkowości. Przyczyną takiego stanu rzeczy jest stosowanie do wyceny instrumentów finansowych kategorii wartości godziwej. Wedle tej kategorii rozróżnia się dwa podstawowe rodzaje akcji, a mianowicie akcje posiadające ceny z aktywnego rynku oraz akcje, dla których takie ceny i rynek nie istnieją. Pierwsze wycenia się na podstawie zasad i kategorii rachunkowych. Do wyceny drugich stosuje się modele i techniki szacowania wartości.

Przedstawione w niniejszym artykule wyniki badań prowadzą do wniosku, że jeśli nie można do wyceny bilansowej akcji zastosować wartości godziwej pochodzącej z aktywnego rynku, to stosując metody i techniki szacowania wartości, należy w badanym okresie zastosować model HEV oparty na rocznej stopie zwrotu wolnej od ryzyka oraz modele DCF wykorzystujące roczną stopę zwrotu indeksu WIG20 i średni miesięczny przyrost rocznej stopy zwrotu indeksu WIG20.

Słowa kluczowe

rachunkowość, instrumenty finansowe, wartość godziwa, akcje

Empirical Verification of Valuation Economic and Financial Models in Case of Polish Companies Listed 250 Plus (Summary)

The valuation of shares and other financial instruments poses a number of problems in theoretical and practical accounting. These problems result from the application of the fair value category in share valuation. This concept makes a distinction between two basic types of shares: those for which prices are determined in active markets and those for which such prices and markets do not exist. The former shares are valued on the basis of accounting principles and categories. The valuation of the latter ones is based on valuation models and techniques.

The results presented in the paper indicate that if balance sheet valuations of shares cannot rely on fair value determined by active markets, valuation methods and techniques should make use of the HEV based on risk-free returns and DCF model based on WIG20 returns and DCF model according to average monthly increase in WIG20 returns.

Keywords

accounting, financial instruments, fair value, shares

Marcin Borsuk*

Adam Barembruch**

Kształtowanie struktury kapitałowej banków – stylizowane fakty z polskiego sektora bankowego

Wstęp

Globalny kryzys finansowy udowodnił, że banki muszą utrzymywać więcej kapitałów własnych, aby wzmocnić swoją zdolność do absorpcji strat oraz zredukować ryzyko wynikające z efektu zarażania. Pomimo że redukcja dźwigni finansowej w sektorze bankowym pozwoliłaby podnieść bezpieczeństwo całego systemu finansowego oraz ograniczyłaby możliwość wystąpienia kolejnych kryzysów, to pożądany docelowy udział kapitałów własnych w strukturze pasywów z punktu widzenia społecznego różni się od zakładanego przez indywidualny bank. Różni się on również pomiędzy państwami, gdyż poziom i charakter ryzyka jest odmienny. Pożądany poziom kapitałów jest wyższy z perspektywy społeczeństwa niż z perspektywy banku, gdyż obniżanie kosztów finansowania poprzez zwiększanie udziału kapitału pożyczkowego może być postrzegane jako realizacja jednego z podstawowych celów banku, czyli maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy [Bengtsson i inni, 2012]. Ze społecznego punktu widzenia najważniejsze jest, aby instytucje kredytowe realizowały swoje podstawowe funkcje względem gospodarki, gdyż zakłócenia w ich realizacji mogłyby wywołać niepożądane koszty ekonomiczne oraz społeczne [Admati, 2014]. Oznacza to, że dla społeczeństwa korzystniejsze jest, kiedy banki są bardziej dokapitalizowane, gdyż ich działalność jest wówczas prowadzona w sposób bardziej stabilny i zrównoważony.

Celem artykułu jest przedstawienie teorii dotyczących optymalnego poziomu kapitałów w sektorze bankowym z punktu instytucji kredytowych i społeczeństwa oraz ich wstępna weryfikacja na podstawie danych z polskiego sektora bankowego.

Główna hipoteza zakłada, że wymogi kapitałowe mają drugorzędny wpływ na rentowność oraz politykę kredytową banków. W celu weryfikacji powyższej hipotezy została przeprowadzona dekompozycja wskaźnika

* Dr, Instytut Prawa, Administracji i Zarządzania, Wydział Administracji i Nauk Społecznych, Uniwersytet Kazimierza Wielkiego w Bydgoszczy, ul. Chodkiewicza 30, 85-064 Bydgoszcz, marcin.borsuk@ukw.edu.pl

** Dr, Katedra Bankowości i Finansów, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, ul. Armii Krajowej 101, 81-824 Sopot, adam.barembruch@ug.edu.pl

zwrotu na kapitale (ROE) dla polskiego sektora bankowego oraz przeanalizowano czynniki wpływające na politykę kredytową banków.

1. Przegląd literatury

W teoriach dotyczących struktury kapitałowej przedsiębiorstw można doszukać się argumentów, które świadczyłyby na niekorzyść zwiększania wymogów kapitałowych (np. teoria hierarchii wyboru, teoria dotycząca monitorującej i dyscyplinującej roli długu). Jednak Modigliani i Miller twierdzą, że choć kapitał własny posiada wyższą oczekiwaną stopę zwrotu niż dług, to nie musi być wcale bardziej kosztowny po uwzględnieniu kosztów ryzyka [Modigliani, Miller, 1958].

Hellwig przypomina, że twierdzenie M-M o nieistotności struktury kapitałowej nie ma w pełni zastosowania, jeżeli uwzględni się, że finansowanie dłużne generuje korzyści podatkowe oraz jest pośrednio subsydiowane przez różnego rodzaju gwarancje rządowe [Hellwig, 2010]. W takiej sytuacji kapitał własny (nawet skorygowany o ryzyko) może być postrzegany jako droższa forma finansowania, co oznacza, że na skutek wzrostu wymogów kapitałowych koszty prowadzenia biznesu przez banki również wzrosną.

Admati wskazuje jednak, że z punktu widzenia optimum społecznego wzrost kosztów finansowania nie powinien stanowić problemu, gdyż korzyści banków wynikające z finansowania dłużnego powstałe na skutek tarczy podatkowej oraz gwarancji rządowych są stricte korzyściami prywatnymi, a nie społecznymi [Admati i inni, 2012]. Dzieje się tak, gdyż oszczędności podatkowe instytucji kredytowych uzyskane dzięki zwiększeniu dźwigni finansowej tworzą koszty zewnętrzne w postaci niższych wpływów budżetowych bądź wydatków rządowych przeznaczanych na ratowanie banków. Tego rodzaju koszty zewnętrzne wynikające z finansowania kapitałem pożyczkowym mogą zmusić rząd do zmniejszenia wydatków na dobra publiczne lub spowodować wzrost podatków w innych kategoriach. Dlatego też nieznacznie niższe oprocentowanie kredytów wynikające z oszczędności podatkowych oraz gwarancji rządowych na skutek wyższej dźwigni finansowej generuje głównie korzyści dla samego banku oraz jego akcjonariuszy, a z perspektywy społecznej jest neutralne, a nawet szkodliwe, uwzględniając wzrost prawdopodobieństwa wystąpienia trudności finansowych.

Begenau argumentuje, że wyższe wymogi kapitałowe zmniejszają zmienność w sektorze bankowym, z powodu komplementarności pomiędzy podejmowanym ryzykiem i poziomem dźwigni finansowej [Begenau, 2015]. Kiedy banki redukują dźwignię finansową, zmniejszają *de facto* poziom bezpośrednich (gwarancje depozytów) i pośrednich subsydiów

(doktryna *too big to fail*), które otrzymują od państwa. W takim przypadku bank ma mniejszą skłonność do podejmowania ryzyka, ponieważ subsydia są niewystarczająco wysokie w porównaniu do ryzyka wynikającego z tych aktywów. Wyeliminowanie zjawiska hazardu moralnego polegającego na podejmowaniu przez banku ryzyka nie na swój koszt zmniejsza zmienność aktywów oraz podnosi efektywność gospodarowania aktywami.

Warto podkreślić, że koszty społeczne często wynikają również z nadmiernej akcji kredytowej. Przed kryzysem finansowym banki celowo obniżały standardy oceny kredytowej, angażując się w nadmiernie ryzykowne aktywa, przerzucając część kosztów ryzyka na społeczeństwo. W efekcie poniesionych strat instytucje kredytowe (pod presją regulatorów i wierzycieli) musiały podnosić współczynniki kapitałowe poprzez redukcje aktywów bądź rekaptalizacje, co tworzyło presję na ceny rynkowe aktywów i wpływało negatywnie na pozycję finansową pozostałych uczestników rynku. Co więcej, stopień delewarowania zależy od pozycji kapitałowej banku. Banki z wyższym poziomem funduszy własnych będą musiały sprzedać proporcjonalnie mniej aktywów na skutek poniesionych strat, aby osiągnąć pożądane wskaźniki kapitałowe. Niższy poziom dźwigni finansowej zmniejsza więc prawdopodobieństwo występowania oraz dotkliwość systemowej reakcji łańcuchowej [Admati i inni, 2010].

Wyższa zdolność absorpcji strat powinna również wpływać na efektywność procesu kredytowania poprzez uczynienie go mniej antycyklicznym [Mehran, Thakor, 2011]. Podwyższone bufora kapitałowe ograniczają negatywne skutki potencjalnych wstrząsów rynkowych na dostępną podaż kredytów oraz wygładzają tempo akcji kredytowej w długim okresie. Pomimo że takie twierdzenie wysoce kontrastuje z tezą dotyczącą negatywnego wpływu wyższych wymogów kapitałowych na akcję kredytową, to należy wskazać, że najsilniejsze zaostrzenie akcji kredytowej nastąpiło w trakcie kryzysu finansowego z powodu zbyt niskiego udziału kapitałów własnych mogących zaabsorbować powstałe wówczas straty [Admati i inni, 2010].

Ponadto w trakcie zawirowań rynkowych banki lepiej dokaptalizowane posiadają dostęp do szerszego i tańszego źródła finansowania, wykorzystując przy tym swoją mocną pozycję kapitałową do ekspansji rynkowej. Oznacza to, że podczas gdy wyższe wymogi kapitałowe przełożą się na niższy wskaźnik ROE w czasach dobrej koniunktury, to podniosą go w sytuacjach występowania trudności finansowych [Demirguc-Kunt i inni, 2010].

Innym potencjalnym kosztem społecznym wyższych wymogów kapitałowych jest ograniczenie podaży dostępnych płynnych środków stanowiących główną część zobowiązań banków. Oznacza to, że ryzykowne aktywa musiałyby być w większym stopniu finansowane droższym kapitałem własnym. W takiej sytuacji banki, aby uniknąć procesu rekaptalizacji,

mogłyby zdelewarować bilans poprzez jednoczesną redukcję aktywów i pasywów, co tworzyłoby koszty społeczne. Argumenty te są dyskusyjne, jeżeli znacząca część pasywów banku (co jest dość częstym zjawiskiem przy instytucjach TBTF) opiera się na finansowaniu rynkowym, którego oprocentowanie dopasowuje się do zmieniającego ryzyka. Dodatkowo wyższe wymogi kapitałowe nie wpłyną na dostępną podaż kredytów oraz nie ograniczą zdolności banku do dostarczania klientom płynności w formie przyjmowanych depozytów, jeśli bank zdecyduje się na zwiększenie udziału kapitałów własnych w strukturze pasywów poprzez emisję akcji, bądź w formie zatrzymania zysków. Pierwsze z możliwych rozwiązań powoduje, że dodatkowy kapitał może być zainwestowany w dochodowe kredyty lub zainwestowany w rynkowe aktywa, co nie ograniczy roli banku jako dostarczyciela płynności po obu stronach bilansu. Drugie z rozwiązań, czyli forma wewnętrznego finansowania (poprzez ograniczenie stopy dywidendy), jest najbardziej preferowaną formą finansowania według teorii hierarchii wyboru z uwagi na ograniczony problem asymetrii informacji [Admati i inni, 2018].

Kapitały własne odgrywają również ważną rolę w kontekście mitygacji ryzyka płynności. Pomimo że system gwarancji depozytów w dużym stopniu ograniczył zjawisko nagłego wycofywania środków przez deponentów, to niezabezpieczeni wierzyciele w dalszym ciągu posiadają wysoką skłonność do zrywania i nieodnawiania lokat, zwłaszcza kiedy pozycja kapitałowa banku jest wątpliwa. Problemy płynnościowe nie są ciężkie do zaadresowania, jeśli bank jest wypłacalny i jest w stanie regulować zobowiązania. Wówczas utrzymywanie podwyższonych buforów płynnościowych nie jest tak istotne, gdyż scenariusz nagłego odpływu finansowania staje się mniej prawdopodobny [Kochubey, Kowalczyk, 2014]. Dlatego redukcja dźwigni finansowej na skutek wyższych wymogów kapitałowych może spowodować, że instytucje postrzegane będą jako bezpieczne i wypłacalne, a tym samym obniżą prawdopodobieństwo oraz stopień dotkliwości problemów płynnościowych.

Powyższe argumenty pokazują, że istnieje wiele korzyści wynikających ze zwiększenia poziomu kapitałów własnych w strukturze pasywów instytucji kredytowych, które często pomijane są w dyskusjach dotyczących konieczności wzmocnienia wyposażenia kapitałowego banków. Potrzeba wzrostu wymogów kapitałowych nie powinna więc wynikać z założenia, że struktura kapitałowa nie wpływa na koszty finansowania banków, ale z oceny kosztów i korzyści zredukowania dźwigni finansowej oraz odróżnienia prywatnych kosztów ponoszonych przez środowisko bankowe od kosztów społecznych.

2. Wymogi kapitałowe a rentowność banków

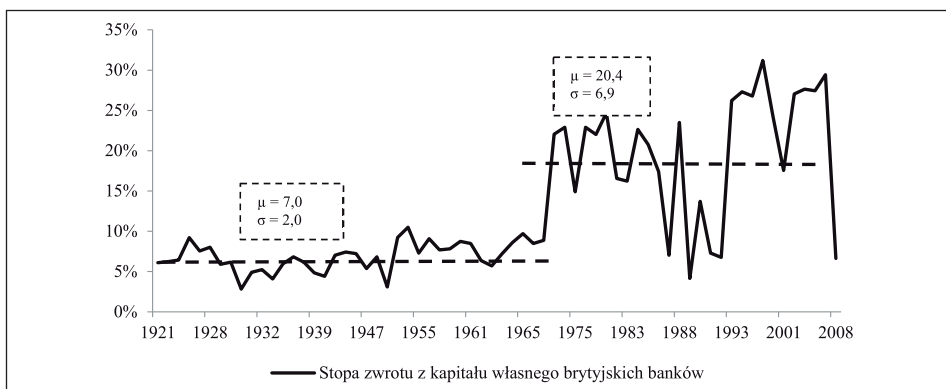
W ostatnich dekadach, a zwłaszcza przed globalnym kryzysem finansowym, menedżerowie banków ulegli silnej pokusie poszukiwania dodatkowych stóp zwrotu z zainwestowanego kapitału poprzez zwiększanie dźwigni finansowej. Taka strategia wynikała również po części z dużej presji ze strony analityków, inwestorów oraz mediów, które skupiały się głównie na generowanych przez banki stopach zwrotu mierzonych wskaźnikiem ROE, pomijając fakt podwyższonego ryzyka dla wierzycieli, systemu finansowego oraz podatników.

Nie należy zapominać, że wskaźnik ROE jest miarą nieskorygowaną o ryzyko. Miller wskazuje, że koszt kapitału własnego nie jest stały, a jest funkcją ryzyka aktywów oraz dźwigni finansowej [Miller, 1995]. Tak więc przeciętny koszt kapitału jest średnią odzwierciedlającą zarówno ryzyko biznesowe, jak i stopień zadłużenia banków. Przy niższym ryzyku biznesowym i mniejszej dźwigni finansowej koszt kapitałów własnych będzie relatywnie niższy w bankach o mniejszym poziomie zadłużenia, z uwagi na niższe ryzyko wynikające z inwestycji w lepiej dokapitalizowany bank. Poza tym spadek ryzyka bankructwa powinien przełożyć się na niższą wymaganą stopę zwrotu z instrumentów dłużnych emitowanych przez banki.

Reasumując, spadkowi ROE wynikającemu z wyższych wymogów kapitałowych powinna towarzyszyć redukcja premii za ryzyko. W konsekwencji na efektywnym rynku należy oczekiwać, że wartość i wycena banku nie powinna ulec istotniejszej zmianie, gdyż wymagana stopa zwrotu przez akcjonariuszy i wierzycieli dopasuje się do niższego poziomu ryzyka. Taki długoterminowy trend potwierdzający powyższą hipotezę można chociażby zaobserwować na jednym z lepiej rozwiniętych rynków na świecie, czyli rynku brytyjskim (rys. 1).

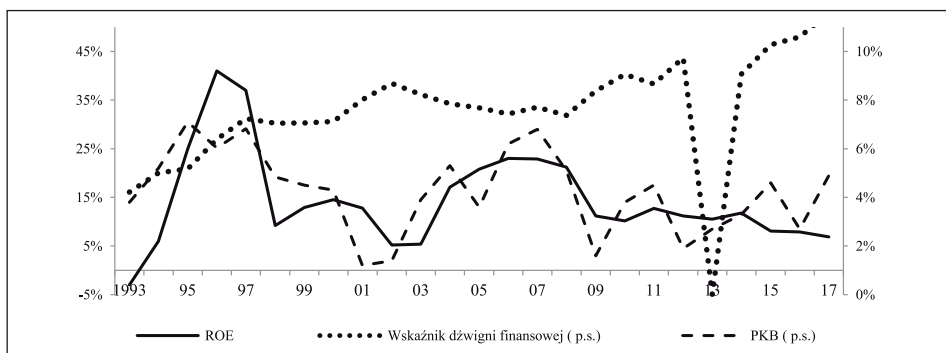
Na przełomie ostatnich dwudziestu lat polskie banki cechowały się relatywnie wysoką stopą zwrotu z zainwestowanego kapitału (rys. 2). Osiągnięty poziom rentowności nie wynikał jednak z nadmiernego poziomu lewarowania aktywów, gdyż na przestrzeni analizowanego okresu udział kapitałów własnych w strukturze pasywów wyraźnie wzrósł. Efekt ten został osiągnięty m.in. dzięki prowadzonej polityce dywidendowej przez polskie instytucje kredytowe, które w większości konsekwentnie realizowały wytyczne nadzoru bankowego w zakresie wzmacniania bazy kapitałowej (rys. 3). Dzięki temu na koniec 2017 r. wskaźnik dźwigni finansowej znajduje się na siódmym miejscu spośród 28 krajów należących do Unii Europejskiej (rys. 4), a polski sektor postrzegany jest jako stabilny i bezpieczny.

Rysunek 1. Stopa zwrotu z kapitału własnego brytyjskich banków w latach 1921–2008



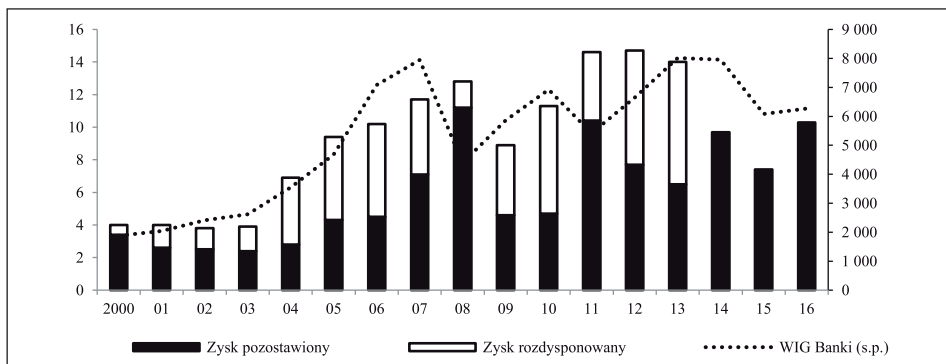
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Alessandri, Haldane, 2009].

Rysunek 2. ROE vs. wskaźnik dźwigni finansowej vs. PKB (2000–2017)



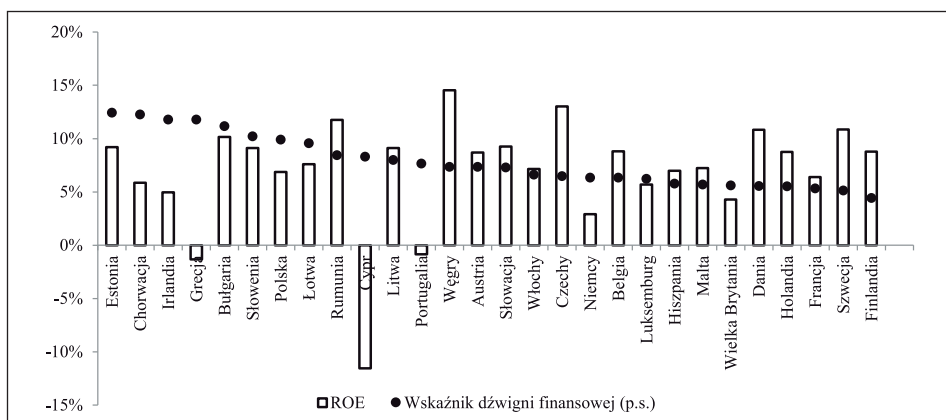
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KNF i GUS.

Rysunek 3. Podział zysku banków komercyjnych (mld PLN) na tle indeksu WIG Banki (pkt) (2000–2017)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KNF i stoq.pl.

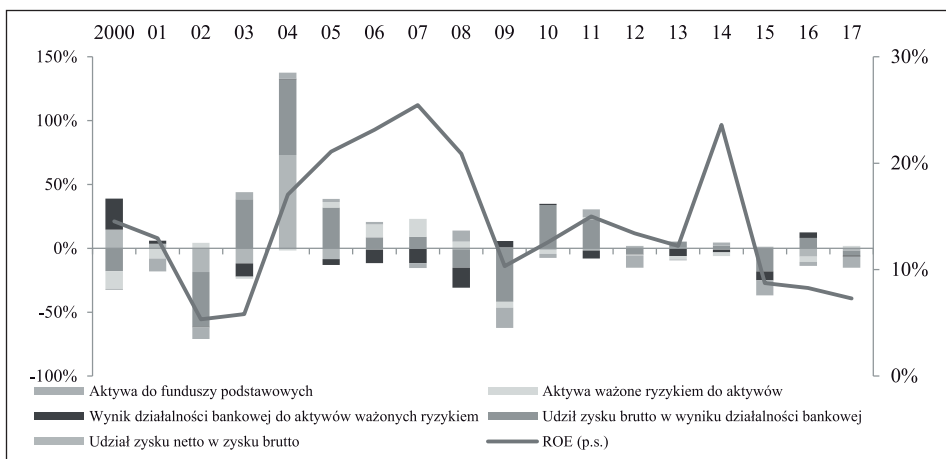
Rysunek 4. Wskaźnik ROE na tle wskaźnika dźwigni finansowej w sektorach bankowych państw UE na koniec czerwca 2017 r.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ECB.

W celu zweryfikowania hipotezy zakładającej umiarkowany wpływ wyższych wymogów kapitałowych na rentowność banków przeprowadzono analizę determinantów wskaźnika ROE. Jedną z najbardziej znanych form dekompozycji wskaźnika rentowności jest model Du Pont'a. Jest on pomocny w zrozumieniu, z czego wynika zyskowność przedsiębiorstwa rozumiana jako zwrot z kapitałów własnych. Biorąc pod uwagę unikalny charakter sektora bankowego, dekompozycję wskaźnika ROE można przedstawić jako formułę wynikającą z przemnożenia pięciu kolejnych składowych [ECB, 2010]: udziału zysku netto w zysku brutto, wyniku działalności bankowej do aktywów ważonych ryzykiem, aktywów do funduszy podstawowych, udziału zysku brutto w wyniku działalności bankowej, aktywów ważonych ryzykiem do aktywów. Przy czym udział zysku brutto w wyniku działalności bankowej może być interpretowany jako wskaźnik efektywności operacyjnej i kosztowej, gdyż pokazuje tę część wyniku z działalności bankowej, która nie została wykorzystana na pokrycie kosztów operacyjnych i kosztów realizacji ryzyka kredytowego.

Rysunek 5. Dekompozycja wskaźnika ROE polskiego sektora bankowego (2000–2017)



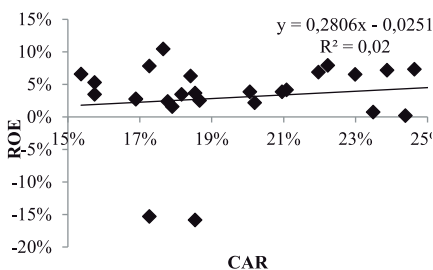
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KNF.

Pomimo że wskaźnik dźwigni finansowej jest ujemnie skorelowany ze wskaźnikiem ROE, co bezpośrednio wynika z modelu Du Pont'a, to w przypadku polskich banków największy wpływ na poziom wskaźnika ROE w analizowanym okresie miały komponenty związane z generowaniem zysków na działalności bankowej oraz efektywnością kosztową, które w dużej mierze zależą od poziomu aktywności gospodarczej. Silna dodatnia korelacja pomiędzy ROE a wzrostem PKB wynika z silnej cykliczności zysków generowanych przez polskie banki. Rosnąca aktywność gospodarcza sprzyja sprzedaży nowo udzielanych kredytów, poprawie jakości portfela kredytowego oraz wzrostowi marży odsetkowej. Z drugiej strony, wyższa podaż kredytów pozytywnie przekłada się na konsumpcję i inwestycje, czyli dwa kluczowe determinanty wzrostu gospodarczego.

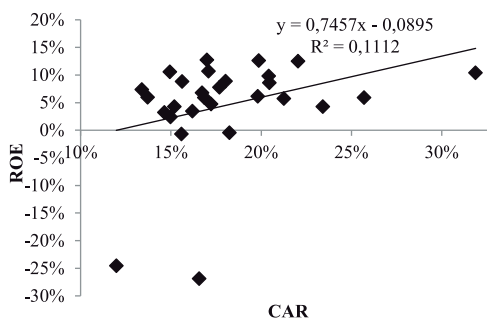
Podobne wnioski można wyciągnąć z analizy statystycznej zależności zachodzącej między ROE a współczynnikiem wypłacalności przy zastosowaniu metody regresji liniowej. Nie wskazuje ona na istnienie stałej i istotnej zależności między tymi dwoma zmiennymi, co potwierdza tezę, że wzmacnianie bazy kapitałowej banków nie musi wiązać się z silnym spadkiem rentowności kapitałów własnych (rys. 6).

Rysunek 6. Zależność pomiędzy współczynnikiem wypłacalności a ROE

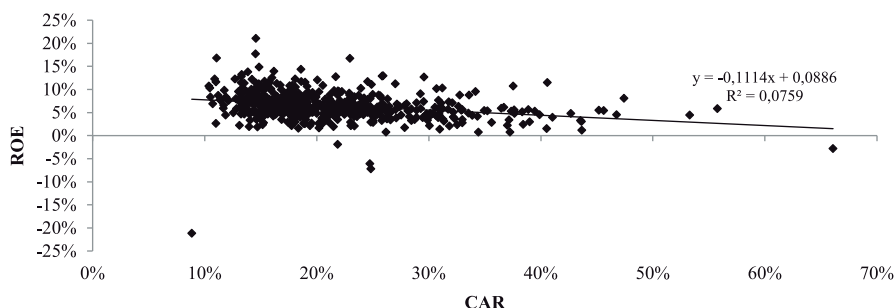
Banki notowane na GPW i ich spółki matki



Sektory bankowe w UE



Banki spółdzielcze



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych własnych (BPS, SGB) oraz ECB, KNF.

3. Wymogi kapitałowe a polityka kredytowa banków

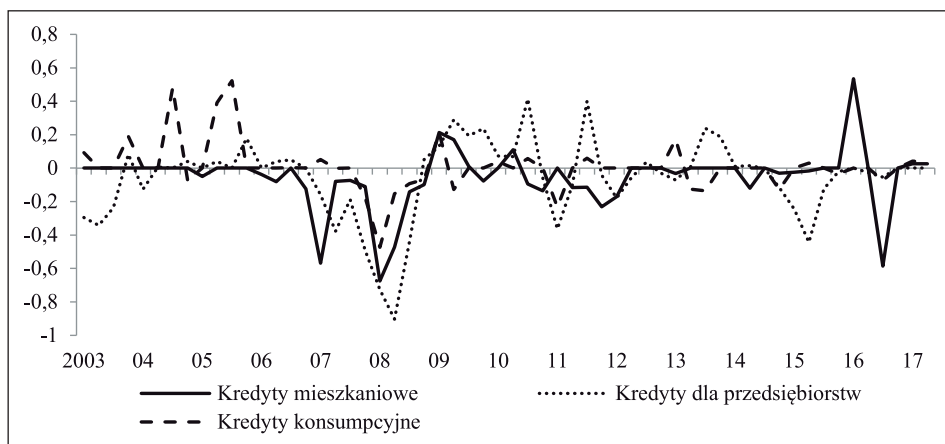
Intencji wdrożenia wyższych wymogów kapitałowych towarzyszy często obawa o spadek podaży kredytów i wzrost ich oprocentowania. Pomimo pewnych uzasadnionych obaw związek pomiędzy zmianą wymogów kapitałowych a podażą kredytów nie jest jednak tak oczywisty, co sugerują liczne badania w tym zakresie. Chociaż wyniki różnią się w zależności od zastosowanej metodologii oraz przyjętych założeń, większość badań pokazuje, że wzrost wymogów kapitałowych wpływa w ograniczony sposób na dostępność finansowania bankowego, a długookresowy wpływ netto na realną gospodarkę jest w zasadzie nieistotny [Aiyar i inni, 2012; Francis, Osborne, 2012; Gracie, 2014].

Pewnym wytłumaczeniem tego zjawiska jest to, że kapitał jest tylko jednym z wielu czynników, które oddziałują na podaż kredytów. Do innych istotnych zmiennych, które wpływają na politykę kredytową banków, zalicza się m.in. pozycję płynnościową, dostęp do finansowania rynkowego oraz przewidywaną sytuację gospodarczą. Decyzje kredytowe oraz poziom marż uzależnione są również w dużym stopniu od czynników

popytowych, które uwarunkowane są wynikami i oczekiwaniami przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. W trakcie trwania spowolnienia gospodarczego przedsiębiorstwa zgłaszają niższe zapotrzebowanie na kredyt i odkładają decyzje inwestycyjne na przyszłość, akumulując gotówkę. Przedsiębiorstwa zazwyczaj doświadczają również spadku sprzedaży, zysków oraz zatorów płatniczych ze strony klientów. Po stronie podażowej, w trakcie recesji, banki na ogół zaostrzają standardy kredytowania. Powyższe zależności są również uwarunkowane w czasie oraz zależą od okoliczności gospodarczych.

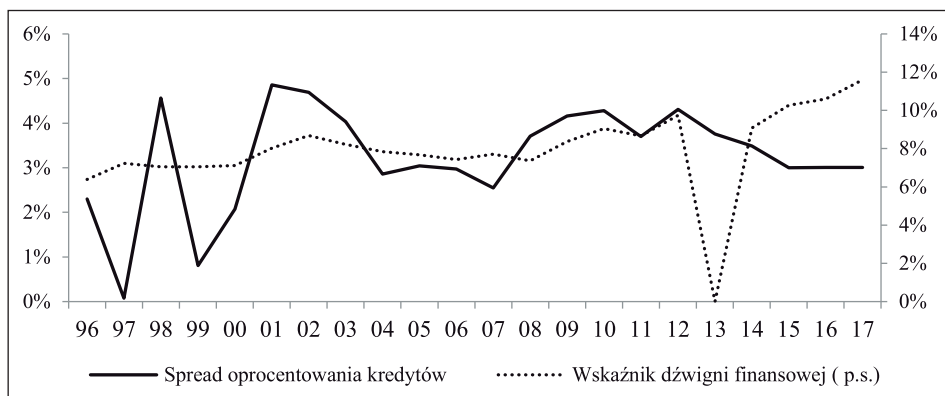
Z cyklicznych badań przeprowadzanych przez NBP dotyczących sytuacji na rynku kredytowym można wnioskować, że bieżąca lub oczekiwana pozycja kapitałowa ma głównie przełożenie na politykę kredytową banków przede wszystkim w okresach podwyższonej awersji do ryzyka oraz dekonjunktury gospodarczej, co widoczne jest na rysunku 7. Z tego powodu doszło do jej zaostrzenia m.in. w czasie kryzysu finansowego w 2007–2009 oraz kryzysu zadłużeniowego w strefie euro w 2011 r. W powyższych okresach banki preferowały akumulowanie kapitału z racji wysokiej niepewności co do przyszłej sytuacji gospodarczej oraz sytuacji na rynkach finansowych. W okresach umiarkowanego wzrostu gospodarczego pozycja kapitałowa ma ograniczony wpływ na warunki udzielania kredytów i ustępuje takim czynnikom, jak: ryzyka związane z przewidywaną sytuacją gospodarczą, presja konkurencji.

Rysunek 7. Wpływ bieżącej lub oczekiwanej sytuacji kapitałowej banku na zmiany polityki kredytowej



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KNF i NBP.

Rysunek 8. Spread oprocentowania kredytów vs. wskaźnik dźwigni finansowej



Uwaga: Spread liczony jest jako różnica pomiędzy średnim oprocentowaniem kredytów ogółem (dane NBP) a WIBOR 3m. Wzrost spreadu oznacza wyższe realne koszty kredytu dla podmiotów gospodarczych

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KNF i NBP.

Do podobnych konkluzji doszli autorzy innych prac w zakresie literatury przedmiotu. Homer i Sylla, analizując dane z amerykańskiego rynku pomiędzy 1920 a 1990, nie znaleźli wystarczających dowodów na potwierdzenie tezy o zależności pomiędzy oprocentowaniem kredytów a poziomem dźwigni finansowej [Neal, 1992]. Osborne, Feurtes i Milne również nie zgromadzili argumentów za istnieniem długoterminowej relacji pomiędzy wskaźnikiem kapitałowym banków a oprocentowaniem kredytów. Zwrócili oni jednak uwagę na to, że w krótkim przedziale czasowym do takiej zależności może dojść zwłaszcza w okresach zawirowań rynkowych, kiedy banki mogą użyć marży odsetkowej jako narzędzia do zwiększania poziomu kapitału (poprzez odpisy z zysku netto) oraz kreowania bardziej restrykcyjnej polityki kredytowej w celu ograniczania wymogu na ryzyko kredytowe [Osborne i inni, 2017]. Caballero i Kashyap oszacowali, że nawet bardzo wysoka zmiana dotycząca wymogów kapitałowych prowadzi do relatywnie niskiego wzrostu oprocentowania kredytów (podniesienie wskaźnika wypłacalności o 10 p.p. podwyższa oprocentowanie kredytów o ok. 25–45 p.b.) [Caballero i inni, 2008].

Do nieco surowszych wniosków doszli Martín-Oliver, Ruano oraz Salas-Fumás, którzy wyliczyli, że dla hiszpańskiego sektora bankowego podniesienie wymogu kapitałowego o 1 p.p. może doprowadzić do wzrostu oprocentowania kredytów od 6,8 do 12 p.b. w zależności od fazy dochodzenia do nowych norm ostrożnościowych [Martín-Oliver i inni, 2013].

W tabelicy 1 przedstawiono przegląd innych badań dotyczących wpływu zwiększenia wymogu kapitałowego o 1 p.p. na poziom oprocentowania kredytów. Wynika z nich, że można oczekiwać wzrostu oprocentowania kredytów na skutek zwiększenia wymogów kapitałowych, ale efekt ten w większości przypadków jest nieznaczny (średnia 16 p.b. przy wzroście wymogu kapitałowego o 1 p.p.). Co więcej, warto mieć na uwadze, że większość analiz empirycznych dotyczących skutków ekonomicznych wyższych wymogów kapitałowych nacechowana jest ryzykiem modelu, stąd ich wyniki często obciążone są wysokim ryzykiem błędu prognozy. Poza tym w wielu wymienionych analizach często pomijany był efekt obniżenia się kosztu kapitału pożyczkowego oraz ryzyka systemowego na skutek wzmocnienia bazy kapitałowej banków.

Tabela 1. Przegląd badań dotyczących wpływu zwiększenia wymogu kapitałowego o 1 p.p. na oprocentowanie kredytów

Badanie	Kraj	Okres	Wzrost oprocentowania kredytów (p.b)
BCBS (2010)	Wybrane kraje OECD	1993–2007	26
Junge i Kugler (2013)	Szwajcaria	1999–2010	0,7
Miles, Yang i Marcheggiano (2013)	Wielka Brytania	1997–2010	1,2
Bank of England (2015)	Wielka Brytania	1997–2014	25
El Mot (2009)	USA		20
Kashyap, Stein i Hanson (2011)	USA	1976–2008	3,5
Bakera i Wurgler (2013)	USA	1971–2011	8,5
Cosimano i Hakura (2011)	Próba globalna	2001–2009	12
King (2010)	Wybrane kraje OECD	1993–2007	30
Slovik i Cournede (2011)	Wybrane kraje OECD	2004–2006	32
De Resende, Dib i Perevalov (2010)	Kanada		2,5
Corbae i D'Erasmus (2014)	USA		50
Kisin i Manela(2016)	USA	2002–2007	0,3
Średnia wartość			16,3

Źródło: [Almenberg i inni, 2017].

Dla rynku polskiego analizę skutków makroekonomicznych wprowadzenia Bazylei III przeprowadziła KNF [2011]. W świetle przeprowadzonych badań stwierdzono, że przy wzroście współczynnika wypłacalności o 2,5 p.p. nastąpiłby nieznaczny wzrost stóp oprocentowania kredytów mieszkaniowych i konsumpcyjnych o kilkadziesiąt punktów bazowych, co wpłynęłoby na ograniczenie PKB o 0,08% w ciągu czterech lat (poprzez spadek popytu na kredyt), czyli o 0,03 p.p. rocznie. Inne analizy dla polskiego sektora bankowego potwierdzają, że wzrost wymogów kapitałowych i płynnościowych negatywnie przekłada się na wzrost gospodarczy, przy czym skala tego oddziaływania jest nieznaczna i prowadzi do umiarkowanego ograniczenia wzrostu gospodarczego na skutek ograniczenia podaży kredytu [Marcinkowska i inni, 2014; Wdowiński i Marcinkowska, 2016].

Zakończenie

W artykule dokonano przeglądu literatury w zakresie kosztów i korzyści wyższych wymogów kapitałowych względem banków oraz przeanalizowano stylizowane fakty z rynku polskiego. Główne wnioski wskazują na ograniczone koszty społeczne wynikające z podniesienia wymogów kapitałowych względem banków.

Wzrost poziomu kapitałów w finansowaniu działalności banku ma ograniczony wpływ na generowanie kosztów społecznych wyrażonych wzrostem oprocentowania kredytów. Realne oprocentowanie kredytów dla podmiotów gospodarczych jest w największym stopniu zdeterminowane przez apetyt na ryzyko banku w danym okresie oraz poziom konkurencji i zazwyczaj waha się w okolicach swojej długoterminowej średniej.

Konieczność obniżenia dźwigni finansowej poprzez podwyższenie poziomu kapitałów nie rodzi również istotnych kosztów społecznych w zakresie zaostrzenia polityki kredytowej banków i ograniczenia kredytu do gospodarki. Analiza wskaźnika ROE metodą Du Ponta pokazała, że w przypadku polskich banków największy wpływ na ich efektywność posiadają czynniki związane z generowaniem zysków na działalności bankowej oraz efektywnością kosztową, które w dużej mierze zależą od poziomu aktywności gospodarczej. Należy przy tym zaznaczyć, że relacje te są warunkowane w czasie wieloma innymi czynnikami.

Literatura

- Admati A. (2014), *The Compelling Case for Stronger and More Effective Leverage Regulation in Banking*, „The Journal of Legal Studies”, Vol. 43, No. 2.
- Admati A., DeMarzo P., Hellwig M., Pfleiderer P. (2010), *Fallacies, irrelevant facts, and myths in the discussion of capital regulation: Why bank equity is not expensive*, „Rock Center for Corporate Governance at Stanford University”, Working Paper, No. 86.

- Admati A., DeMarzo P., Pfleiderer P., Hellwig M. (2018), *The Leverage Ratchet Effect*, „Journal of Finance”, Vol. 73, No. 1.
- Admati A., Hellwig M., Pfleiderer P., DeMarzo P. (2012), *Debt Overhang and Capital Regulation*, „SSRN Electronic Journal”, Vol. 5, No. 4.
- Aiyar S., Calomiris C. W., Wieladek T. (2012), *Does Macro-Pru Leak? Evidence from a UK Policy Experiment*, (Working Paper No. 17822), National Bureau of Economic Research.
- Alessandri P., Haldane A.G. (2009), *Banking on the State*, United States, North America.
- Almenberg J., Andersson M., Buncic D., Cella C., Giordani P., Grodecka A., Söderberg G. (2017), *Appropriate capital ratios in major Swedish banks – new perspectives*.
- Begenau J.M. (2015), *Capital Requirements, Risk Choice, and Liquidity Provision in a Business Cycle Model*, „Harvard Business School Working Paper”, No. 15-072.
- Bengtsson E., Shahnazarian H., Åsberg Sommar P., Jonsson K., Jonsson M. (2012), *Appropriate Capital Ratio in Major Swedish Banks – An Economic Analysis*, „SSRN Electronic Journal”, January.
- Caballero R.J., Hoshi T., Kashyap A.K. (2008), *Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan*, „The American Economic Review”, Vol. 98, No. 5.
- Demirguc-Kunt A., Detragiache E., Merrouche O. (2010), *Bank Capital: Lessons from the Financial Crisis*, IMF Working Paper, WP/10/286.
- ECB (2010), European Central Bank, *Beyond ROE: how to measure bank performance (appendix to the report on EU banking structures)*, European Central Bank, Frankfurt am Main, <http://dx.publications.europa.eu/10.2866/66835>.
- Francis W., Osborne M. (2012), *Capital Requirements and Bank Behavior in the UK: Are There Lessons for International Capital Standards?*, „Journal of Banking & Finance”, Vol. 36, No. 3.
- Gracie A. (2014), *Total Loss-Absorbing Capacity – the thinking behind the FSB Term Sheet*, Citi European Credit Conference.
- Hellwig M. (2010), *Capital regulation after the crisis: Business as usual?*, „CESifo DICE Report”, Vol. 8, No. 2.
- KNF (2011), *Makroekonomiczne skutki wyższych standardów kapitałowych: Analiza symulacyjna dla Polski*, Warszawa, http://www.knf.gov.pl/Images/makroekonomiczne_skutki_wyzszych_standardow_a_tcm75-27859.pdf
- Kochubey T., Kowalczyk D. (2014), *The Relationship between Capital, Liquidity and Risk in Commercial Banks*, „The Ninth Young Economists’ Seminar”, Dubrovnik.
- Marcinkowska M., Wdowiński P., Flejterski S., Bukowski S., Zygierewicz M. (2014), *Wpływ regulacji sektora bankowego na wzrost gospodarczy – wnioski dla Polski*, „Materiały i Studia NBP”, nr 305.
- Martín-Oliver A., Ruano S., Salas-Fumás V. (2013), *Banks’ Equity Capital Frictions, Capital Ratios, and Interest Rates: Evidence from Spanish Banks*, „International Journal of Central Banking”, Vol. 9, No. 1.
- Mehran H., Thakor A. (2011), *Bank Capital and Value in the Cross-Section*, „Review of Financial Studies”, Vol. 24, No. 4.
- Miller M.H. (1995), *Do the M & M propositions apply to banks?*, „Journal of Banking and Finance”, Vol. 19, No. 3–4.

- Modigliani F., Miller H.M. (1958), *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, „The American Economic Review”, Vol. 48, No. 3.
- Neal L. (1992), *A History of Interest Rates. By Sidney Homer and Richard Sylla*, „The Journal of Economic History”, Vol. 52, No. 3.
- Osborne M., Fuertes A.-M., Milne A. (2017), *In good times and in bad: Bank capital ratios and lending rates*, „International Review of Financial Analysis”, Vol. 51, May.
- Wdowiński P., Marcinkowska M. (2016), *Wpływ regulacji kapitałowych i płynnościowych sektora bankowego na wzrost gospodarczy Polski*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.

Streszczenie

Celem artykułu jest przedstawienie teorii dotyczących optymalnego poziomu kapitałów w sektorze bankowym z punktu widzenia instytucji kredytowych i społeczeństwa oraz ich wstępna weryfikacja na podstawie danych z polskiego sektora bankowego. W artykule dokonano przeglądu literatury w zakresie kosztów i korzyści wyższych wymogów kapitałowych względem banków oraz przeanalizowano stylizowane fakty z rynku polskiego. Główne wnioski wskazują na ograniczone koszty społeczne wynikające z podniesienia wymogów kapitałowych względem banków.

Słowa kluczowe

sektor bankowy, wymogi kapitałowe, stabilność finansowa, optymalna struktura kapitału

Developing the capital structure of banks – stylized facts from the Polish banking sector (Summary)

The aim of the article is to present theories regarding the optimal level of capital in the banking sector from the point of view credit institutions and society and their initial verification based on data from the Polish banking sector. The article reviews the literature in terms of costs and benefits of higher capital requirements for banks, and present stylized facts from the Polish market. The main conclusions point to the limited social costs resulting from the increase of capital requirements for banks.

Keywords

banking sector, capital requirements, financial stability, optimal capital structure

Andrzej Dżuryk*

List zastawny jako przykład bezpiecznego hipotecznego instrumentu finansowego

Wstęp

Niniejszy artykuł stanowi próbę systematyzacji podstaw wiedzy na temat hipotecznych listów zastawnych. Został w nim dokonany przegląd aparatu pojęciowego związanego z tym zagadnieniem. Zidentyfikowano unikalny charakter listu zastawnego, jakim jest zasada podwójnego regresu, która implikuje jego wysokie bezpieczeństwo. Wskazano również na inne walory tych instrumentów, mające pozytywny wpływ na stabilność całego systemu finansowego.

1. Definicje i rodzaje listów zastawnych

Nie wypracowano dotąd w praktyce formalnej definicji listu zastawnego. Pośrednio definiuje go dyrektywa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe [dyrektywa, 1985]. W ramach konsultacji dotyczących harmonizacji rynku listów zastawnych w Unii Europejskiej (UE) próbę formalizacji tego pojęcia na gruncie prawnym podjęła Komisja Europejska (KE) [Consultation, 2015]. W Polsce definicje listu zastawnego wynikają z ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych.

Encyklopedia zarządzania definiuje list zastawny jako papier wartościowy, imienny lub na okaziciela, emitowany przez bank hipoteczny dla refinansowania swojej działalności [https://mfiles.pl/pl/index.php/Listy_zastawne]. Według *Encyklopedii PWN* list zastawny to rodzaj listu kredytowego, tj. zobowiązania wystawcy listu do uregulowania należności w określonym terminie [https://encyklopedia.pwn.pl/szukaj/list%20zastawny.html]. Według tej definicji list zastawny jest papierem wartościowym stałoprocentowym, który emitują instytucje kredytowe. Jest on lokowany przez te instytucje na rynkach pieniężnych w celu zdobycia środków na prowadzenie działalności kredytowej. Z kolei definicja *Encyklopedii Gazety Prawnej* określa list zastawny jako papier wartościowy, emitowany przez bank hipoteczny, który może być imienny lub na okaziciela i ma zwykle stałe oprocentowanie i jest przedmiotem obrotu giełdowego [http://www.gazetaprawna.pl/encyklopedia/prawo/hasla/332762,list_zastawny.html].

* Dr, Katedra Bankowości i Finansów, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, ul. Armii Krajowej 101, 81-824 Sopot, andrzej.dzuryk@ug.edu.pl

Stwierdza on zobowiązanie, które ma bank hipoteczny do wypłaty oznaczonej sumy pieniędzy w określonym terminie i wypłacenia odsetek od tej sumy okazicielowi, w określonych umową terminach i wysokości. Listy zastawne są gwarantowane własnym majątkiem emitenta i są sposobem na pozyskanie kapitałów przez bank hipoteczny, które są następnie pożyczane inwestorom w celu realizacji projektów inwestycyjnych pod zastaw hipoteczny. List zastawny jest nominowany w złotych lub w walucie obcej.

Raport z prac Grupy ds. emisji listów zastawnych przez banki Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego [Raport, 2013, s. 6] określa listy zastawne jako instrumenty spełniające kryteria obligacji zabezpieczonych emitowane przez banki hipoteczne. Podstawę emisji i zabezpieczenie stanowią wierzytelności banku z tytułu udzielonych kredytów hipotecznych, wpisane do rejestru zabezpieczeń listów zastawnych. Listy zastawne służą długoterminowemu refinansowaniu portfeli kredytowych. Gorlecka definiuje listy zastawne jako dłużne papiery wartościowe emitowane wyłącznie przez banki hipoteczne [Gorlecka, 2006, s. 111–113]. Obligacje te płatne są w określonych terminach i reprezentują wierzytelności pieniężne na sumy oznaczone. Bank hipoteczny zobowiązuje się wobec nabywcy obligacji do spełnienia określonych świadczeń pieniężnych, obejmujących wypłatę odsetek i wykup obligacji, w terminach i w sposób określony w warunkach emisji. W przypadku emisji materialnej obligacje są przechowywane w depozycie u depozytariusza emisji. Hipoteczny list zastawny stanowi ściśle określony stosunek prawny i zawiera precyzyjnie określony katalog elementów. W sytuacji braku któregoś z wymaganych elementów instrument taki nie jest hipotecznym listem zastawnym [Pietrasik, Laskowski, 2001, s. 203]. Katalog wymaganych elementów obejmuje poniższy wykaz [https://mfiles.pl/pl/index.php/Listy_zastawne]:

- nazwę „hipoteczny list zastawny” i podstawę emisji;
- nazwę i siedzibę emitującego banku hipotecznego;
- serię i numer hipotecznego listu zastawnego;
- wartość nominalną i datę (od której naliczane jest oprocentowanie), wielkość oprocentowania, terminy płatności odsetek, datę wykupu listu zastawnego oraz miejsce płatności i warunki wykupu;
- informację, że bank hipoteczny może dokonać umorzenia listu zastawnego przed terminem wykupu po upływie 5 lat od dnia emisji (gdy termin wykupu jest dłuższy niż 5 lat);
- informację, że nabywca listu zastawnego nie posiada prawa do przedstawienia go do wcześniejszego wykupu;
- miejsce i datę wystawienia listu zastawnego;
- podpisy osób reprezentujących bank hipoteczny i uprawnionych do zaciągania zobowiązań w jego imieniu oraz podpis powiernika;

List zastawny stanowi szczególne narzędzie pozyskiwania środków pieniężnych przeznaczonych na długoterminowe finansowanie [Gorlecka, 2009, s. 149–162], powiązane z rzeczowym zabezpieczeniem w formie hipoteki obciążającej określoną nieruchomość, która stanowi majątkowe zabezpieczenie spłaty kredytu [Heropolitańska, Michalski, 2001, s. 372]. Według Lisa listy zastawne to papiery wartościowe, o charakterze imiennym lub na okaziciela, których podstawą emisji są wierzytelności instytucji kredytowych, które są zabezpieczone hipoteką i/lub gwarancjami albo poręczeniami rządu, banku centralnego, organizacji międzynarodowej lub jednostki samorządu terytorialnego [Lis, 2010, s. 123–138]. Wskazuje on na dwa podstawowe rodzaje listów zastawnych: hipoteczne oraz publiczne [Pietrasik, Rykowski, 2000]. Listy hipoteczne są wykorzystywane do refinansowania własnych kredytów oraz wierzytelności zakupionych od innych banków. W obu tych przypadkach wierzytelności te są zabezpieczone hipoteką. Refinansowanie za pomocą listów hipotecznych nie może przekroczyć 60%¹ bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości. Z kolei wartość pozostających w obrocie listów zastawnych nie może przekraczać 40-krotności funduszy własnych banku hipotecznego². Nie mogą stanowić podstawy emisji hipotecznych listów zastawnych wierzytelności zabezpieczone hipotecznie dla nieruchomości, w przypadku których eksploatacja nie ma trwałego charakteru (szczególnie złoża kopalin). Hipoteczny list zastawny jest papierem wartościowym, którego podstawą emisji są wierzytelności banku hipotecznego zabezpieczone hipotekami. List zastawny jest zobowiązaniem banku hipotecznego do wypełnienia określonych świadczeń pieniężnych w stosunku do uprawnionego³. Zobowiązania te obejmują wypłatę odsetek i wykup listów zastawnych w terminach i w sposób określonych w emisji. Hipoteczny list zastawny może emitować jedynie bank hipoteczny⁴. List hipoteczny jest nominowany w złotych albo w walucie obcej (w rozumieniu przepisów polskiego prawa dewizowego). Hipoteczny list zastawny może być emitowany jako dokument albo w postaci zdematerializowanej w formie zapisu komputerowego. W przypadku formy elektronicznej w świadectwie depozytowym albo w innym dokumencie wydanym kupującemu muszą znaleźć się wszystkie ustawowo wymagane dane. Hipoteczny list zastawny może być także

¹ Nowelizacja ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych z 2015 r. podniosła poziom refinansowania do 80% dla detalicznych kredytów hipotecznych, zachowując poziom 60% dla pozostałych kredytów hipotecznych.

² Według ich wartości nominalnej.

³ Taką samą definicję hipotecznego listu zastawnego podaje GUS za ustawą z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych [<http://stat.gov.pl/metainformacje/slownik-pojec/pojecia-stosowane-w-statystyce-publicznej/2274,pojecie.html>].

⁴ Według polskiej legislacji. Legislacje innych krajów dopuszczają emisje listów zastawnych w ramach innych rozwiązań prawnych (np. model banku uniwersalnego lub spółki celowej).

emitowany w zbiorowych odcinkach. Publiczne listy zastawne są regulowane przez przepisy dotyczące listów hipotecznych, z wyjątkiem zapisów odnoszących się do zabezpieczenia hipotecznego [Kanigowski, 2001; Jaworski, Zawadzka, 2001; Lis, 2010; Drewicz-Tułodziecka, Stocker, 2000, s. 120; Ofiarski, 2008, s. 198–200].

Publiczne listy zastawne emituje się na bazie wierzytelności kredytowych, gdzie kapitał oraz odsetki zabezpieczone są gwarancją lub poręczeniem przez [Portal Informacyjny, Główny Urząd Statystyczny, b.d.]:

- jednostki samorządowe,
- Skarb Państwa,
- Narodowy Bank Polski,
- rząd lub bank centralny państwa członkowskiego Unii Europejskiej,
- Organizację Współpracy Gospodarczej i Rozwoju,
- Europejski Bank Centralny,

a także na bazie kredytów udzielonych tym podmiotom. W obszarach, które nie są regulowane przez ustawę o listach zastawnych i bankach hipotecznych, a w szczególności w kwestii zasad emisji, obrotu i wykupu listów zastawnych, mają zastosowanie: ustawa o obrocie instrumentami finansowymi [ustawa, 2005a], ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych [ustawa, 2005b] oraz ustawa o obligacjach [ustawa, 2015]. Szczególny tryb i warunki wprowadzenia do publicznego obrotu listów zastawnych może, w drodze rozporządzenia, ustalić Rada Ministrów.

Definicje listów zastawnych zaprezentowane powyżej przedstawiają dużą zbieżność i spójność. Krajowa literatura definiuje list zastawny w odniesieniu do obowiązującej polskiej ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych. Definicje te identyfikują dwa podstawowe rodzaje listów zastawnych, tj. listy hipoteczne oraz listy publiczne. W UE istnieją także inne typy listów zastawnych, np. morskie listy zastawne, popularne w Niemczech i Danii. Jednakże to właśnie hipoteczne listy zastawne konstyтуują trzon rynku listów zastawnych.

Główną ułomnością przedstawionych definicji jest pomijanie przez nie fundamentalnej cechy listów zastawnych, którą jest zasada podwójnego regresu, implikująca ich bardzo wysoką jakość kredytową. List zastawny jest refinansującą obligacją średnio- lub długoterminową, charakteryzującą się wysoką jakością kredytową, mającą swe źródło głównie w mechanizmie podwójnego regresu, którą emituje się pod zabezpieczenie, własnych lub nabytych, wydzielonych wysokiej jakości aktywów.

2. Atrybuty listów zastawnych

Listy zastawne cechują się niskim ryzykiem inwestycyjnym i wysokim bezpieczeństwem. Wysokie bezpieczeństwo determinuje przede wszystkim silne zabezpieczenie kredytów będących podstawą emisji listów zastawnych, z określoną ustawowo⁵ maksymalną wartością wskaźnika określającego stosunek wielkości kredytu do wartości zabezpieczenia (*loan to value* – LTV). Dodatkowo banki hipoteczne bardziej konserwatywnie wyceniają nieruchomości będące przedmiotem zabezpieczenia. Wysokie bezpieczeństwo listów zastawnych wspiera także przyjęty w Polsce specjalistyczny model bankowości hipotecznej, ograniczający ich zakres działalności, zmniejszając ryzyko braku wypłacalności emitenta. Wysoki poziom bezpieczeństwa listów zastawnych zapewnia również pozostawianie aktywów w bilansie banku emitenta. Rentowność listów zastawnych jest funkcją jakości kredytowej: samych aktywów, emitenta oraz kraju emisji. Niski poziom ryzyka kredytowego tych instrumentów wspiera ustawowy obowiązek emitenta do zapewnienia wielostopniowego zabezpieczenia ich emisji i obrotu. Mechanizm podwójnego regresu, jak i cała obudowa regulacyjno-proceduralna, powodują, że list zastawny jest instrumentem charakteryzującym się najwyższym poziomem bezpieczeństwa inwestycyjnego, czego empiryczne potwierdzenie stanowi jego czysta historia kredytowa. Odmowa wykupu nie miała dotąd miejsca przez ponad 200 lat istnienia tych instrumentów.

Kraje regulujące hipoteczny list zastawny ustawowo chronią jego nazwę. Często przyjęte nazewnictwo podkreśla charakter dłużny tego instrumentu i podkreśla powiązanie między aktywną i pasywną działalnością instytucji kredytowej. Wysokie bezpieczeństwo listów zastawnych, które determinuje szereg ustawowych ograniczeń, a szczególnie zamknięty katalog czynności banku hipotecznego, sprawia, że przychody z emisji listów zastawnych mogą służyć jedynie finansowaniu hipotecznej akcji kredytowej. Nadzór nad bankami hipotecznymi jest głębszy aniżeli tradycyjny nadzór nad bankami uniwersalnymi. Bank hipoteczny ma swojego dedykowanego powiernika zewnętrznego i zastępcę, którzy nie mogą być zatrudnieni przez bank hipoteczny. Są oni ustanowieni i odwoływani przez Komisję Nadzoru Finansowego. Funkcję tę może sprawować osoba fizyczna spełniająca wymóg niezależności. Musi się ona legitymować ściśle określonymi kwalifikacjami, które dają rękojmię rzetelności wykonywania

⁵ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych określa, iż ogólna kwota wierzytelności z tytułu czynności, o których mowa w art. 12 pkt 1 i 3, w części przekraczającej 60% bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości, nie może przekroczyć 30% ogólnej kwoty wierzytelności banku hipotecznego zabezpieczonych hipoteką. Wysokość pojedynczego kredytu zabezpieczonego hipoteką nie może przekroczyć bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości [ustawa, 1997, art. 13].

powierzonych obowiązków. Podstawowa rola powiernika obejmuje [Gorlecka, 2006]:

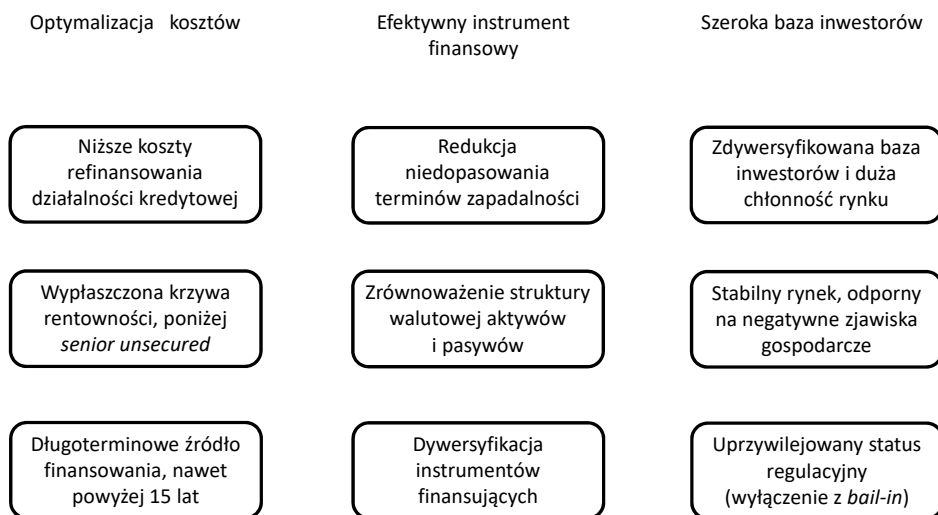
- zapewnienie prawidłowości wpisów do rejestru zabezpieczeń,
- poprawne ustalenie bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości (w ramach zatwierdzonego przez Komisję Nadzoru Finansowego regulaminu wyceny nieruchomości) oraz
- zachowanie zgodności zabezpieczeń pozostających w obrocie listów zastawnych z rygorami prawnymi.

Inwestor, który kupił list zastawny, ma pełen regres w stosunku do emitenta. Prawo to ma charakter bezwarunkowy, nieograniczony i ma status pierwszeństwa. Listy zastawne wykazywane są w bilansie emitenta. Emitent obowiązkowo prowadzi i przechowuje rejestr zabezpieczeń listów zastawnych. Rejestr zabezpieczeń ewidencjonuje indywidualne wierzytelności emitenta, stanowiące podstawę emisji listów zastawnych. Jeżeli bank hipoteczny refinansuje kredyty o różnym pochodzeniu, to pierwszeństwo przed posiadaczami niezabezpieczonych papierów wartościowych mają posiadacze listów zastawnych. W przypadku upadłości banku hipotecznego środki uzyskane z tytułu egzekucji wierzytelności znajdujących się w rejestrze zabezpieczeń mogą służyć jedynie zaspokojeniu roszczeń posiadaczy listów zastawnych [Lis, 2010].

List zastawny jest typowym przykładem obligacji zabezpieczonej (*covered bond*). Oznacza to dłużny papier wartościowy cechujący się tym, że jego wykup jest zabezpieczony dedykowaną, wyodrębnioną pulą aktywów, pozostającą w bilansie emitenta. Struktura ta powoduje, że inwestorowi przysługuje prawo do podwójnego regresu: wobec emitenta i wydzielonej puli aktywów. Mechanizm podwójnego regresu to cecha, która odróżnia list zastawny od klasycznych obligacji, gdzie zwykle występuje jedynie zobowiązanie osobiste emitenta wobec obligatariusza do zwrotu kapitału i zapłaty odsetek. W przypadku listu zastawnego zobowiązanie emitenta ma charakter osobisty (do wartości całego majątku) oraz rzeczowy (do wartości wyodrębnionych aktywów stanowiących zabezpieczenie). Inwestorowi przysługuje prawo do zaspokojenia roszczeń tak z majątku emitenta, jak i z wysoko jakościowych aktywów, które są monitorowane przez niezależnego powiernika. W pierwszym rzędzie emitent odpowiada do wysokości kwoty kapitału i odsetek osobiście za zobowiązania wynikające z emisji. Jeżeli zaspokojenie roszczeń wierzyciela przez dłużnika nie jest możliwe, inwestor ma prawo do zaspokojenia się z wyodrębnionego w tym celu majątku. Mechanizm ten powoduje, że minimalizuje się w ten sposób ryzyko nieodzyskania przez inwestora należności i przeniesienia skutków braku wypłacalności emitenta na inne podmioty w ramach systemu finansowego. Z kolei zapewnienie ciągłości rozliczeń stanowi fundament

stabilności rynku finansowego. Wysokie standardy regulacyjne listów zastawnych, zapewniające mechanizm podwójnego regresu, w sposób istotny wpływają na zachowanie stabilności systemu finansowego. Poza stabilizacją systemu finansowego listy zastawne zapewniają szereg innych korzyści [Materiały, 2014] (rys. 1).

Rysunek 1. Korzyści listów zastawnych

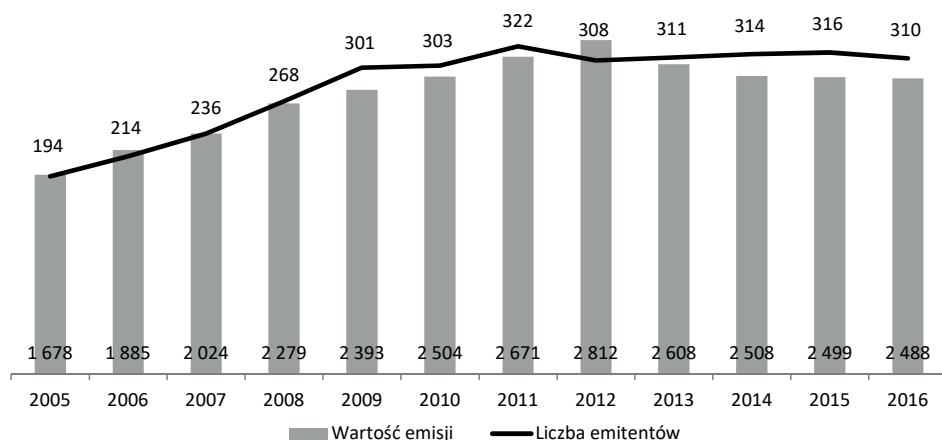


Źródło: Opracowanie własne.

Historycznie europejskie listy zastawne to głównie inwestycje w nieruchomości. Rodzaj listu zastawnego określa prawne zabezpieczenie spłaty kredytu. Hipoteczny list zastawny zabezpiecza hipoteka, a publiczny list zastawny zabezpiecza gwarancja lub poręczenie instytucji publicznej. Emisje listów zastawnych w Europie różnią się regulacjami prawnymi i strukturą organizacyjną emitenta, powodując dużą różnorodność modeli emisji listów zastawnych. W każdym z tych przypadków zachowany jest jednak podstawowy walor tego instrumentu, a mianowicie zasada podwójnego regresu.

Niezależnie od tego, że list zastawny nie ma bezpośredniej i jednolitej regulacji w UE, to w okresie globalnego kryzysu finansowego, wskutek dużego zainteresowania inwestorów instytucjonalnych, rynek ten znacząco urósł w latach 2005–2012, stabilizując się w ostatnich latach na poziomie 2,5 bln euro (rys. 2) [Kälberer, 2013; 2017].

Rysunek 2. Kapitalizacja rynku listów zastawnych na świecie w latach 2005–2016 (w mld EUR)



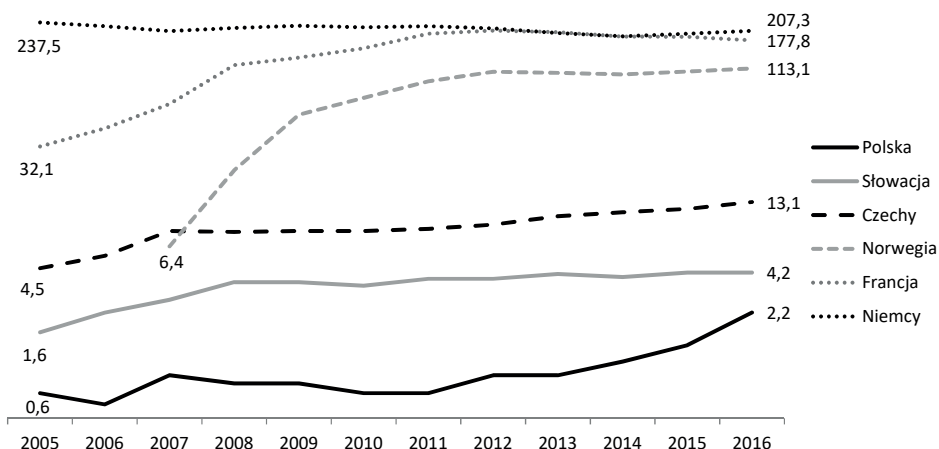
Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Kälberer, 2017, s. 588].

To właśnie, przede wszystkim, zasada podwójnego regresu i związane z nią otoczenie regulacyjne, potwierdzające wysokie bezpieczeństwo listów zastawnych, przyczyniło się do ich dynamicznego rozwoju, w czasie kiedy inne klasy aktywów traciły swoją płynność i zainteresowanie inwestorów. Duży popyt zgłaszany przez inwestorów instytucjonalnych wymógł zmiany legislacyjne w wielu jurysdykcjach europejskich, co przyczyniło się do zwiększenia konkurencyjności listów zastawnych wobec amerykańskich papierów wartościowych opartych o aktywa⁶, o istotnie niższej strukturalnie jakości kredytowej.

W tym samym czasie polskie listy zastawne, pomimo przyjęcia stosownego aktu prawnego w 1997 r. [ustawa, 1997] przywracającego je do polskiego rynku kapitałowego, praktycznie się nie rozwinęły (rys. 3). Jako przyczynę można wskazać fakt, że polski rynek finansowy nie został bezpośrednio dotknięty kryzysem, co stymulowało dynamiczny wzrost rynku listów zastawnych w innych krajach. Poza tym wprowadzone regulacje krajowe nie zapewniły wystarczających warunków dla jego istotnego rozwoju i pozostaje on nadal dalece nierozwinięty w porównaniu z rynkami innych krajów europejskich, także w porównaniu z krajami Europy Środkowej, jak Czechy czy Słowacja – o dużo mniejszym potencjale emisyjnym, wynikającym z wielkości populacji tych krajów.

⁶ *Asset Based Securities* (ABS) oraz *Mortgage Based Securities* (MBS).

Rysunek 3. Rynek listów zastawnych w wybranych krajach EOG w latach 2005–2016 (w mld EUR)



Wielkość rynku przedstawiono w skali logarytmicznej.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Kälberer, 2017, s. 595–614].

Zakończenie

Wysoka jakość kredytowa listów zastawnych jest wynikiem szerokiego katalogu atrybutów formalnoprawnych, z których najważniejszym jest mechanizm podwójnego regresu. Wyjątkowe bezpieczeństwo listów zastawnych potwierdza długa nienaganna historia kredytowa. W efekcie listy zastawne są bardzo dobrze postrzegane przez inwestorów. Stanowią one stabilne narzędzie do finansowania długoterminowych kredytów hipotecznych. Dynamiczny rozwój rynku listów zastawnych w czasie ostatniego globalnego kryzysu finansowego jest następnym ważnym argumentem empirycznym świadczącym o jego odporności na niesprzyjające otoczenie makroekonomiczne. Listy zastawne nie tylko mają korzystny wpływ na stabilność systemu finansowego, zapewniając ciągłość rozliczeń, ale także stymulując i będąc katalizatorem obrotu innych nieskarbowych instrumentów dłużnych o strukturalnie niższej jakości kredytowej.

Literatura

Consultation Document. Covered Bonds in the European Union (2015), European Commission, Brussels, 30 September, http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/covered-bonds/docs/consultation-document_en.pdf.

Drewicz-Tułodziecka A., Stocker O.M. (2000), *Komentarz do ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych*, Wydawnictwo Prawnicze, Warszawa.

- Dyrektywa Rady Europy 85/611/EEC z 20 grudnia 1985 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe, Dz.U. WE L 375/3, 31.12.1985 r., z późn. zm.
- Encyklopedia Gazety Prawnej*, http://www.gazetaprawna.pl/encyklopedia/prawo/hasla/332762,list_zastawny.html, dostęp: 30.07.2018.
- Encyklopedia PWN*, <https://encyklopedia.pwn.pl/szukaj/list%20zastawny.html>, dostęp: 30.07.2018
- Encyklopedia Zarządzania*, https://mfiles.pl/pl/index.php/List_hipoteczny, dostęp: 30.07.2018.
- Gorlecka E.B. (2009), *Hipoteczny list zastawny jako instrument finansujący działalność banków hipotecznych w Polsce*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie”, nr 802.
- Gorlecka E.B. (2006), *Ogólna charakterystyka banków hipotecznych i listów zastawnych w prawie polskim*, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie”, nr 725.
- Heropolitańska I., Michalski M. (2001), *Hipoteka. Listy zastawne. Obligacje hipoteczne*, Twigger, Warszawa.
- Jaworski W., Zawadzka Z. (ed.) (2001), *Bankowość. Podręcznik akademicki*, Poltext, Warszawa.
- Kälberer W. (ed.) (2013), *2013 ECBC European Covered Bond Fact Book*, European Mortgage Federation – European Covered Bond Council Publication, 8th Edition, Brussels, September.
- Kälberer W. (red.) (2017), *2017 ECBC European Covered Bond Fact Book*, European Mortgage Federation – European Covered Bond Council Publication, 12th Edition, Brussels, August.
- Kanigowski K. (2001), *Bank hipoteczny a rynek nieruchomości*, Twigger, Warszawa.
- Lis P. (2010), *Rola listów zastawnych we współczesnej bankowości hipotecznej*, w: A. Szelałowska (red.), *Współczesna bankowość hipoteczna*, CeDeWu, Warszawa.
- Materiały VII Kongresu Bankowości Detalicznej (2014), Warszawa.
- Ofiarski Z. (2008), *Prawo bankowe*, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Pietrasik A., Laskowski A. (2001), *Historia i współczesność długoterminowego kredytu hipotecznego*, Twigger, Warszawa.
- Pietrasik A., Rykowski R. (2000), *Hipoteczny list zastawny*. Zakamycze, Kraków.
- Portal Informacyjny, Główny Urząd Statystyczny, <http://stat.gov.pl/metainformacje/sloownik-pojec/pojecia-stosowane-w-statystyce-publicznej>, dostęp: 30.07.2018.
- Raport z prac Grupy ds. emisji listów zastawnych przez banki, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, 2013.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, t.j. Dz.U. z 2018 r. poz. 2286 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 512 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach, t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 483 z późn. zm.

Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych, t.j. Dz.U. z 2016 r. poz. 1771 z późn. zm.

Streszczenie

Mimo braku formalnej, ogólnie przyjętej definicji listu zastawnego oraz mimo braku jednorodności przyjętych rozwiązań systemowych w różnych jurysdykcjach rynek tych instrumentów istotnie rozwinął się w ostatnich kilkunastu latach, czemu nie przeszkodził nawet globalny kryzys finansowy. W Stanach Zjednoczonych rozwinęły się inne instrumenty hipoteczne, charakteryzujące się pozabilansowym charakterem, niską jakością kredytową i wysokim ryzykiem. W efekcie były one jedną z przyczyn wybuchu i transmisji globalnego kryzysu finansowego. W odróżnieniu od nich listy zastawne nie tylko zapewniły stabilne źródło długoterminowego finansowania dla europejskich instytucji finansowych udzielających kredytów hipotecznych, ale także stanowiły mechanizm odblokowujący brak płynności innych instrumentów dłużnych, w trakcie trwania globalnego kryzysu finansowego. Podstawową cechą wyróżniającą listy zastawne od innych dłużnych instrumentów hipotecznych jest ich wysokie bezpieczeństwo inwestycyjne wynikające przede wszystkim z zasady podwójnego regresu. Inwestor ma prawo regresu zarówno do emitenta, jak i do wydzielonej puli aktywów o wysokiej jakości, stanowiących zabezpieczenie emitowanych listów zastawnych. Mechanizm ten potwierdził swoją skuteczność i listy zastawne w całej swojej ponad 200-letniej historii były zawsze wypłacalne. Zapewniając ciągłość rozliczeń i długoterminowego finansowania, nawet w skrajnie negatywnych warunkach rynkowych, listy zastawne są jednym z fundamentów stabilnego systemu finansowego.

Słowa kluczowe

hipoteczny list zastawny, publiczny list zastawny, bank hipoteczny, stabilność finansowa, stabilność systemu finansowego

Covered bond as an example of secure mortgage based financial instrument (Summary)

Despite of lack of formal, generally accepted, definition of covered bond and despite of lack of universal systemic solutions among diverse jurisdictions, covered bond market has significantly developed in the last years. Even global financial crisis did not stop this growth. US market developed different mortgage instruments characterized by off-balance sheet treatment, low credit quality and high risk. As a result those instruments were one of sources and transmitters of global financial crisis. In contradiction, covered bonds provided stable source of long term financing to European financial institutions offering mortgage loans. Moreover, they were opening non liquid markets to other debt instruments, during global financial crisis. The key element differentiating covered bonds from other mortgage debt instruments is their high investment security, resulting mainly from double recourse mechanism. An investor has a recourse both to the issuer as well as to a separated pool of high quality assets, constituting a coverage pool of mortgage bonds issued. This mechanism has proved its effectiveness. During

over 200 years of market presence, covered bonds have never defaulted. Enabling continuity of financial settlements and long term funding, even during extremely negative market conditions, covered bonds are one of the pillars of a stable financial system.

Keywords

mortgage covered bond, public covered bond, mortgage bank, financial stability, financial system stability

Paweł Galiński*

Finansowanie i organizacja zarządzania kryzysowego i usuwania skutków klęsk żywiołowych w gminie

Wstęp

Zarządzanie kryzysowe jest pojęciem, które może być rozpatrywane poprzez pryzmat funkcjonowania różnych obszarów działalności człowieka. W literaturze przedmiotu wyróżnia się co najmniej trzy dziedziny, w ramach których jest ono systematycznie analizowane, tj. gospodarka, stosunki międzynarodowe oraz administracja publiczna. W tym ostatnim przypadku badane jest przede wszystkim bezpieczeństwo działalności instytucji, które organizowane są w celu zapewnienia realizacji określonych zadań. Z kolei samo pojęcie kryzysu może dotyczyć płaszczyzny gospodarczej, politycznej, środowiskowej bądź przywództwa [Putra, 2009, s. 152], a w czasie jego występowania ludzie są zmuszeni do jego natychmiastowego przezwyciężenia [Choularton, 2001, s. 61]. Pomędzy tymi obszarami zachodzą jednocześnie pewne interakcje, a od samego zarządzania kryzysowego wymaga się ciągłego dokonywania analizy i oceny potencjalnych zagrożeń. Co więcej, zarządzanie kryzysowe prowadzone jest na różnych szczeblach działalności administracji publicznej, w tym administracji samorządowej. W szczególności sytuacje kryzysowe wywołuje wystąpienie klęski żywiołowej, gdyż destabilizowany jest dotychczasowy stan gospodarki. Wymaga to podjęcia określonych działań w celu zmniejszenia oddziaływania tego typu zagrożeń, bądź ograniczenia negatywnych ich skutków. To z kolei determinuje konieczność zabezpieczenia określonych środków w budżecie jednostki i możliwość ubiegania się o ewentualne wsparcie zewnętrzne. Stąd celem tego artykułu jest zbadanie organizacji i możliwości finansowania zarządzania kryzysowego oraz usuwania skutków klęsk żywiołowych w gminie.

1. Istota zarządzania kryzysowego i jego organizacja w gminie

Pojęcie zarządzania kryzysowego jest szeroko interpretowane w literaturze przedmiotu. Oznacza ono procedury i działania zmierzające do przejęcia kontroli nad sytuacją kryzysową przez menedżerów danego kryzysu. Umożliwiają im one kształtowanie przebiegu kryzysu w wyniku wcześniej przygotowanych działań [Mroczo, 2012, s. 212].

* Dr, Katedra Bankowości i Finansów, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, ul. Armii Krajowej 101, 81-824 Sopot, pawel.galinski@ug.edu.pl

W administracji publicznej zarządzanie kryzysowe jest integralną częścią procesu utrzymywania bezpieczeństwa narodowego. Można tu mówić o bezpieczeństwie jednostek bądź grupy, rzeczy, finansów lub informacji [Pietrek, 2013, s. 8]. Polega ono zatem na prowadzeniu szeregu działań w celu przeciwdziałaniu zagrożeniom, przygotowywaniu się na wypadek ich wystąpienia oraz utrzymaniu lub przywracaniu stabilizacji i bezpieczeństwa obywateli, jak również wielu innych podmiotów funkcjonujących w gospodarce [Cabaj, 2014, s. 102]. Jest ono także pojmowane jako działanie charakteryzujące się znaczącym tempem występujących zdarzeń i ich konsekwencji. Te zaś wymagają podejmowania decyzji w warunkach niepewności oraz ograniczeń czasowych [MacFarlane, 2010, s. 3].

W Polsce zarządzanie kryzysowe definiowane jest przez przepisy prawa. Określają one, iż zarządzanie kryzysowe to działalność organów administracji publicznej, w tym administracji samorządowej, które stanowi element kierowania bezpieczeństwem narodowym. Celem tego jest zapobieganie sytuacjom kryzysowym, przygotowanie do przejmowania nad nimi kontroli poprzez zaplanowane działania, reagowanie w przypadku wystąpienia sytuacji kryzysowych, usuwanie ich skutków oraz odtwarzanie zasobów i infrastruktury krytycznej [ustawa, 2007, art. 2]. Chodzi tu zatem o zarządzanie sytuacją kryzysową. Rozumiana jest ona jako zdarzenie, które wpływa negatywnie na poziom bezpieczeństwa ludzi, mienia w znacznych rozmiarach lub środowiska, wywołuje znaczące ograniczenia w działaniu właściwych organów administracji publicznej z uwagi na nieadekwatność posiadanych sił i środków [ustawa, 2007, art. 3].

Na szczeblu samorządu gminnego organem właściwym w sprawach zarządzania kryzysowego jest wójt (burmistrz lub prezydent miasta). Do jego kompetencji należy kierowanie wszelkimi działaniami związanymi z monitorowaniem, planowaniem, reagowaniem i usuwaniem skutków zagrożeń na terenie gminy, jak również planowanie cywilne, zarządzanie, organizowanie i prowadzenie szkoleń, ćwiczeń i treningów dotyczących zarządzania kryzysowego. Ponadto wykonuje on różnorodne przedsięwzięcia wynikające z planu operacyjnego funkcjonowania jednostki oraz zapobiega, przeciwdziała i usuwa skutki zdarzeń o charakterze terrorystycznym i ochrony infrastruktury krytycznej. Jednocześnie realizacja powyższych działań odbywa się za pośrednictwem komórki organizacyjnej, właściwej w sprawach zarządzania kryzysowego. Funkcję pomocniczą sprawuje tu, powoływany przez wójta (burmistrza lub prezydenta miasta), gminny zespół zarządzania kryzysowego. W skład tego zespołu angażowane są osoby zatrudnione w urzędzie gminy, gminnych jednostkach organizacyjnych lub pomocniczych, pracownicy zespoleń służb, inspekcji lub straży, którzy zostali skierowani przez swoich przełożonych do pracy

w tym zespole na wniosek wójta, jak również przedstawiciele społecznych organizacji ratowniczych i pozostałe zaproszone osoby. Zadaniem tego zespołu jest przede wszystkim prognozowanie oraz ocena występujących i potencjalnych zagrożeń, które mogą oddziaływać na bezpieczeństwo publiczne na określonym obszarze. Ponadto gminny zespół zarządzania kryzysowego przekazuje do wiadomości publicznej informacje związane z potencjalnymi zagrożeniami, jak również wspiera jednostki prowadzące akcje ratownicze, poszukiwawcze i humanitarne. Jest on zatem organem o charakterze opiniodawczo-doradczym [Wróblewski, 2014, s. 21].

Wójt winien również zapewnić realizację innych zadań z zakresu zarządzania kryzysowego, tj. [Ziarko, Walas-Trębacz, 2010, s. 164]:

- sprawowanie całodobowego dyżuru w celu zapewnienia przepływu informacji na potrzeby zarządzania kryzysowego;
- współdziałanie z centrami zarządzania kryzysowego organów administracji publicznej;
- nadzór nad funkcjonowaniem systemów wykrywania i alarmowania oraz wczesnego ostrzegania ludności;
- współpraca z jednostkami realizującymi monitoring środowiska;
- współdziałanie z podmiotami prowadzącymi akcje ratownicze, poszukiwawcze bądź humanitarne;
- pełnienie ciągłego dyżuru na potrzeby podwyższania gotowości obronnej państwa.

Poza tym na terenie gminy może zostać utworzone gminne lub miejskie centrum zarządzania kryzysowego. Celem jego działań jest całodobowe alarmowanie członków gminnego zespołu zarządzania kryzysowego oraz dyżur w sytuacjach kryzysowych, który zapewniłby płynny przepływ informacji i dokumentowanie prowadzonych działań. Centrum to sprawuje dodatkowo nadzór nad funkcjonowaniem wspomnianego systemu wykrywania, alarmowania oraz wczesnego ostrzegania ludności i współpracuje z innymi podmiotami, które realizują zadania z zakresu zarządzania kryzysowego [Wróblewski, 2014, s. 223–224].

Na poziomie samorządu gminnego tworzony jest gminny plan zarządzania kryzysowego. Obejmuje on [Kuczyńska-Cesarz, 2015, s. 292]:

- plan główny, który zawiera charakterystykę zagrożeń, określenie sił i środków do wykorzystania w sytuacjach kryzysowych oraz zadania i obowiązki poszczególnych uczestników tego procesu;
- zespół podejmowanych przedsięwzięć na wypadek sytuacji kryzysowych;
- załączniki zawierające szczegółowe procedury realizacji zadań z tego zakresu.

W konsekwencji istotą zarządzania kryzysowego jest planowanie, organizowanie i prowadzenie operacji kryzysowych. Jednocześnie można tu wyróżnić kilka głównych faz tego zarządzania, tj. fazę zapobiegania, fazę przygotowania, fazę reagowania i fazę odbudowy [Sterczewska, 2011, s. 170–171]. Z kolei system zarządzania kryzysowego sprowadza się do działań wielu instytucji i podmiotów w celu zapewnienia bytu i rozwoju w sytuacjach pojawiających się zagrożeń [Szymonik, 2011, s. 57]. Zarządzanie kryzysowe obejmuje więc działania odpowiednie do rozwoju określonej sytuacji, będącej następstwem powstałego zagrożenia, mające zarówno charakter prewencyjny, jak i organizatorski lub porządkowy [wyrok WSA, 2012].

2. Istota klęski żywiołowej

Pojęcie klęski często utożsamiane jest ze zjawiskiem katastrofy. Zazwyczaj kojarzone jest z brakiem możliwości kierowania nią oraz dezintegracją ekonomicznych, przyrodniczych i socjotechnicznych systemów, w ramach których funkcjonują różnorodne podmioty. Wyróżnia się tu katastrofy naturalne, wywołane działalnością człowieka, oraz hybrydowe, które są połączeniem dwóch pierwszych ich typów [Sienkiewicz-Małyjurek, 2015, s. 26]. Katastrofą są również zdarzenia, które przerastają lokalne możliwości sprawowania nad nimi kontroli. Zatem wymaga się tu wsparcia wyższych szczebli administracji państwa lub pomocy o charakterze międzynarodowym (według metodologii Centre for Research on Epidemiology of Disasters – CRED) [Wróbel, 2017, s. 135]. W tym przypadku za katastrofę uznaje się wydarzenie, w którym odnotowano 10 lub więcej przypadków śmiertelnych, co najmniej 100 osób zostało poszkodowanych, nastąpiło oświadczenie państwa o sytuacji zagrożenia i jego prośba o pomoc międzynarodową [Skowrońska, 2014, s. 18]. Katastrofy są więc uważane za kryzysy w makroskali, dotyczące kraje, regiony, sektory gospodarki czy całe sfery życia społeczno-ekonomicznego [Krzakiewicz, 2008, s. 23]. Stąd klęska żywiołowa rozumiana jest jako ekstremalne zjawisko naturalne, które powodując znaczące szkody na określonym obszarze, pozostawia tam trwałe, negatywne zmiany [Ciekanowski, Stachowiak, 2012, s. 383–384]. Niekiedy podkreślany jest tu jednocześnie wpływ takich zdarzeń na podatne im i bezbronne społeczeństwo [Mechler, 2004, s. 13] oraz wskazuje się warunek zaistnienia kwantyfikowalnych strat ludzkich czy finansowych [Sivakumar i inni, 2005, s. 15]. Stąd często posługuje się pojęciem dużych klęsk żywiołowych, w ramach których zaszło jedno z trzech zdarzeń, tj. liczba ofiar przewyższa 100 osób, straty gospodarcze przekraczają 1% Produktu Narodowego Brutto bądź dotyczą one więcej niż 1% populacji danego kraju [Mechler, 2004, s. 13].

Jeżeli zaś chodzi o prawodawstwo w Polsce to za klęskę żywiołową uważa się katastrofę naturalną lub awarię techniczną, których skutki zagrażają życiu lub zdrowiu dużej liczby osób, mieniu w wielkich rozmiarach albo środowisku na znacznych obszarach, a pomoc i ochrona mogą być skutecznie podjęte tylko przy zastosowaniu nadzwyczajnych środków. Ponadto może się to odbyć we współdziałaniu różnych organów i instytucji oraz specjalistycznych służb i formacji działających pod jednolitym kierownictwem. Jednocześnie za katastrofę naturalną uznaje się zdarzenie związane z działaniem sił natury, w tym głównie wyładowania atmosferyczne, wstrząsy sejsmiczne, silne wiatry, intensywne opady atmosferyczne, długotrwałe występowanie ekstremalnych temperatur, osuwiska ziemi, pożary, susze, powodzie, zjawiska lodowe na rzekach i morzu oraz jeziorach i zbiornikach wodnych, masowe występowanie szkodników, chorób roślin lub zwierząt albo chorób zakaźnych ludzi albo też działanie innego żywiołu. Zaś za awarię techniczną uważa się gwałtowne, nieprzewidziane uszkodzenie lub zniszczenie obiektu budowlanego, urządzenia technicznego lub systemu urządzeń technicznych, które powodują przerwę w ich używaniu lub utratę ich właściwości [ustawa, 2002, art. 3].

Można zatem zauważyć, iż klęski żywiołowe są zdarzeniami, które obejmują szereg zaistniałych okoliczności czy oddziaływań, a ich klasyfikacje mogą być dokonywane ze względu na liczne kryteria [Galiński, 2017, s. 88–95]. Z ich pojęciem związane jest również zjawisko kataklizmu, rozumiane najczęściej jako ekstremalne zdarzenie naturalne, które powoduje znaczne szkody na obszarze swojego oddziaływania. Tym samym modyfikuje stan przyrody, gospodarki i, stanowiąc zagrożenie dla życia ludzkiego, zakłóca codzienne wzory życia [Ciekanowski, Stachowiak, 2012, s. 384].

W przypadku stanu klęski żywiołowej wprowadzonego tylko na obszarze gminy działaniami prowadzonymi w celu zapobiegania jej skutkom kieruje wójt (burmistrz bądź prezydent miasta) [ustawa, 2002, art. 8 pkt 1]. Może on wydawać polecenia wiążące organom jednostek pomocniczych, kierownikom jednostek organizacyjnych utworzonych przez gminę, kierownikom jednostek ochrony przeciwpożarowej działających na obszarze gminy oraz kierownikom jednostek organizacyjnych czasowo przekazanych przez właściwe organy do jego dyspozycji i skierowanych do wykonywania zadań na obszarze danego samorządu gminnego [Dziemianko, 2009, s. 103].

3. Źródła finansowania zarządzania kryzysowego i usuwania skutków klęsk żywiołowych w gminie

W gminach finansowanie wykonywania zadań własnych z zakresu zarządzania kryzysowego jest planowane w ramach ich budżetów. Wszelkie zaplanowane wydatki muszą być przedstawione w uchwale budżetowej oraz winny uwzględniać podział na planowane kwoty wydatków bieżących i wydatków majątkowych w układzie klasyfikacji budżetowej (dział 754 – Bezpieczeństwo publiczne i ochrona przeciwpożarowa, rozdział 75421 – Zarządzanie kryzysowe). Wyodrębnia się tu także wydatki na realizację konkretnych zadań [RIO Łódź, 2018]. Na dofinansowanie tych zadań gminy mogą otrzymywać dotacje celowe z budżetu państwa. Przepisy prawa wskazują, iż kwota dotacji na dofinansowanie zadań własnych bieżących i inwestycyjnych nie może stanowić więcej niż 80% kosztów realizacji określonego zadania, chyba że odrębne ustawy stanowią inaczej [ustawa, 2009, art. 128 ust. 2]. Budżet gminy może być również zasilony środkami z dotacji celowej z budżetu państwa na finansowanie zadań zleconych z zakresu administracji rządowej. W tym przypadku wysokość tych środków powinna zapewnić realizację określonych działań. Ponadto w budżecie gminy tworzy się rezerwę celową na realizację zadań własnych z zakresu zarządzania kryzysowego w wysokości nie mniejszej niż 0,5% wydatków jej budżetu, pomniejszonych o wydatki inwestycyjne, wydatki na wynagrodzenia i pochodne oraz wydatki na obsługę swojego zadłużenia [ustawa, 2007, art. 26 ust. 1–5]. Jednocześnie wartość tej i innych rezerw celowych nie może przekroczyć 5% wydatków danej gminy [ustawa, 2009, art. 222 ust. 3]. Wydatkowanie tych środków powinno być dokonywane w sposób celowy i oszczędny, przy zachowaniu uzyskiwania najlepszych efektów z danych nakładów oraz optymalnego doboru metod i środków służących osiągnięciu założonych celów, jak również w sposób umożliwiający terminową realizację zadań [ustawa, 2009, art. 44 ust. 3]. Jednocześnie nie można dokonywać zmiany przeznaczenia zaplanowanej w budżecie gminy rezerwy na zarządzanie kryzysowe, poprzez jej rozdysponowanie na inne zadania [Nagórek, 2017]. Jej istota związana jest bowiem z wydatkami o charakterze nieprzewidywalnym, które mogą powstać w następstwie określonych zagrożeń. W konsekwencji środki zaplanowane w ramach takiej rezerwy powinny zabezpieczyć finansowanie nagłych wydatków [RIO Zielona Góra, 2016]. Wójt, burmistrz bądź prezydent miasta w drodze zarządzenia rozdysponowuje rezerwę na zarządzanie kryzysowe w momencie, kiedy uzna to za celowe, np. w przypadku wystąpienia klęski żywiołowej. Nie zwalnia to jednak z obowiązku dalszej realizacji zadań w tym zakresie, które, jak wspomniano, wiążą się z występowaniem sytuacji nagłych [RIO Olsztyn, 2013]. Mogą one bowiem w sposób ciągły

zagrozić funkcjonowaniu danej jednostki. Środki z tej rezerwy wydatkowane są w konsekwencji na sfinansowanie działań interwencyjnych i wcześniej niezaplanowanych, które obiektywnie są niezbędne do zażegnania negatywnego oddziaływania na środowisko [RIO Łódź, 2018].

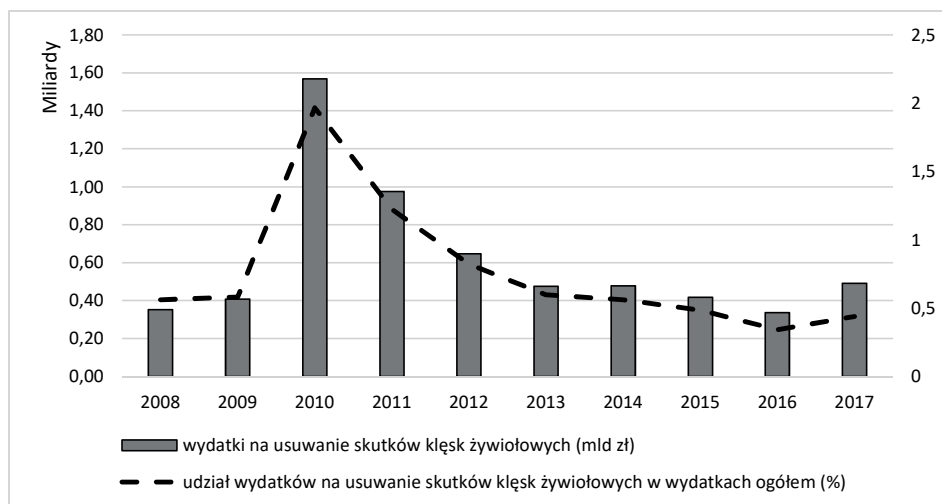
Ponieważ na szczeblu samorządu gminnego zdolność do finansowania usuwania skutków klęsk żywiołowych może być ograniczona, a nawet może być to niemożliwe do zrealizowania w ramach ich budżetu, to jednostki te mogą ubiegać się o wspomniane dotacje celowe z budżetu państwa. W rezultacie tych możliwości Minister Spraw Wewnętrznych i Administracji wydał wytyczne w sprawie zasad i trybu udzielania jednostkom samorządu terytorialnego dotacji celowych z budżetu państwa na dofinansowanie zadań własnych związanych z remontem i odbudową obiektów budowlanych zniszczonych lub uszkodzonych w wyniku zdarzeń noszących znamiona klęski żywiołowej, w tym na przeciwdziałanie skutkom takich zdarzeń w przyszłości [<http://www.mswia.gov.pl>, b.d.]. Zatem gmina może otrzymać dotację na dofinansowanie takich zadań własnych, jeżeli straty wywołane wystąpieniem klęski żywiołowej są nie mniejsze niż 5% wykonanych dochodów własnych jednostki za rok bezpośrednio poprzedzający rok wystąpienia klęski żywiołowej (z pewnymi zastrzeżeniami). Jeżeli zaś na obszarze gminy, w trakcie jednego roku budżetowego, wystąpiła więcej niż jedna klęska żywiołowa, straty spowodowane tymi zdarzeniami mogą zostać zsumowane w celu spełnienia tego warunku. Wysokość takiej dotacji nie może przekroczyć 80% kosztów realizacji zadania (chyba że ustawa stanowi inaczej), a wartość zadania podlegającego dofinansowaniu powinna przewyższać 50 tys. złotych. Wynika to z faktu, iż wartość dotacji nie może być niższa niż 40 tys. złotych. Należy również podkreślić, iż w celu obejścia tego postanowienia zadania nie mogą być łączone. Nie dotyczy to jednak ich funkcjonalnego powiązania. W takich okolicznościach mogą one w szczególności dotyczyć wykonania obiektu drogowego wraz z innym obiektem liniowym w ciągu występowania danej drogi (np. siecią wodociągową) lub wykonania obiektu drogowego wraz z obiektem mostowym w takim ciągu. Wytyczne te wskazują także rodzaje kosztów możliwych do sfinansowania z tego typu dotacji, a warunkiem koniecznym do jej uzyskania jest zgłoszenie potrzeb przez gminę do właściwego terytorialnie wojewody, który zatwierdza rozliczenie dotacji i wykonuje kontrole realizacji umów. Minister Spraw Wewnętrznych i Administracji wydał również podobne wytyczne dotyczące osuwisk, w których występują m.in. inne ograniczenia w zakresie finansowania takich typów klęsk żywiołowych z budżetu państwa.

Finansowanie usuwania skutków klęsk żywiołowych może wystąpić w ramach funkcjonowania określonych działów klasyfikacji budżetowej.

Powoduje to, iż w działach tych występują rozdziały związane z usuwaniem skutków klęsk żywiołowych z dwoma cyframi końcowymi „78”, np. usuwanie skutków klęsk żywiołowych w dziale 852 – pomoc społeczna przyjmuje symbol „85278”. Jednocześnie nie ujmuje się tego typu środków w rozdziałach: 500 – handel, 720 – informatyka, 730 – nauka, 753 – obowiązkowe ubezpieczenia społeczne, 756 – dochody od osób prawnych, od osób fizycznych i od innych nieposiadających osobowości prawnej, 757 – obsługa długu publicznego oraz 758 – różne rozliczenia [Lachiewicz, 2015, s. 13].

W latach 2008–2017 w Polsce zaobserwowano zmienność wielkości finansowania przez samorząd gminny skutków usuwania klęsk żywiołowych. Znacząca wysokość tych wydatków wystąpiła w 2010 r. W konsekwencji w tym roku udział tych wydatków w wydatkach ogółem gmin wyniósł 1,97% (rys. 1). Na wysokość tych wydatków w 2010 r. miała wpływ powódź, która wystąpiła w pierwszej połowie tego roku. Uważa się, iż była ona, obok powodzi z 1997 r., jedną z największych klęsk żywiołowych w Polsce. Powódź ta spowodowała straty w majątku gospodarstw domowych oraz w obiektach infrastruktury technicznej (drogi, oczyszczalnie ścieków, składowiska śmieci itp.) oraz uaktywniła wiele osuwisk [Rybak, 2011, s. 149–156]. W 2010 r. tej klęsce towarzyszyły również inne działania, typowe dla poszczególnych regionów, np. akcje lodołamania na przełomie lutego i marca [Hatka, 2011, s. 327]. W konsekwencji w 2010 r. wymagało to od samorządu gminnego istotnego zabezpieczenia środków w ramach pomocy społecznej (tab. 1). Niemniej jednak głównym kierunkiem ich wydatkowana na usuwanie skutków klęsk żywiołowych przez gminy jest transport i łączność. Wydatki na ten cel charakteryzują się również istotną zmiennością, co zwiększa ryzyko braku wystarczających środków własnych w budżecie jednostki. To z kolei determinuje konieczność funkcjonowania finansowego systemu wsparcia gmin na wypadek wystąpienia klęsk żywiołowych w Polsce.

Rysunek 1. Wydatki na usuwanie skutków klęsk żywiołowych i ich udział w wydatkach ogółem w gminach w latach 2010–2015



Źródło: Opracowanie własne na podstawie GUS.

Tablica 1. Główne kierunki (według działów klasyfikacji budżetowej) wydatkowania środków na usuwanie skutków klęsk żywiołowych przez gminy w latach 2008–2017 (mln zł) i ich zmienność (V)

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	V
Rolnictwo i łowiectwo	4,87	3,20	23,69	14,18	9,92	6,17	2,94	5,88	5,46	7,67	75,2
Transport i łączność	272,69	340,61	590,29	651,10	537,20	400,20	417,51	346,65	285,62	295,43	32,5
Gosp. mieszkaniowa	5,88	3,94	23,03	37,75	5,48	1,64	4,34	4,22	0,72	5,49	127,4
Adm. publiczna	1,12	0,41	1,64	1,33	1,09	0,43	0,07	0,24	0,37	1,04	68,6
Bezp. publ. i ochrona przeciwpoż.	1,66	4,19	156,56	6,14	3,23	5,26	6,58	1,70	0,25	8,14	249,2
Oświata i wychowanie	4,61	8,85	28,65	10,90	5,26	6,89	8,88	11,77	13,48	17,01	60,8
Pomoc społeczna	50,60	23,74	674,11	200,39	35,06	20,94	9,03	13,01	4,42	134,37	176,7
Gosp. kom. i ochrona śr.	10,43	18,41	50,86	38,99	41,88	22,76	21,47	20,13	16,49	17,11	51,1
Kultura fizyczna	0,18	0,72	3,16	7,93	3,75	6,28	3,81	1,23	3,20	3,19	71,5

Źródło: [Bank Danych Lokalnych, GUS].

Zakończenie

Na szczeblu samorządu gminnego zarządzanie kryzysowe i usuwanie skutków klęsk żywiołowych związane są z występowaniem sytuacji nagłych i często nieprzewidywalnych, które mogą powodować znaczące straty w społeczeństwie i infrastrukturze. Wpływa to na konieczność

zabezpieczenia określonych środków w budżetach tych jednostek, co przewidują również przepisy prawa. Pomimo tego w Polsce występują przypadki niewłaściwego tworzenia rezerwy na zarządzanie kryzysowe i jej wadliwego rozporządzania. Większość środków wydatkuje się na transport i łączność, a więc na podstawie funkcjonowania lokalnych struktur społeczno-ekonomicznych. Takie zdarzenia ograniczają zatem potencjał rozwojowy jednostki i wymagają podejmowania szybkich decyzji o charakterze finansowym. Cechą charakterystyczną tych wydatków jest także ich duża zmienność. W takich okolicznościach funkcjonuje w Polsce system zewnętrznego wsparcia gmin w procesie usuwania skutków klęsk żywiołowych. Poza infrastrukturą transportową i pomocą społeczną stałej i istotnej pomocy wymaga gospodarka komunalna i ochrona środowiska, jak również oświata i wychowanie. Finansowanie zarządzania kryzysowego i usuwania skutków klęsk żywiołowych przez samorząd gminny dotyczy zatem podstawowych obszarów działalności człowieka i rozwoju lokalnego.

Literatura

- Bank Danych Lokalnych, Główny Urząd Statystyczny (GUS), <https://bdl.stat.gov.pl/BDL/dane/podgrup/temat>, dostęp: 10.10.2018.
- Cabaj M. (2014), *Zarządzanie kryzysowe – integralna część bezpieczeństwa narodowego*, „Studia z Zakresu Prawa, Administracji i Zarządzania UKW”, t. 6.
- Choullarton R. (2001), *Complex learning: organizational learning from disasters*, „Safety Science”, Vol. 39, No. 1–2.
- Ciekanowski Z., Stachowiak Z. (2012), *Klęski żywiołowe jako przesłanki sytuacji nadzwyczajnych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Przyrodniczo-Humanistycznego w Siedlcach. Seria: Administracja i Zarządzanie”, nr 95.
- Dziemianko Z. (2009), *Podstawy prawne zarządzania kryzysowego*, „Przegląd Naukowo-Metodyczny. Edukacja dla Bezpieczeństwa”, nr 1.
- Galiński P. (2017), *Finansowanie usuwania skutków klęsk żywiołowych przez gminy jako element zarządzania kryzysowego*, „Finanse Komunalne”, nr 1–2.
- Hatka H. (2011), *Współdziałanie struktur zarządzania kryzysowego w czasie akcji przeciwpowodziowej w województwie lubuskim w maju i czerwcu 2010 r.*, w: G. Sobolewski, D. Majchrzak (red.), *Zarządzanie kryzysowe w systemie bezpieczeństwa narodowego*, Akademia Obrony Narodowej, Warszawa.
- <http://www.mswia.gov.pl/pl/bezpieczenstwo/usuwanie-skutkow-klask/14346>, *Usuwanie-skutkow-klask-zywiolowych-obowiazujace-dokumenty.html*, dostęp: 10.10.2018.
- Krzakiewicz K. (2008), *Zarządzanie antykryzysowe w organizacji*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.
- Kuczyńska-Cesarz A. (2015), *Źródła finansowania i kierunki wydatków na zarządzanie kryzysowe w gminie*, „Nowoczesne Systemy Zarządzania”, nr 10.
- Lachiewicz W. (2015), *Zmiany w klasyfikacji budżetowej 2016*, Warszawa.

- MacFarlane R. (2010), *Thinking About Thinking About Crisis*, „Business Leadership Review”, Vol. 7.
- Mechler R. (2004), *Natural disaster risk management and financial disaster losses in developing countries*, Verlag Versicherungswirtschaft, Karlsruhe.
- Mroczo F. (2012), *Zarządzanie kryzysowe w sytuacjach zagrożeń niemilitarnych. Zarys problemów regionu dolnośląskiego*, Wałbrzyska Wyższa Szkoła Zarządzania i Przedsiębiorczości, Wałbrzych.
- Nagórek M. (2017), *Środki z rezerwy celowej na zarządzanie kryzysowe*, „Rzeczpospolita”, nr 177.
- Pietrek G. (2013), *Zarządzanie w sytuacjach kryzysowych*, Akademia Pomorska w Słupsku, Słupsk.
- Putra P. (2009), *Crisis management in public administration*, „Planning Forum. Journal of Community and Regional Planning”, Vol. 13/14.
- RIO Łódź (2018), Stanowisko Regionalnej Izby Obrachunkowej w Łodzi z dnia 22 stycznia 2018 r., WA 4120-2/2018-w.
- RIO Olsztyn (2013), Informacja dla jednostek samorządu terytorialnego z województwa warmińsko-mazurskiego w sprawie dysponowania rezerwą celową na zarządzanie kryzysowe, Regionalna Izba Obrachunkowa w Olsztynie, RIO. III.072-77/13.
- RIO Zielona Góra (2016), Uchwała nr 58/2016 Kolegium Regionalnej Izby Obrachunkowej w Zielonej Górze z dnia 10 lutego 2016 r., Regionalna Izba Obrachunkowa w Zielonej Górze.
- Rybak T. (2011), *Informacja o kłęsce powodzi w 2010 r.*, w: *Raport o stanie środowiska w województwie Podkarpackim w 2010 r.*, Wojewódzki Inspektorat Ochrony Środowiska w Rzeszowie, Rzeszów.
- Sienkiewicz-Małyjurek K. (2015), *Skuteczne zarządzanie kryzysowe*, Difin, Warszawa.
- Sivakumar M.V.K., Motha R.P., Das H.P. (2005), *Natural Disasters and Extreme Events in Agriculture. Impacts and Mitigation*, Springer, Berlin Heidelberg.
- Skowrońska A. (2014), *Pomoc społeczna w obliczu katastrof i kryzysów złożonych*, Centrum Rozwoju Zasobów Ludzkich, Warszawa.
- Sterczewska I. (2011), *Wybrane elementy zarządzania kryzysowego*, Zeszyt Naukowy „Apeiron”, nr 5, Wyższa Szkoła Bezpieczeństwa Publicznego i Indywidualnego w Krakowie.
- Szymonik A. (2011), *Organizacja i funkcjonowanie systemów bezpieczeństwa*, Difin, Warszawa.
- Ustawa z dnia 18 kwietnia 2002 r. o stanie kłęski żywiolowej, t.j. Dz. U. z 2017 r. poz. 1897.
- Ustawa z dnia 26 kwietnia 2007 r. o zarządzaniu kryzysowym, t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 1401 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, t.j. Dz. U. z 2017 r. poz. 2077.
- Wróbel I. (2017), *Perspektywy współdziałania wojsk obrony terytorialnej z administracją publiczną w zwalczaniu kłesk żywiolowych*, „Bezpieczeństwo. Teoria i Praktyka”, nr 3.

Wróblewski D. (red.) (2014), *Zagadnienia ogólne z zakresu zarządzania ryzykiem i zarządzania kryzysowego. Analiza wybranych przepisów*, Wydawnictwo Centrum Naukowo-Badawczego Ochrony Przeciwpożarowej im. Józefa Tuliszkowskiego Państwowego Instytutu Badawczego, Józefów.

Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Gdańsku z dnia 28.11.2012, I SA/Gd 1171/12.

Ziarko J., Walas-Trębacz J. (2010), *Podstawy zarządzania kryzysowego*, Krakowskie Towarzystwo Edukacyjne sp. z o.o. – Oficyna Wydawnicza AFM, Kraków.

Streszczenie

W artykule scharakteryzowano finansowanie i organizację systemu zarządzania kryzysowego i usuwania skutków klęsk żywiołowych w gminie. Przedstawiono podstawowe pojęcia z tego zakresu i uwarunkowania instytucjonalne. Opisano źródła finansowania zarządzania kryzysowego, w tym specyfikę funkcjonowania jej rezerwy celowej w kontekście występujących tu nieprawidłowości. Omówiono również dotacje na usuwanie skutków klęsk żywiołowych. W tym przypadku przedstawiono te wydatki według działów klasyfikacji budżetowej i ich zmienność. Wskazano również na ich znaczenie dla budżetów gmin w Polsce.

Słowa kluczowe

zarządzanie kryzysowe, klęska żywiołowa, wydatki, gmina

Financing and organization of crisis management and natural disaster relief in the commune (Summary)

The article characterizes the financing and organization of the crisis management and disaster relief system in the commune. Principle definitions in this field and institutional conditions were characterized. The sources of financing of crisis management were described, including the specificity of its specific provision in the context of possible failures. Grants for natural disaster relief were also discussed. In this case, these expenditures were presented according to the sections of the budget classification and their volatility. The significance of this issue for the budgets of communes in Poland was also indicated.

Keywords

crisis management, natural disaster, expenditures, commune

Krzysztof Gawron*

Analiza płynności finansowej jako element oceny planu restrukturyzacyjnego przygotowanego w postępowaniu restrukturyzacyjnym

Wstęp

Ustawa Prawo restrukturyzacyjne, która obowiązuje od 1 stycznia 2016 r., wprowadziła instrumenty prawne, w postaci postępowań restrukturyzacyjnych, pozwalające na rozwiązanie sytuacji kryzysowej dłużnika wynikającej z jego niewypłacalności lub zagrożenia niewypłacalnością i związanego z tym konfliktu z wierzycielami [Hrycaj, 2015, s. 5]. Nadzędnym celem procedur restrukturyzacyjnych jest „uniknięcie ogłoszenia upadłości dłużnika przez umożliwienie mu restrukturyzacji w drodze zawarcia układu z wierzycielami, a w przypadku postępowania sanacyjnego również przez przeprowadzenie działań sanacyjnych przy zabezpieczeniu słusznych praw wierzycieli” [ustawa, 2015, art. 4]. Podstawowym narzędziem do osiągnięcia tego celu jest sporządzany w toku postępowania plan restrukturyzacyjny i działania podejmowane na jego podstawie [Hrycaj, 2015, s. 5].

Celem artykułu jest ocena możliwości analizy płynności finansowej przedsiębiorstwa będącego podmiotem postępowania restrukturyzacyjnego na podstawie informacji zawartych w planie restrukturyzacyjnym. Postawioną hipotezą badawczą jest stwierdzenie, że plan restrukturyzacyjny sporządzony z uwzględnieniem jedynie obligatoryjnych elementów wskazanych w regulacjach prawnych nie pozwala na przeprowadzenie rzetelnej analizy płynności finansowej. Metodą badawczą zastosowaną w opracowaniu jest analiza literatury przedmiotu i regulacji prawnych oraz wnioskowanie. W artykule przeprowadzono analizę płynności finansowej na podstawie planu restrukturyzacyjnego wybranej spółki objętej postępowaniem sanacyjnym.

1. Charakterystyka planu restrukturyzacyjnego

Plan restrukturyzacyjny, jako kluczowy element postępowania restrukturyzacyjnego, stanowi dokument podobny do biznesplanu [LoPucki, Whitfor, 1993, s. 692–693]. Biznesplan jest szczegółową analizą działań

* Dr, Zakład Rachunkowości, Wydział Ekonomiczny, Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie, Pl. M. Curie-Skłodowskiej 5, 20-031 Lublin, krzysztof.gawron@poczta.umcs.lublin.pl

organizacji. Ukazuje obecny stan jednostki, wskazuje, jakie w przyszłości może ona generować wyniki, i zawiera program działań, aby te pożądane wyniki osiągnąć [Khoironi, Herliana, 2015, s. 331]. Plan restrukturyzacyjny ma także za zadanie zaprezentować bieżącą sytuację ekonomiczną przedsiębiorstwa dłużnika, przyczyny, które doprowadziły do wystąpienia w nim kryzysu, oraz przedstawić sposoby naprawy popełnionych błędów i ograniczenia ich negatywnych skutków.

Sporządzenie planu restrukturyzacyjnego stanowi obligatoryjny element każdego z czterech opisanych w ustawie rodzajów postępowania. W zależności od rodzaju postępowania restrukturyzacyjnego sporządza go nadzorca układu, nadzorca sądowy lub zarządca [ustawa, 2015, art. 37, art. 261, art. 280, art. 313]. W szczególnie uzasadnionych sytuacjach, o ile nie jest to postępowanie o zatwierdzenie układu, przygotowanie planu restrukturyzacyjnego może zostać zlecone osobie trzeciej [ustawa, 2015, art. 10 ust. 4]. Plan restrukturyzacyjny składany jest obecnie, tj. do czasu uruchomienia Centralnego Rejestru Restrukturyzacji i Upadłości, w wersji papierowej. Podlega on wyłożeniu w sekretariacie sądu, gdzie mają do niego dostęp wszyscy uczestnicy postępowania. Zatwierdzenie planu restrukturyzacyjnego następuje wyłącznie w postępowaniu sanacyjnym. Sędzia-komisarz wydaje takie postanowienie po uzyskaniu opinii rady wierzycieli.

Plan restrukturyzacyjny to skomplikowany dokument, który jednak nie posiada uniwersalnego wzoru. Prawo restrukturyzacyjne określa jedynie jego minimalne wymagania formalne. Zostały one zaprezentowane w tabelicy 1.

Tabela 1. Obligatoryjne elementy planu restrukturyzacyjnego

Lp.	Nazwa	Opis
1.	Opis przedsiębiorstwa	Historia firmy, przedmiot jej działalności gospodarczej, struktura kontrahentów (klientów i dostawców), struktura organizacyjna, zatrudnienia, własnościowa firma, podstawowe dane ze sprawozdania finansowego, opis majątku.
2.	Opis rynku	Prognozowany stan popytu i podaży w sektorze rynku, określenie obecnego i przyszłego udziału dłużnika w rynku.
3.	Analiza przyczyn kryzysu	Analiza wskaźników opisujących sytuację ekonomiczną, opis czynników wewnętrznych i zewnętrznych kryzysu.

Lp.	Nazwa	Opis
4.	Charakterystyka przyszłej strategii i analiza ryzyka	Opis stanu docelowego przedsiębiorstwa z uwzględnieniem przyjętego modelu biznesowego. Informacje o ryzykach, określenie ich rodzaju, prawdopodobieństwa i wagi oraz opis planowanych działań ograniczających te ryzyka.
5.	Przegląd środków restrukturyzacyjnych i związanych z nimi kosztów	Opis środków naprawczych w kluczowych obszarach działania firmy (głównie tych będących źródłem problemów), w tym: restrukturyzacja finansowa, majątku obrotowego, majątku trwałego, organizacyjna. Przedstawienie prognozy kosztów restrukturyzacji (najlepiej w ujęciu okresowym).
6.	Harmonogram wdrożenia środków restrukturyzacyjnych	Program realizacji działań naprawczych oraz ostateczny termin wdrożenia planu restrukturyzacyjnego.
7.	Dane o zdolnościach produkcyjnych	Poziom zdolności produkcyjnych, stan ich wykorzystania, planowany poziom redukcji potencjału produkcyjnego.
8.	Opis metod i źródeł finansowania	Zakres wykorzystania: dostępnego kapitału, sprzedaży aktywów, zobowiązań finansowych udziałowców, banków i innych osób trzecich, wielkości wnioskowanej i udzielonej pomocy publicznej oraz pomocy <i>de minimis</i> . Opis zakładanego kosztu i innych warunków pozyskania finansowania.
9.	Prognoza zysków i strat	Projektowane zyski i straty na pięć kolejnych lat w co najmniej dwóch wariantach (ostrożnościowym i optymistycznym), brak wyraźnego wymogu przygotowania prognoz bilansu i przepływów pieniężnych.
10.	Imiona i nazwiska	Imiona i nazwiska osób odpowiedzialnych za wykonanie układu (np. członek zarządu dłużnika) oraz autorów planu restrukturyzacyjnego (osób fizycznych, które faktycznie przygotowywały plan).
11.	Data sporządzenia planu	Data podpisania planu restrukturyzacyjnego przez nadzorcę lub zarządcę.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [ustawa, 2015, art. 10; Hrycaj, Filipiak, 2017, s. 131–135].

Jeżeli w postępowaniu restrukturyzacyjnym może dojść do udzielenia pomocy publicznej, plan restrukturyzacyjny musi dodatkowo zawierać test prywatnego wierzyciela lub test prywatnego inwestora oraz ocenę w zakresie pomocy *de minimis* [ustawa, 2015, art. 140]. W przypadku postępowania sanacyjnego, które ma obejmować restrukturyzację majątku lub portfela kontraktów, w planie należy wskazać mienie podlegające zbyciu i umowy, od których zarządca zamierza odstąpić. Jeśli dodatkowo planowana jest

redukcja zatrudnienia, dokument musi zawierać zasady i kryteria zwalniania pracowników, ich liczbę i okres, w którym te zwolnienia nastąpią [ustawa, 2015, art. 314]. W uzasadnionych sytuacjach sąd może wyrazić zgodę na ograniczoną formę planu restrukturyzacyjnego z pominięciem części wymienionych powyżej wymogów formalnych. Dzieje się tak, gdy z uwagi na wielkość lub charakter przedsiębiorstwa dłużnika ustalenie wszystkich informacji jest niemożliwe lub nie jest niezbędne do oceny możliwości wykonania układu [Hrycaj, Filipiak, 2017, s. 136].

Ustawa oprócz właściwego planu restrukturyzacyjnego wymienia również wstępny plan restrukturyzacyjny. Jest on sporządzany jako element wniosku dłużnika o otwarcie przyspieszonego postępowania układowego, postępowania układowego oraz postępowania sanacyjnego [ustawa, 2015, art. 227 ust. 1 pkt 2, art. 284 ust. 1 pkt 3]. Przygotowuje go dłużnik. Na jego podstawie sąd stwierdza, czy postępowanie restrukturyzacyjne jest zasadne i nie prowadzi do pokrzywdzenia wierzycieli [Hrycaj, Filipiak, 2017, s. 127]. Wymogi formalne dotyczące treści wstępnego planu restrukturyzacyjnego są znacznie mniejsze niż dla planu restrukturyzacyjnego i obejmują analizę przyczyn kryzysu przedsiębiorstwa, wstępny opis planowanych środków restrukturyzacyjnych wraz z ich kosztami oraz harmonogram wdrożenia tych środków [ustawa, 2015, art. 9].

2. Cel i sposoby analizy planu restrukturyzacyjnego

Plan restrukturyzacyjny ma dostarczyć rzetelnych przesłanek, na podstawie których sąd i wierzyciele powinni być w stanie ocenić możliwości realizacji układu i zawartych w nich propozycji układowych. Aby taka ocena była możliwa, niezbędna jest dogłębna analiza informacji zawartych w planie restrukturyzacyjnym. Podstawowym zagadnieniem jest odpowiedź na pytania:

1. Czy możliwe jest zrealizowanie zaplanowanych działań?
2. Czy ich wdrożenie zapewni uzyskanie prognozowanych korzyści ekonomicznych?
3. Czy uzyskane w ten sposób środki zapewnią zaspokojenie wierzycieli na poziomie wyższym niż w przypadku procedur upadłości likwidacyjnej?

Odpowiedź na pierwsze pytanie wymaga dokonania oceny planu restrukturyzacyjnego pod względem jego poprawności: formalnej, metodologicznej, rachunkowej oraz prawidłowości przyjętych założeń i dokonania analizy ryzyka. Plan jest poprawny pod względem formalnym, jeśli zawiera wszystkie elementy określone przepisami prawa podane w przejrzystym i logicznym układzie. Poprawność metodologiczna jest spełniona, jeśli autor planu potrafi prawidłowo zastosować narzędzia metodyczne

stosowane w przygotowaniu biznesplanów przedsiębiorstw i przedsięwzięć inwestycyjnych [Pawlak, 2008, s. 25–34]. Poprawność rachunkowa oznacza brak błędów w obliczeniach. Prawidłowość przyjętych założeń jest tożsama z ich realnością, tj. zgodnością zakładanych wielkości ze stanem obecnym i przyszłym. Przygotowanie planu restrukturyzacyjnego musi być poprzedzone rzetelną analizą przedrestrukturyzacyjną [Piasecki, 2016, s. 80–83]. W ramach weryfikacji założeń planu należy zwrócić szczególną uwagę na możliwość przyjmowania nierealnych wskaźników wzrostu produkcji i sprzedaży, zaniżania nakładów i kosztów lub częściowego ich pomijania, zawyżania cen bądź zdolności produkcyjnych. Analiza ryzyka oznacza określenie potencjalnych zjawisk lub zdarzeń stanowiących źródła zagrożeń, identyfikację obszarów ich występowania i rodzajów ryzyka [Chłapek, 2015, s. 19].

Odpowiedź na drugie z postawionych pytań wymaga przeprowadzenia analizy finansowej. Analiza finansowa stanowi najważniejszą część analizy ekonomicznej, która obejmuje także analizę techniczno-ekonomiczną. Ozwierciedla to dwie strony gospodarowania w przedsiębiorstwie, tj. rzeczową i finansową [Gabrusewicz, 2002, s. 23]. Analiza finansowa jest skoncentrowana na wielkościach ekonomicznych charakteryzujących działalność podmiotu wyrażonych w jednostkach pieniężnych. Jej zadaniem jest dostarczenie informacji umożliwiających ocenę kondycji finansowej jednostki oraz efektywności gospodarowania zasobami. Podstawowymi obszarami tej oceny są analiza sytuacji majątkowej i kapitałowej, rentowności, płynności, obrotowości, zadłużenia, wartości rynkowej. Zakres i forma analizy zależy od tego, kto i w jakim celu ją przeprowadza. Jako krytyczny czynnik w ocenie wykonalności planu restrukturyzacyjnego amerykańscy naukowcy wskazują jednoznacznie analizę poziomu płynności restrukturyzowanego podmiotu [Baldiga, 1996, s. 122; Winikka, 2007, s. 738].

Odpowiedź na trzecie z postawionych pytań wymaga dokonania prognozy poziomu zaspokojenia wierzycieli w przypadku likwidacji masy upadłości. Przepisy prawa nie zawierają wymogu ujawniania w planie restrukturyzacyjnym takich prognoz. Zdecydowanie utrudnia to ocenę zasadności postępowania restrukturyzacyjnego. Wierzyciele mogą dokonywać wyceny wartości likwidacyjnej przedsiębiorstwa dłużnika samodzielnie, na podstawie wykazu majątku z szacunkową wartością jego składników składanego wraz z wnioskiem restrukturyzacyjnym. Jest to jednak możliwe jedynie w przypadku przyspieszonego postępowania układowego oraz postępowania układowego, w przypadku postępowania sanacyjnego obowiązek oszacowania wartości majątku nie ma. Ten sposób ustalania wartości likwidacyjnej ma także inne wady, w tym:

- 1) przepisy nie regulują sposobu ustalania szacunkowej wartości składników majątku. Najczęściej jest to wartość rynkowa ustalana na poziomie ceny sprzedaży netto lub inaczej określonej wartości godziwej. Zbyt mienia w ramach procedur likwidacyjnych często ma jednak charakter nierynkowy, tzn. odbywa się w warunkach sprzedaży wymuszonej [Adamiczka, 2004, s. 27], co oznacza, że uzyskane fundusze są znacząco niższe niż wartość oszacowania;
- 2) sporządzenie wykazu składników majątku następuje znacznie wcześniej niż głosowanie nad układem, przez ten skład i wartość majątku może ulec istotnym zmianom;
- 3) do ustalenia prawdopodobnego poziomu spłaty wierzytelności nie wystarczy znajomość wartości zbywczej majątku dłużnika. Konieczna jest również wiedza na temat przewidywanych kosztów procedur likwidacyjnych, których wykaz majątku nie zawiera [Wolny, 2016].

3. Ocena płynności finansowej przedsiębiorstwa

Płynność finansowa przedsiębiorstwa może być rozpatrywana w różnych aspektach. W aspekcie majątkowym oznacza ona łatwość, z jaką można dokonać uzasadnionej, relatywnie szybkiej i taniej zamiany aktywów na środki pieniężne [Gabrusewicz, 2002, s. 229]. W tym znaczeniu o płynności przedsiębiorstwa decyduje ilość posiadanej gotówki oraz łatwość pozyskania jej dodatkowych zasobów poprzez zamianę na nią innych aktywów [Kusak, 2006, s. 9]. Płynność w aspekcie majątkowo-kapitałowym oznacza zdolność do regulowania zobowiązań bieżących w wymagalnych terminach. Wynika z relacji zobowiązań finansujących majątek oraz majątku stanowiącego zabezpieczenie terminowej ich spłaty. W tym aspekcie płynność rozumiana jest jako wypłacalność. Pozwala to na wyróżnienie wypłacalności krótkoterminowej (*technical solvency*), czyli krótkookresowej zdolności do płacenia aktualnych zobowiązań, oraz wypłacalności długoterminowej (*solvency*) wyrażającej się w nadwyżce majątku nad zobowiązaniami [Wędzki, 2003, s. 33]. Dla uniknięcia chaosu w definiowaniu płynności i wypłacalności pierwsze z tych pojęć utożsamia się najczęściej z krótkoterminową zdolnością płatniczą, drugie dotyczy długiego okresu [Piątek, Moczydłowski, 2017, s. 124]. Trzecia grupa definicji określających płynność finansową sformułowana jest w ujęciu dynamicznym, w aspekcie przepływów pieniężnych [Kosińska, Cicerko, 2010, s. 11–13]. W tym znaczeniu płynność wynika ze zdolności generowania wpływów, a nie z posiadanych zasobów, i oznacza możliwość pokrywania wszelkich wydatków, niekoniecznie wynikających z zobowiązań.

Podstawowych informacji do oceny płynności finansowej dostarcza analiza pozioma i pionowa bilansu. W ocenie struktury aktywów kluczowe

znaczenie ma udział aktywów obrotowych w sumie bilansowej oraz ich struktura wewnętrzna. W analizie pionowej pasywów istotny jest udział kapitałów własnych i obcych oraz długoterminowych, tj. kapitału stałego, i krótkoterminowych w kapitałach całkowitych. Kształtowanie się relacji strukturalnych jest jednak w dużej mierze uzależnione od branży i rodzaju przedsiębiorstwa. Właściwa ich ocena wymaga dokonania porównań kształtowania się tych wielkości w latach poprzednich, oraz podobnych jednostkach gospodarczych, w szczególności u liderów danej branży. Pomocne w prawidłowej interpretacji tych wartości jest również uzyskanie dodatkowych informacji pozabilansowych, np. na temat możliwości zbytu aktywów finansowych lub struktury rozrachunków według terminu ich zapłaty.

Szczególnie istotne znaczenie dla oceny płynności finansowej i zarządzania płynnością ma analiza pozioma bilansu, tj. badanie powiązań majątkowo-kapitałowych. W ramach tej analizy ocenia się spełnienie złotych reguł bilansowych [Gabrusewicz, 2002, s. 96], czyli relacji między długookresowym majątkiem a długookresowymi kapitałami, oraz kształtowanie się kapitału obrotowego netto. Kapitał pracujący stanowi część kapitału stałego, która finansuje majątek obrotowy. Jest on nazywany bezwzględny miernikiem płynności finansowej przedsiębiorstwa [Pazio, 1994, s. 299]. Poziom kapitału obrotowego netto powinien pokrywać zapotrzebowanie na niego, które zależy od długości cyklu eksploatacyjnego oraz szybkości krążenia środków obrotowych [Walczak, 2007, s. 361]. Ustalanie zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto jest zagadnieniem złożonym. Najprościej wykorzystać wartości normatywne ustalone metodami statystycznymi lub wyznaczyć przybliżoną jego wartość jako nadwyżkę aktywów obrotowych operacyjnych nad zobowiązaniami bieżącymi operacyjnymi. Na operacyjne aktywa obrotowe składają się zapasy, należności i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe, zaś operacyjne zobowiązania bieżące obejmują zobowiązania krótkoterminowe pomniejszone o wartość kredytów, pożyczek, obligacji i papierów wartościowych [Narkiewicz, 2003, s. 489–490]. Podsumowaniem poziomej analizy bilansu z punktu widzenia analizy płynności może być ocena strategii finansowej [Kowalak, 2008, s. 101].

Współcześnie coraz częściej zaczyna dominować pogląd, że z punktu widzenia oceny płynności finansowej co najmniej równie ważną co bilans częścią sprawozdania finansowego jest rachunek przepływów pieniężnych [Nesterak, Żmuda, 2005, s. 79]. Jest on sporządzany według tzw. zasady kasowej i dzieli działalność podmiotu na operacyjną, inwestycyjną i finansową, ukazując wpływy i wydatki z każdej z nich. Analiza strukturalna rachunku przepływów pieniężnych polega na ocenie przepływów

gotówkowych z poszczególnych rodzajów działalności – bywa ona nazywana analizą ośmiu przypadków [Rutkowski, 2000, s. 57–67].

Pogłębieniem analizy relacji majątkowo kapitałowych oraz oceny kierunków przepływu strumieni pieniężnych jest wskaźnikowa analiza płynności. Statyczne wskaźniki oceny płynności wykorzystują dane pochodzące z bilansu. Obrazują one możliwość pokrycia zobowiązań bieżących aktywami bieżącymi lub ich składnikami w określonym momencie czasowym. Wskaźniki te są porównywane do wartości optymalnych oraz w czasie. W ramach statycznej oceny zdolności płatniczej ustalana jest również sprawność gospodarowania składnikami majątku obrotowego. Obliczane są wskaźniki obrotowości lub cykle zapasów, należności, zobowiązań, które łącznie pozwalają ustalić tzw. cykl konwersji gotówki. Oprócz danych z bilansu do ich obliczenia wykorzystywane są informacje z rachunku zysków i strat. Krótkie cykle rotacji zapasów i należności oraz dłuższe cykle zobowiązań bieżących powodują skrócenie cyklu konwersji gotówki, co skutkuje poprawą płynności finansowej i mniejszym zapotrzebowaniem na kapitał pracujący [Kaczorowski, 2012, s. 172–174].

Dynamiczne wskaźniki oceny płynności finansowej wykorzystują informacje o przepływach pieniężnych, szczególnie z działalności operacyjnej. Wskaźniki wydajności gotówkowej informują, jakie wpływy z działalności operacyjnej osiąga przedsiębiorstwo w danym okresie ze sprzedaży lub zaangażowania aktywów. Z kolei wskaźniki wystarczalności gotówkowej informują, czy środki pieniężne z podstawowej działalności pokrywają zobowiązania i różne wydatki [Kowalak, 2008, s. 113–114].

Jak przedstawiono powyżej, podstawowym źródłem informacji służących do oceny płynności finansowej przedsiębiorstwa jest bilans oraz rachunek przepływów pieniężnych. Zgodnie z obowiązującymi regulacjami plan restrukturyzacyjny musi zawierać prognozę przychodów i kosztów za okres kolejnych pięciu lat w co najmniej dwóch wariantach. Niestety, informacja na temat wartości wygenerowanego wyniku księgowego nie ma odzwierciedlenia w możliwościach płatniczych podmiotu. Wynika to z zasady memoriałowej, jaka obowiązuje przy ustalaniu wyniku finansowego. Nakazuje ona uwzględnienie w rachunku zysków i strat osiągniętych przychodów i kosztów związanych z przychodami danego okresu sprawozdawczego, niezależnie od terminu ich zapłaty. Wygenerowane zyski w znacznej mierze mogą mieć charakter niepieniężny. Z drugiej strony w rachunku wyników nie są uwzględnione przepływy pieniężne istotnie wpływające na aktualną i przyszłą sytuację finansową podmiotu, np. ponoszone nakłady inwestycyjne, wpływy wynikające z pozyskania zewnętrznych źródeł finansowania, spłaty zobowiązań z tytułu kredytów i leasingu finansowego itd. Faktyczne wpływy i wydatki prezentuje

rachunek przepływów pieniężnych. W związku z powyższym postawioną w artykule hipotezę badawczą, że plan restrukturyzacyjny sporządzony z uwzględnieniem jedynie koniecznych elementów nie pozwala na przeprowadzenie rzetelnej analizy płynności finansowej, należy zweryfikować pozytywnie. Plan restrukturyzacyjny powinien zostać uzupełniony o prognozy bilansu i rachunku przepływów pieniężnych sporządzonych analogicznie jak projekcje rachunku zysków i strat. Jest to w interesie zarówno dłużnika, jak i wierzycieli, co dostrzega już część doradców restrukturyzacyjnych i zamieszcza te dane w przygotowanych przez siebie planach.

4. Analiza płynności finansowej na podstawie planu restrukturyzacyjnego w badanej spółce

Badane przedsiębiorstwo, Spółka X, prowadzi działalność gospodarczą w zakresie hurtowej sprzedaży paliw płynnych. W grudniu 2016 r. jednostka złożyła wniosek o otwarcie postępowania sanacyjnego. W marcu 2017 r. sąd rozpatrzył wniosek pozytywnie i w grudniu zatwierdził plan restrukturyzacyjny. Przyczyną trudnej sytuacji firmy było nadanie klauzuli natychmiastowej wykonalności decyzjom administracyjnym wydanym przez Urząd Kontroli Skarbowej i wszczęcie postępowania egzekucyjnego. W toku tego postępowania komornik wyegzekwował kwotę przekraczającą 5 mln zł. Spowodowało to utratę płynności finansowej, co doprowadziło do załamania hurtowej sprzedaży paliw. Czasowe zaprzestanie działalności handlowej skutkowało wypowiedzeniem kontraktów przez kontrahentów i obciążeniem Spółki karami umownymi. Utrata wiarygodności finansowej sprawiła również, że pomimo wznowienia obrotu paliwami, zakres tej działalności jest znacznie niższy. Firma nie ma możliwości otwarcia linii kredytowej, a kontrahenci nie są skłonni do realizacji zamówień z odroczonej terminem płatności.

Przygotowany i zatwierdzony w toku procedur sanacyjnych plan restrukturyzacyjny zakłada podjęcie działań naprawczych, których podstawowe założenia to reorganizacja struktur zmierzająca do integracji prowadzonej działalności, dywersyfikacja portfela zleceń, optymalizacja kosztów, restrukturyzacja majątkowa. Dodatkowo w ramach restrukturyzacji zobowiązań przewidziano układ z wierzycielami. Przewidywany stopień zaspokojenia wierzycieli w postępowaniu sanacyjnym wynosi około 30%.

W planie restrukturyzacyjnym zawarto informacje o planowanych przychodach i kosztach w pięcioletnim horyzoncie czasowym w dwóch wariantach: optymistycznym (w2) i pesymistycznym (w1). W obu wariantach spłata wierzycieli na warunkach układowych nastąpi w ciągu 60 miesięcy, lecz w pierwszym przypadku Spółka osiągnie możliwość inwestowania

już w drugim roku prognozy. W wariancie pesymistycznym nastąpi to po trzech latach. Dodatkowo dołączono do planu również prognozy bilansu i rachunku przepływów pieniężnych w podobnych wariantach. Umożliwia to analizę płynności przedsiębiorstwa dłużnika w całym prognozowanym okresie. W celu pogłębienia tej analizy zostały również ustalone wartości referencyjne wskaźników płynności. Obliczono je dla porównywalnej jednostki, tj. o podobnym profilu działalności, wielkości i formie prawnej. Z uwagi na ograniczoną objętość niniejszego artykułu poniżej zaprezentowano jedynie wybrane wskaźniki płynności i ich uproszczoną interpretację.

W pierwszej kolejności ustalono podstawowe wskaźniki analizy pionowej bilansu (tab. 2). Dane te pokazują, że w strukturze aktywów przeważa majątek trwały. W wariancie pesymistycznym udział aktywów trwałych nie tylko utrzymuje się powyżej wartości w konkurencyjnym przedsiębiorstwie, ale dodatkowo wzrasta w całym okresie prognozy. Oznacza to spadek elastyczności firmy i wzrost ryzyka operacyjnego. W przypadku wariantu optymistycznego na koniec okresu projekcji wskaźnik unieruchomienia majątku jest niższy niż u konkurenta. W obu wariantach wartość majątku trwałego wzrasta nominalnie, co jest związane z realizacją założenia integracji działalności i budową własnej bazy paliwowej. Płynność aktywów obrotowych rośnie w kolejnych latach prognozy do poziomu zbliżonego do wartości referencyjnej. Kształtowanie się wskaźnika struktury pasywów oznacza bardzo szybki spadek poziomu zadłużenia. Wynika to ze spłaty roszczeń wierzycieli zgodnie z przyjętym układem. Jednocześnie jednostka nie zaciąga żadnych nowych zobowiązań do finansowania swojej działalności. Oznacza to rezygnację z efektu dźwigni finansowej oraz pogarsza rentowność kapitału własnego.

Analiza pozioma bilansu pozwala ustalić, że realizacja planu restrukturyzacyjnego umożliwi spełnienie złotej reguły bilansowej i wygenerowanie dodatniego kapitału pracującego, zarówno w wariancie optymistycznym, jak i pesymistycznym prognozy (tab. 3). Nadal jednak wartość kapitału obrotowego netto pozostanie na poziomie niższym od zapotrzebowania na niego. Może to generować ryzyko utraty płynności w sytuacji braku synchronizacji pomiędzy wpływem należności i zobowiązań podmiotu. Podsumowując analizę pionową i poziomą bilansu, Spółka X będzie realizowała konserwatywną strategię finansowania aktywów, której celem jest głównie przywrócenie i zachowanie płynności finansowej.

Tablica 2. Wybrane wskaźniki struktury aktywów i pasywów Spółki X

Wskaźnik	Wskaźnik unieruchomienia majątku		Podstawowy wskaźnik struktury pasywów		Wskaźnik płynności aktywów obrotowych	
	Formuła		Formuła		Formuła	
Wariant	w1	w2	w1	w2	w1	w2
12.2016	0,51	0,51	-0,40	-0,40	0,02	0,02
03.2017	2,08	2,08	-0,33	-0,33	0,00	0,00
12.2017	2,29	1,35	0,77	0,89	0,06	0,45
12.2018	2,33	2,33	1,13	2,05	0,07	0,07
12.2019	2,34	3,11	1,82	1,79	0,07	0,07
12.2020	2,04	2,80	2,84	2,47	0,07	0,07
12.2021	2,99	2,27	5,23	3,44	0,08	0,05
12.2022	3,14	1,60	12,35	6,69	0,09	0,04
Wart. Ref.	1,98		0,47		0,06	

Źródło: Opracowanie własne.

Tablica 3. Poziom kapitału pracującego w Spółce X

Wskaźnik	Kapitał obrotowy netto (tys. zł)		Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto (tys. zł)		Saldo płynności netto (tys. zł)	
	Formuła		Formuła		Formuła	
Wariant	w1	w2	w1	w2	w1	w2
12.2016	6 145,30	6 145,30	11 616,30	11 616,30	-5 471,00	-5 471,00
03.2017	-29 329,50	-29 329,50	-27 395,90	-27 395,90	-1 933,60	-1 933,60
12.2017	-5 332,50	-2 035,00	-3 911,50	-5 852,00	-1 421,00	3 817,00
12.2018	-3 611,50	-314,00	-2 220,50	1 072,00	-1 391,00	-1 386,00
12.2019	-943,50	-2 946,00	-282,50	-2 285,00	-661,00	-661,00
12.2020	1 880,50	-442,00	2 531,50	209,00	-651,00	-651,00
12.2021	2 446,00	2 732,00	3 087,00	3 373,00	-641,00	-641,00
12.2022	4 609,00	8 086,50	5 235,00	8 712,50	-626,00	-626,00

Źródło: Opracowanie własne.

Realizacja planu restrukturyzacyjnego w wariantcie optymistycznym doprowadzi w ostatnim okresie prognozy do zrównania wskaźników płynności bieżącej, szybkiej i gotówkowej Spółki X do poziomów zbliżonych

do wielkości średnich uzyskiwanych w podobnych podmiotach branży (tab. 4). W wariancie pesymistycznym w piątym roku projekcji te indeksy osiągną wartości dużo wyższe od postulowanych. Sygnalizuje to docelową możliwość wystąpienia nadpłynności gotówkowej, co może doprowadzić do obniżenia rentowności firmy.

Tablica 4. Statyczne wskaźniki płynności w Spółce X

Wskaźnik	Wskaźnik płynności bieżącej		Wskaźnik płynności szybkiej		Wskaźnik płynności gotówkowej	
Formuła	Aktywa bieżące/ Zobowiązania bieżące		(Aktywa bieżące – zapasy)/ Zobowiązania bieżące		Środki pieniężne/ Zobowiązania bieżące	
Wariant	w1	w2	w1	w2	w1	w2
12.2016	1,43	1,43	1,30	1,30	0,03	0,03
03.2017	0,23	0,23	0,20	0,20	0,00	0,00
12.2017	0,58	0,86	0,51	0,80	0,04	0,39
12.2018	0,66	0,96	0,56	0,81	0,05	0,07
12.2019	0,88	0,70	0,70	0,56	0,06	0,05
12.2020	1,33	0,94	0,92	0,66	0,09	0,06
12.2021	1,68	1,41	1,16	0,98	0,14	0,08
12.2022	4,20	3,15	2,82	2,35	0,36	0,14
Wart. Ref.	2,34		1,9		0,15	

Źródło: Opracowanie własne.

Wskaźniki rotacji, szczególnie cykl konwersji zobowiązań krótkoterminowych, potwierdzają negatywny wpływ utraty wiarygodności finansowej na stan płynności finansowej firmy. Przed wszczęciem postępowania egzekucyjnego Spółka X mogła nabywać paliwo z bardzo długim terminem płatności. W rezultacie otrzymywała zapłatę za sprzedane paliwo wcześniej niż płaciła za jego zakup. Świadczy o tym ujemna wartość cyklu konwersji gotówki. Skrócenie cyklu konwersji zobowiązań krótkoterminowych i jednoczesne wydłużanie cykli konwersji zapasów i należności są zjawiskami niekorzystnymi, oznaczają coraz mniej efektywne zarządzanie gotówką. Pomimo tego trendu wskaźnik cyklu konwersji gotówki w ostatnim roku prognozy kształtuje się na poziomie zbliżonym do konkurencji (tab. 5).

Tablica 5. Kształtowanie się wskaźników rotacji w Spółce X

Wskaźnik	Cykl konwersji zapasów (dni)		Cykl konwersji należności (dni)	
Formuła	Średni stan zapasów* liczba dni w okresie/ sprzedaż netto		Średni stan należności* liczba dni w okresie/ sprzedaż netto	
Wariant	w1	w2	w1	w2
12.2016	2,33	2,33	21,07	21,07
03.2017	4,46	4,46	27,94	27,94
12.2017	10,79	10,79	87,24	87,24
12.2018	7,01	6,99	37,41	37,41
12.2019	7,84	7,82	30,87	30,87
12.2020	11,46	11,46	28,67	28,67
12.2021	11,58	14,36	22,15	28,53
12.2022	10,07	15,29	17,57	36,12
Wart. Ref.	7,17		28,23	
Wskaźnik	Cykl konwersji zobowiązań krótkoterminowych (dni)		Cykl konwersji gotówki (dni)	
Formuła	Średni stan zobowiązań* liczba dni w okresie/sprzedaż netto		Cykl zapasów + cykl należności-cykl zobowiązań krótkoterminowych	
Wariant	w1	w2	w1	w2
12.2016	17,16	17,16	6,25	6,25
03.2017	151,63	151,63	-119,24	-119,24
12.2017	101,41	108,71	-3,38	-10,68
12.2018	80,22	75,57	-35,79	-31,16
12.2019	57,40	53,37	-18,69	-14,67
12.2020	41,48	54,80	-1,35	-14,67
12.2021	25,62	40,43	8,11	2,46
12.2022	12,98	26,92	14,66	24,49
Wart. Ref.	16,17		19,23	

Źródło: Opracowanie własne.

Podsumowując, jeśli przyjęte założenia są realne, realizacja planu restrukturyzacyjnego zapewni przywrócenie i utrzymanie płynności finansowej podmiotu. Pozwoli na zrealizowanie przyjętego układu i spłatę roszczeń wierzycieli w zaplanowanym stopniu.

Zakończenie

Plan restrukturyzacyjny to najważniejszy dokument finansowy sporządzany w postępowaniu restrukturyzacyjnym. To na jego podstawie sąd i wierzyciele podejmują decyzję o przyjęciu lub odrzuceniu propozycji układowych. Przygotowanie w pełni wiarygodnego, kompleksowego i przede wszystkim skutecznego planu restrukturyzacyjnego wymaga dużej wiedzy i doświadczenia. Zawarte w nim działania naprawcze powinny umożliwić nie jednorazowe uniknięcie niewypłacalności, lecz stworzyć trwałe podstawy do sprawnego i efektywnego działania podmiotu na rynku [Gerdes, 1940, s. 55].

Plan restrukturyzacyjny jest na tyle skomplikowanym dokumentem, że jego obiektywna ocena jest zagadnieniem złożonym. W międzynarodowych opracowaniach prezentowany jest pogląd, że sądy nie są przygotowane do przeprowadzania analizy wykonalności tych planów [McCormack, 2017, s. 195]. Przedstawiona w artykule problematyka oceny prognozy płynności finansowej podmiotu w trakcie i po zakończeniu procedur naprawczych stanowi ważny, lecz nie jedyny obszar analizy planu restrukturyzacyjnego. W opracowaniu wskazano kierunki innych analiz istotnych z punktu widzenia użytkowników tego dokumentu. Ustawa obowiązuje od niedawna, dlatego wciąż tworzą się dobre praktyki w zakresie opracowywania i oceny planów restrukturyzacyjnych.

Literatura

- Adamiczka J. (2004), *Wartość rynkowa nieruchomości a wartość dla wymuszonej sprzedaży*, „Rzeczoznawca Majątkowy”, nr 3 (43).
- Baldiga N.R. (1996), *Is This Plan Feasible? An Empirical Legal Analysis of Plan Feasibility*, „Comercial Law Journal”, Vol. 101.
- Chłapek K. (2015), *Pomiar ryzyka gospodarczego na podstawie sprawozdań finansowych*, Difin, Warszawa.
- Gabruszewicz W. (2002), *Podstawy analizy finansowej*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Gerdes J. (1940), *General principles of plans of corporate reorganization*, „University of Pennsylvania Law Review and American Law Register”, Vol. 89, No. 1.
- Hrycaj A. (2015), *Cztery postępowania restrukturyzacyjne*, „Doradca Restrukturyzacyjny”, nr 1.
- Hrycaj A., Filipiak P. (2017), *Prawo restrukturyzacyjne. Komentarz*, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Kaczorowski M. (2012), *Cykl konwersji gotówki a upadłość przedsiębiorstw*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania”, nr 30.
- Khoironi A., Herliana S. (2015), *Evaluating the effectiveness of business plan approach for first time entrepreneurs case study: IBE SBM ITB*, „Journal of Business and Management”, Vol. 4, No. 3.

- Kosińska J., Cikirko T. (2010), *Podstawy zarządzania płynnością finansową przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna SGH, Warszawa.
- Kowalak R. (2008), *Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa w badaniu zagrożenia upadłością*, ODDK, Gdańsk.
- Kusak A. (2006), *Płynność finansowa. Analiza i sterowanie*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UW, Warszawa.
- LoPucki L.M., Whitfor W.C. (1993), *Corporate governance in the bankruptcy reorganization of large, publicly held companies*, „University of Pennsylvania Law Review”, Vol. 141, No. 3.
- McCormack G. (2017), *Business restructuring law in Europe: making a fresh start*, „Journal of Corporate Law Studies”, Vol. 17, No. 1.
- Narkiewicz J. (2003), *Struktura kapitałowo-majątkowa a płynność finansowa przedsiębiorstwa*, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H, Vol. XXXVII, Lublin.
- Nesterak J., Żmuda J. (2005), *Statyczna a dynamiczna ocena płynności finansowej przedsiębiorstwa*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Ekonomii i Informatyki”, z. 3.
- Pawlak Z. (2008), *Biznesplan, zastosowania i przykłady*, Poltex, Warszawa.
- Pazio W. (1994), *Jak gospodarować finansami. Ekonomiczne podstawy biznesu*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Piasecki A. (2016), *Plan restrukturyzacyjny na przykładzie przedsiębiorstwa produkcyjnego*, w: A. Hrycaj, P. Filipiak, M. Geromin, B. Groele (red.), *Restrukturyzacja i upadłość przedsiębiorstw 2.0*, C.H. Beck, Warszawa.
- Piątek E., Moczydłowski K. (2017), *Wyplacalność a płynność finansowa – zależności*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 5, cz. 1.
- Rutkowski A. (2000), *Zarządzanie finansami*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Ustawa z dnia 15 maja 2015 r. – Prawo restrukturyzacyjne, t.j. Dz. U. z 2017 r., poz. 1508 z późn. zm.
- Walczak M. (2007), *Analiza finansowa w zarządzaniu współczesnym przedsiębiorstwem*, Difin, Warszawa.
- Wędzki D. (2003), *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa, przepływy pieniężne a wartość dla właścicieli*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Winikka D.P. (2007), *Focus on Feasibility*, „Pratt’s Journal of Bankruptcy Law”, Vol. 731.
- Wolny M. (2016), *Plan naprawczy w postępowaniu restrukturyzacyjnym*, <https://www.rp.pl/Firma/308059991-Plan-naprawczy-w-postepowaniu-restrukturyzacyjnym.html>, dostęp: 30.08.2018.

Streszczenie

Artykuł został poświęcony problematyce oceny planu restrukturyzacyjnego sporządzanego w postępowaniu restrukturyzacyjnym. Koncentruje się na aspektach analizy płynności. W opracowaniu wskazano znaczenie planu restrukturyzacyjnego i omówiono jego zawartość. Zawiera ono opis celu i kierunki analizy planu restrukturyzacyjnego przez odbiorców zewnętrznych, sąd i wierzycieli. Scharakteryzowano zasady oceny płynności finansowej w oparciu

o sprawozdawczość finansową. W artykule przeprowadzono analizę płynności finansowej na podstawie planu restrukturyzacyjnego wybranej spółki objętej postępowaniem sanacyjnym.

Słowa kluczowe

postępowanie restrukturyzacyjne, plan restrukturyzacyjny, analiza finansowa, płynność finansowa

Financial liquidity analysis as part of the evaluation of the restructuring plan prepared in restructuring proceedings (Summary)

The article is devoted to the evaluation of the restructuring plan drawn up in the restructuring proceedings. Focuses on the aspects of liquidity analysis. The study indicates the importance of the restructuring plan and discusses its content. The article contains a description of the purpose and directions of the analysis of the restructuring plan by external recipients, court and creditors. The principles of financial liquidity assessment based on financial reporting have been characterized. A financial liquidity analysis was carried out based on information from the restructuring plan in the selected company covered by the remedial proceedings.

Keywords

restructuring proceedings, restructuring plan, financial analysis, financial liquidity

Patryk Kaczmarek*

Rola zarządzania ryzykiem w restrukturyzacji przedsiębiorstwa

Wstęp

Działalność przedsiębiorstw podlega różnym zawirowaniom gospodarczym wynikającym z cykli koniunkturalnych. Są one narażone na czynniki rynkowe i wewnątrzorganizacyjne, które powodują, że właściciele i menedżerowie firm muszą dopasowywać działalność przedsiębiorstwa do tych czynników, tak by osiągać założone stopy zwrotu. Nieodpowiednie zarządzanie (w tym przede wszystkim zarządzanie ryzykiem) może doprowadzić do kryzysu w przedsiębiorstwie, który z kolei w przypadku niepodjęcia odpowiednich działań (w tym restrukturyzacyjnych) może prowadzić do jego upadłości.

Celem niniejszego artykułu jest zidentyfikowanie najważniejszych czynników makroekonomicznych mających wpływ na liczbę upadłości przedsiębiorstw w Polsce w latach 2012–2016 oraz wskazanie tych, które należałoby poddać wnikliwszym badaniom, gdyż rokuje jako te mające większe zdolności predykcyjne, tym samym umożliwiając stworzenie systemu wczesnego ostrzegania przed upadłością.

W związku z powyższym na potrzeby niniejszego artykułu można postawić tezę: nieodpowiednie dopasowanie wielkości i struktury ryzyka (zarówno zbyt wysokie, jak i zbyt niskie) do specyfiki przedsiębiorstwa i jego otoczenia prowadzi do zaistnienia kryzysu w jego funkcjonowaniu.

1. Kryzys w działalności przedsiębiorstwa

Jak wskazano powyżej, przyczyną restrukturyzacji przedsiębiorstw jest ich nieodpowiednie dopasowanie do czynników wewnętrznych i zewnętrznych (rynkowych), przez co stają się one nieefektywne i tracą przewagę konkurencyjną. To z kolei prowadzi do utraty rentowności, a w konsekwencji płynności przedsiębiorstwa, co jest jednym z najważniejszych i najbardziej bezpośrednich przyczyn jego upadłości. Swoją drogą zjawiska bankructwa, niewypłacalności, upadłości nie są nowe, zdarzały się one bowiem już w czasach rewolucji przemysłowej w Wielkiej Brytanii, co powoduje, że należy się im przyjrzeć w kontekście czynników

* Mgr, doktorant, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, ul. Armii Krajowej 101, 81-824 Sopot, p.t.kaczmarek@wp.pl

makroekonomicznych. Ówczesne niedostatki w zakresie komunikacji i transportu dodatkowo zwiększały zjawisko luki płynnościowej, co pokazuje, jak nierozzerwalnymi pojęciami, już od początku kształtowania się gospodarek rynkowych, są pojęcia upadłości, płynności i wypłacalności [Beerbühl, 2008, s. 61]. Wypłacalność z kolei jest kluczowym zagadnieniem związanym z zarządzaniem, w tym w szczególności zarządzaniem finansami przedsiębiorstwa [Freifalts i inni, 2018, s. 223]. Na tym tle można wyszczególnić pięć etapów (kryzysów), które prowadzą do upadłości przedsiębiorstwa [Świerk, Banach, 2013, s. 443–444]¹:

1. Kryzys strategii – brak efektywnego zarządzania zasobami firmy, a także mniejsze zainteresowanie zaspokajaniem potrzeb klientów.
2. Kryzys rentowności – stopniowe zanikanie zysków oraz ich niewystarczająca wielkość w stosunku do zaangażowanego kapitału.
3. Kryzys obrotów – przychody generowane przez firmę nie wystarczają na pokrycie prowadzonej działalności.
4. Kryzys płynności – trudności w dotrzymywaniu terminów spłaty zobowiązań.
5. Niewypłacalność – upadłość, niekoniecznie jednak kończąca działalność podmiotu.

O ile kryzysy strategii mogą dotyczyć wielu przedsiębiorstw, a wręcz można postawić hipotezę, że w ciągu rozwoju organizacji dotyczą one wszystkie przedsiębiorstwa, podobnie z kryzysem rentowności, który może mieć charakter krótkotrwały oraz z kryzysem obrotów, czyli okresową utratą rentowności firmy (co może być spowodowane np. okresową dekonjunkcją), to w przypadku kryzysu płynności i niewypłacalności w zasadzie można mówić o upadłości przedsiębiorstwa. O ile w przypadku początkowych etapów kryzysu przedsiębiorstwo może być dokapitalizowane, jeśli przedstawi wiarygodny plan wyjścia z kryzysu, o tyle w przypadku kryzysu płynności przedsiębiorstwo staje się niewiarygodne dla inwestorów, kontrahentów i kredytodawców, w związku z czym wdrażanie planów naprawczych staje się znacznie utrudnione lub wręcz niemożliwe. Niektórzy autorzy wskazują nawet, że najgroźniejszym etapem kryzysu w przedsiębiorstwie nie jest etap braku płynności, lecz moment, w którym przepływy stają się coraz mniejsze, ale są wciąż dodatnie, co zmniejsza zdolności adaptacyjne wielu menedżerów, uniemożliwiając ich odpowiednią reakcję [Pepe, 2018]. O ile jednak sytuacja kryzysowa jest zdiagnozowana w odpowiednim momencie, jednym ze sposobów postępowania w celu wyprowadzenia przedsiębiorstwa z kryzysu jest restrukturyzacja.

¹ Podobny podział na cztery etapy: utrata równowagi i nieskuteczność, zmniejszenie przepływów, kryzys kapitału, utrata rentowności wyróżnił L. Guatri [1996].

2. Restrukturyzacja jako narzędzie wyjścia z kryzysu

Restrukturyzacja jest pojęciem, które posiada wiele definicji szeroko omówionych w literaturze. Bywa pojmowana jako „istotna zmiana strategii przedsiębiorstwa oraz uwarunkowana tym systemowa przebudowa organizacji i zasad funkcjonowania przedsiębiorstwa, które mają mu zapewnić przewagę konkurencyjną na rynku, przede wszystkim jego rozwój w długim okresie czasu” [Bauer, 2010, s. 209]. Odnosi się zatem do strategicznego obszaru zarządzania przedsiębiorstwem i jego źródła w kryzysie, w jakim się znalazło. Według innej definicji restrukturyzacja to „przemysłana – wobec zmian zachodzących w otoczeniu – reorientacja celów przedsiębiorstw i dostosowanie do nich techniki, organizacji i kadr” [Jasiński, 1992, s. 12]. Inna definicja, dość wyjątkowa, bo wskazująca również na inne niż strategiczne (operacyjne) obszary działalności przedsiębiorstwa, to definiowanie restrukturyzacji jako „złożony proces istotnych, często fundamentalnych zmian w przedsiębiorstwie, którego celem jest bieżące (operacyjne) i długofalowe (strategiczne) kształtowanie atrybutów jego podmiotowości pod kątem zmian w otoczeniu i wewnętrznych potrzeb samego przedsiębiorstwa” [Suszyński, 1999, s. 67].

Wszystkie powyższe definicje wskazują, że restrukturyzacja wiąże się z głębokimi, fundamentalnymi zmianami w przedsiębiorstwie mającymi na celu lepsze dopasowanie jej strategii (lub szerzej – działań) do otoczenia. Ta synteza wskazuje na to, jakie przedsiębiorstwa należy poddać restrukturyzacji i, najszerzej rzecz ujmując, są to te, które niedostatecznie dopasowały się do niekorzystnych warunków pojawiających się w otoczeniu lub z powodu czynników wewnętrznych, w tym związanych z niewłaściwym zarządzaniem aktywami i pasywami, którego wynikiem są między innymi decyzje z uwzględnieniem skłonności do ryzyka (*risk appetite*) [Bauer, 2010, s. 209; Nalepka, 1999, s. 20–21].

Ponadto istnieje dość ugruntowany i uznany przez badaczy i praktyków podział rodzajowy restrukturyzacji, które realizują podstawowy cel, jakim jest budowanie przewagi konkurencyjnej, jednak różnią się sposobem postępowania i obszarem objętym zmianami – i tak można wyróżnić [Mozalewski, 2010, s. 217–218]:

- restrukturyzację naprawczą, realizowaną w wyniku zdiagnozowanego długotrwałego kryzysu w działalności przedsiębiorstwa,
- restrukturyzację rozwojową, polegającą na podejmowaniu działań kierujących strategiczną działalność przedsiębiorstwa w kierunku obszarów lepiej dopasowanych do otoczenia rynkowego,
- restrukturyzację operacyjną, polegającą na dokonywaniu zmian w bieżącej działalności przedsiębiorstwa,

- restrukturyzację finansową, polegającą na dokonywaniu zmian finansowych w przedsiębiorstwie,
- restrukturyzację własnościową, mającą zastosowanie w przypadku prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych.

Jednak poza klasyfikacją procesów restrukturyzacyjnych należałoby jednak wcześniej dokonać próby identyfikacji przyczyn kryzysów powodujących konieczność działań restrukturyzacyjnych, gdyż to pozwala na dokonanie wyboru rodzaju efektywnej restrukturyzacji i doboru sposobu działania. Do najważniejszych przyczyn wewnętrznych i zewnętrznych (choć z punktu widzenia restrukturyzacji przyczyny wewnętrzne odgrywają kluczową rolę w obliczu małego wpływu przedsiębiorstwa na otoczenie) należą [Mozalewski, 2010, s. 219–221]:

- nieefektywne zarządzanie strategiczne lub jego brak w przedsiębiorstwie,
- niewłaściwie ukształtowany portfel produktowy,
- brak strategii marketingowej w przedsiębiorstwie,
- niski poziom nowoczesności stosowanych technologii,
- rozbudowane służby pomocnicze oraz majątek nieprodukcyjny,
- nieefektywne zarządzanie zasobami ludzkimi,
- niewłaściwe wykorzystanie długu w strukturze kapitałowej przedsiębiorstwa,
- nieefektywne zarządzanie płynnością i kapitałem obrotowym,
- wzrost konkurencji na rynku i obniżenie popytu,
- postęp technologiczny na rynku i wysokie koszty wdrożeniowe,
- zmiany cen na rynku surowcowym i towarowym,
- zmiany w usługach bankowych i finansowych oraz w prawodawstwie.

3. Zarządzanie ryzykiem w procesie restrukturyzacji

Samo pojęcie *risk appetite* jest ściśle związane z pojęciem ryzyka, które w ujęciu neutralnym można definiować jako zobiektywizowaną niepewność wystąpienia nieprzewidzianego zdarzenia [Solarz, 2011, s. 169]. Takie neutralne podejście jest zasadne, gdyż wskazuje na naturę samego ryzyka, tj. określanie go jako mierzalnej części niepewności, nad którą przedsiębiorstwa powinny – chcąc unikać nadmiernych skutków nieprzewidzianych zdarzeń – mieć jak największą kontrolę, by móc się do nich dostosować lub ich unikać. Takie diametralnie różne podejścia do istnienia ryzyka wiążą się ze sposobami postępowania z ryzykiem. Najistotniejszym sposobem postępowania z ryzykiem jest zarządzanie ryzykiem, na które składają się następujące czynności [Capiga, 2010, s. 77]:

- identyfikacja ryzyka,

- pomiar ryzyka,
- sterowanie ryzykiem,
- monitoring i kontrola ryzyka.

Nieodpowiednie postępowanie wobec ryzyka, w tym wręcz jego ignorowanie, może następować zarówno poprzez nieodpowiednio dostosowany do charakterystyki przedsiębiorstwa podsystem zarządzania ryzykiem, który można zdefiniować jako zbiór sformalizowanych i wynikających z kultury organizacyjnej nieformalnych procedur i zakresów odpowiedzialności za podejmowanie decyzji dotyczących zarządzania ryzykiem, jak i jego brak. W przypadku gdy przedsiębiorstwo zdaje sobie sprawę z ponoszonego przez przedsiębiorstwo ryzyka, należałoby przede wszystkim zdefiniować jak największą liczbę obszarów działalności przedsiębiorstwa narażonych na określone ryzyka, a także zidentyfikować w procesie identyfikacji ryzyka możliwie największą liczbę występujących w otoczeniu i wewnątrz przedsiębiorstwa ryzyk. Jednym ze sposobów (szczególnie w przedsiębiorstwach niefinansowych) takiej identyfikacji jest tworzenie mapy ryzyka (*risk map*). Ten wstępny etap zarządzania ryzykiem jest szczególnie istotny w organizacjach niefinansowych, bowiem nawet nieodpowiednie sparametryzowanie (pomiar) i nieprecyzyjne sterowanie ryzykiem są niewspółmiernie lepszą sytuacją niż w przypadku gdy zarządzający przedsiębiorstwem nie zdają sobie sprawy z istnienia poszczególnych ryzyk i ich potencjalnego wpływu na wynik przedsiębiorstwa (*loss given default*), którego szacowanie odbywa się w kolejnym etapie procesu, jakim jest pomiar ryzyka. Drugim ważnym aspektem, w jakim należy rozpatrywać ryzyko w procesach restrukturyzacyjnych, jest fakt, że ze względu na to, że wiąże się ono z głębokimi zmianami w przedsiębiorstwie, to samo przeprowadzanie poszczególnych etapów restrukturyzacji, do których możemy zaliczyć:

- monitorowanie organizacji i otoczenia,
- projektowanie zmian,
- wdrażanie rozwiązań,
- utrwalanie zmian,

naraża przedsiębiorstwo na ryzyko, że zmiany spowodują negatywne skutki dla przedsiębiorstwa [Pasieczny, 2013, s. 357].

Biorąc pod uwagę powyższe czynniki powodujące kryzys w przedsiębiorstwie oraz charakterystykę rodzajów kryzysów, których siłę oddziaływania można utożsamiać z malejącą zdolnością płatniczą przedsiębiorstwa (malejącą płynnością), należy stwierdzić, że jednym z najważniejszych ryzyk przedsiębiorstw zmagających się z kryzysem jest ryzyko płynności. Można je ogólnie zdefiniować jako możliwość wystąpienia sytuacji, w której przedsiębiorstwo nie posiada wystarczających zasobów pieniężnych

na pokrycie swoich zobowiązań krótko- i długoterminowych [Rzeczycka, Golawska-Witkowska, 2017, s. 274]. Jest to zarazem rodzaj ryzyka, który może stanowić źródło wiedzy na temat symptomów istniejącego bądź bliskiego przedsiębiorstwu kryzysu. Ryzyko jednakże może być definiowane jako odchylenie od stanu planowanego (założonego), zarówno dodatnie, jak i ujemne, poza tym samo istnienie ryzyka nie jest zjawiskiem negatywnym, gdyż jest ono źródłem implikującym warunki, w jakich przedsiębiorstwo może osiągać zyski, a zbytnia awersja do ryzyka (jak również zbytni apetyt na ryzyko) może prowadzić do upadłości przedsiębiorstwa.

Kryzys zarazem, jak omówiono wcześniej, jest zjawiskiem prowadzącym do niewypłacalności i w konsekwencji upadłości przedsiębiorstwa, a wyjście z takiej sytuacji jest celem działań restrukturyzacyjnych. Implikuje to istnienie sytuacji, w której można powiedzieć, że jeśli nieodpowiednie zarządzanie przedsiębiorstwem (w tym w obszarze zarządzania ryzykiem) prowadzi do zaistnienia sytuacji kryzysowych, a ponoszenie nadmiernego lub nieadekwatnego ryzyka prowadzi do utraty rentowności przedsiębiorstwa, to umiejętne postępowanie wobec ryzyka i zarządzanie ryzykiem może pozytywnie wpływać na wychodzenie przedsiębiorstwa z kryzysu. Tym samym można powiedzieć, że wprowadzenie lub zmodyfikowanie podsystemu zarządzania ryzykiem może być skuteczną metodą restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstwa.

Zarządzanie ryzykiem jako sposób postępowania wobec ryzyka stanowi istotne zagadnienie zarówno w unikaniu sytuacji mogących doprowadzić do utraty konkurencyjności przedsiębiorstwa w wyniku niewłaściwego zarządzania przedsiębiorstwem (ryzyko operacyjne i finansowe), jak i wystąpienia czynników zewnętrznych (ryzyko rynkowe), gdyż odpowiednie postępowanie wobec ryzyka pozwala na unikanie nadmiernego ryzyka, a podejmowanie odpowiedniego ryzyka (zgodnego z apetytem na ryzyko) pozwala na osiągnięcie zysków zadowalających właścicieli i pozwalających na dalsze funkcjonowanie przedsiębiorstwa i budowanie jego przewagi konkurencyjnej.

4. Wpływ wybranych czynników na ryzyko upadłości przedsiębiorstw w latach 2012–2016

Literatura w zakresie analizy finansowej przedstawia szereg metod pozwalających na badanie kondycji finansowej przedsiębiorstw. Metody nieparametryczne, bazujące na ocenie jakościowej przedsiębiorstwa w zakresie m.in. audytu wewnętrznego [Munoz-Izquierdo i inni, 2018], jak i te, które są znacznie bardziej rozwinięte, składające się z grup wskaźników umożliwiających badanie poszczególnych relacji aktywów i kapitałów umożliwiających ocenę efektywności, płynności, zadłużenia i ogólnej oceny

operatywności przedsiębiorstwa. Metody szacowania kondycji finansowej można najogólniej podzielić na parametryczne i nieparametryczne. Parametryczne, rozwijające się od lat 60. XX w., można podzielić na modele prymitywne, dyskryminacyjne i probabilistyczne [Freifalts i inni, 2018, s. 220]. Jednym z pierwszych autorów wykorzystujących modele oparte na wskaźnikach finansowych w badaniu ryzyka bankructwa przedsiębiorstwa, w tym przy wykorzystaniu modeli prymitywnych, był M. Tamari². Innym ważnym krokiem w kierunku szacowania prawdopodobieństwa niewypłacalności przedsiębiorstw była publikacja E.I. Altmana, który opracował metodę wagowego szacowania prawdopodobieństwa niewypłacalności przedsiębiorstw, bazując na podstawowych parametrach finansowych, zwaną metodą Z-Score [Altman, 1968]. Szerszy rozwój modeli parametrycznych następujący od lat 90. skutkowało powstaniem nowszych modeli, w tym m.in. Test Szybki [Kralicek, 1993], Indeks Hołdy [Hołda, 2001], Model Bonitest [Bešvir, 2010] i inne. Wielość badań w tym zakresie, zapoczątkowana odkryciem Altmana, dobitnie pokazuje, jak ważne z perspektywy mikro- i makroekonomicznej jest stworzenie systemu wczesnego ostrzeżenia, które mogłoby minimalizować ryzyko bankructwa przedsiębiorstwa, potencjalnie prowadzące do strat właścicieli i innych interesariuszy (w skrajnym przypadku całej gospodarki) [Maciejczak, 2008]. Dopełnieniem systemu zarządzania ryzykiem wystąpienia sytuacji kryzysowej w przedsiębiorstwie powinno być obserwowanie i pomiar czynników makroekonomicznych, które z wyprzedzeniem mogą wskazywać na ryzyko wystąpienia (bądź nie) zagrożenia trwałej utraty płynności przez przedsiębiorstwo.

Aby określić siłę oddziaływania najważniejszych czynników wpływających na ryzyko upadłości przedsiębiorstw (którego eliminowanie jest pośrednim celem restrukturyzacji), należy wybrać czynniki makroekonomiczne (zewnętrzne) i czynniki mikroekonomiczne (wewnętrzne), których ewentualny silny wpływ pokazywałby, który element zarządzania strategicznego (w tym zarządzania ryzykiem) jest kluczowy w celu unikania sytuacji kryzysowych w przedsiębiorstwie. Zbadano następujące parametry makro- i mikroekonomiczne w latach 2012–2016:

- liczba upadłości,
- stopa wzrostu PKB,
- stopa inflacji r/r ,
- wartość kapitalizacji spółek notowanych na giełdzie papierów wartościowych,

² Autor w 1977 wydał publikację pt. *Some international comparisons of industrial financing: a study of company accounts in the U.K., U.S.A., Japan, and Israel* będącą wynikiem prowadzonych badań w zakresie analizy finansowej.

- stopa bezrobocia,
- okres spłaty zobowiązań,
- wskaźnik płynności III stopnia.

Przy czym wskaźnik płynności III stopnia oznacza relację aktywów obrotowych do zobowiązań krótkoterminowych wyliczoną w następujący sposób:

$$CR = \frac{\text{aktywa obrotowe}}{\text{zobowiązania krótkoterminowe}}$$

Wskaźniki makroekonomiczne, takie jak stopa wzrostu PKB, stopa inflacji, wartość kapitalizacji spółek notowanych na giełdzie papierów wartościowych, stopa bezrobocia, wykorzystano z dostępnych danych serwisu bankier.pl, przy czym posługiwano się danymi dostępnymi w możliwie najbliższym dniu pierwszego stycznia każdego roku. Okres spłaty zobowiązań oraz wskaźnik płynności finansowej III stopnia wykorzystano z dostępnych benchmarków opracowanych i opublikowanych w serwisie pisma Stowarzyszenia Księgowych w Polsce – „Rachunkowość”³. Przy wyliczaniu średniego wskaźnika posłużono się danymi dotyczącymi trzech istotnych sektorów polskiej gospodarki:

- handel hurtowy z wyłączeniem pojazdów samochodowych,
- roboty budowlane związane ze wznoszeniem budynków,
- produkcja artykułów spożywczych.

Postawiono również hipotezę dotyczącą współzależności pomiędzy liczbą upadłości przedsiębiorstw, a liczbą restrukturyzacji przedsiębiorstw. Upadłość może być wynikiem zbyt późnych, niewłaściwych lub zaniechanych działań restrukturyzacyjnych – powyższe wskaźniki odniesiono do liczby upadłości przedsiębiorstw, w ten sposób próbując odpowiedzieć na pytanie dotyczące wpływu poszczególnych czynników makro- i mikroekonomicznych na ryzyko upadłości. Liczbę upadłości w latach 2012–2016 pokazano w tabeli 1. Ponadto następująca od 2016 r. zmiana prawa upadłościowego wyróżniającego postępowania likwidacyjne, z możliwością zawarcia układu, i restrukturyzacyjne: postępowania zatwierdzające układ, przyspieszone postępowania układowe, postępowanie układowe, postępowanie sanacyjne, spowodowała agregację danych za rok 2016, które stanowią sumę wszystkich postanowień w ramach występujących postępowań.

³ Raporty dostępne pod adresem: [https://rachunkowosc.com.pl/wskazniki_finansowe_przedsiębiorstw].

Tablica 1. Liczba upadłości przedsiębiorstw w Polsce w latach 2012–2016

	2016	2015	2014	2013	2012
liczba upadłości	605	750	807	888	880

Źródło: Opracowano na podstawie: zestawienie upadłości Centralnego Ośrodka Informacji Gospodarczej [<http://www.coig.com.pl/lista-upadlosci-firm.php>].

Na podstawie tak przygotowanych danych opracowano macierz korelacji poszczególnych czynników (tab. 3).

Z poniższej analizy można wyciągnąć kilka wniosków. Po pierwsze, badane czynniki wewnętrzne (okres spłaty zobowiązań, wskaźnik płynności bieżącej), pomimo że odgrywają niebagatelne znaczenie w ocenie kondycji finansowej przedsiębiorstw, mają mniejszy wpływ na liczbę upadłości od analizowanych czynników makroekonomicznych. To z kolei pokazuje, że samo zarządzanie płynnością oraz skupienie się wyłącznie na zarządzaniu ryzykiem płynności nie jest czynnikiem decydującym i samo w sobie może nie uchronić przedsiębiorstw przed kryzysem prowadzącym do upadłości. W związku z tym należałoby poszukiwać nowych wskaźników i obszarów analizy finansowej, które miałyby większe zdolności predykcyjne, jak na przykład grupa wskaźników wypłacalności⁴.

Tablica 2. Upadłości w Polsce w latach 2012–2016

	2016	2015	2014	2013	2012
liczba upadłości	605	750	807	888	880
liczba przedsiębiorstw ogółem (koniec roku)	4 184 409	4 119 671	4 070 259	3 975 334	3 869 897
wskaźnik upadłości	0,00014458	0,00018205	0,000198	0,00022338	0,0002274

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych o podmiotach REGON w GUS.

⁴ Podobne wnioski zostały wyciągnięte w raporcie *Upadłości i restrukturyzacje w Polsce. Wskaźniki prognozujące trudności finansowe oraz wybrane skutki zmian w przepisach z zakresu upadłości i restrukturyzacji*, PwC, kwiecień 2017 [<https://www.pwc.pl/pl/pdf/upadlosci-restrukturyzacje-w-polsce-2017-raport-pwc.pdf>].

Tablica 3. Macierz korelacji

	wskaźnik upadłości	stopa wzrostu pkb r/r	stopa inflacji r/r	kapitalizacja gpw	stopa bezrobocia	okres spł. zob.	wskaźnik płynności I st.
wskaźnik upadłości	-						
stopa wzrostu pkb r/r	-0,41	-					
stopa inflacji r/r	0,83	-0,26	-				
kapitalizacja gpw	-0,61	0,58	-0,84	-			
stopa bezrobocia	0,88	-0,49	0,61	-0,55	-		
okres spł. zob.	0,65	-0,27	0,93	-0,80	0,33	-	
wskaźnik płynności I st.	-0,50	0,38	-0,86	0,88	-0,24	-0,96	-

Źródło: Opracowanie własne.

Po drugie, spośród czynników makroekonomicznych na ryzyko upadłości największy wpływ został wykazany w przypadku stopy inflacji w ujęciu rocznym oraz stopy bezrobocia, przy stosunkowo niskim współczynniku korelacji ze stopą wzrostu PKB. Pokazuje to, że najpopularniejszy wskaźnik oceniający kondycję gospodarki jest niewystarczający w ocenie ryzyka upadłości przedsiębiorstw w analizowanych sektorach oraz implikuje kilka hipotez dotyczących przyczyn takiego zjawiska. Otóż wysoka dodatnia korelacja między stopą inflacji a ryzykiem (liczbą) upadłości może być spowodowana potencjalnymi czynnikami rynku pieniężnego charakterystycznymi dla sytuacji wysokiego wzrostu gospodarczego i inflacji. Z jednej strony systematyczny wzrost inflacji powodowany zwiększonym popytem towarzyszy z reguły podnoszeniu stóp procentowych. To z kolei znacząco wpływa na zdolności płatnicze przedsiębiorstw korzystających z kredytu bankowego, co w przypadku polskiej gospodarki finansowanej głównie instrumentami dłużnymi może mieć duże znaczenie. To spostrzeżenie prowadzi do wniosku, że polskie przedsiębiorstwa mogą niedostatecznie dobrze zarządzać ryzykiem płynności oraz ryzykiem stopy procentowej. Klóci się to jednak z danymi empirycznymi, bowiem w analizowanym okresie wartość stóp procentowych NBP ulegała systematycznemu obniżaniu. Należałoby zatem poszukiwać innych przyczyn tego zjawiska i jest to sygnał do rozpoczęcia gruntowniejszych badań naukowych. W związku z powyższym w przypadku spodziewanego kryzysu przedsiębiorstwo

powinno prowadzić działania prowadzące do ograniczania ryzyka płynności poprzez proces, na który składają się [Rzeczycka, 2016, s. 76]:

- identyfikowanie sytuacji płynnościowej przedsiębiorstwa,
- wykorzystywanie rezerwy płynnościowej w działalności przedsiębiorstwa,
- zarządzanie aktywami w celu ich upłynnienia,
- zarządzanie pasywami jako źródłem finansowania majątku firmy zgodnie z przyjętą strategią zarządzania płynnością.

Jednakże, jak pokazuje powyższe badanie, nie należy ograniczać się do działań zmierzających wyłącznie do ograniczania ryzyka płynności. W obliczu takich danych można wyciągnąć wniosek, że przedsiębiorstwa, które ogłosiły upadłość, były niedostatecznie dopasowane do warunków panujących w otoczeniu. Bowiern pogorszeniu warunków ogólnogospodarczych towarzyszył systematyczny wzrost wskaźnika upadłości. Pokazuje to, że samo zarządzanie płynnością *ad hoc* może mieć niedostateczny skutek, nawet w przypadku podjęcia działań restrukturyzacyjnych, i choć jest jednym z najważniejszych i najpilniejszych działań organów przedsiębiorstwa w przypadku zaistnienia kryzysu to bez podjęcia innych działań o charakterze strategicznym, w tym holistycznego zarządzania ryzykiem, takie działanie ma mniejsze szanse skutecznej realizacji. Powyższe badanie wskazuje również na ważną rolę ryzyka rynkowego, którego ograniczenie mogłoby uchronić przedsiębiorstwo przed okresem dekonunktury, różnicy kursów walutowych, spadków marży, pojawieniem się nowych konkurentów lub spadkiem popytu na towary i usługi. Jednak wskazanie konkretnych rodzajów ryzyk w tym zakresie oraz określenie ich wagi wymagałoby prowadzenia dalszych, pogłębionych badań.

Zakończenie

Zarządzanie ryzykiem jest jednym z najważniejszych podsystemów zarządzania w przedsiębiorstwach w warunkach współczesnej, zmiennej gospodarki. Posiada ono dwojaką rolę w przypadku wystąpienia sytuacji kryzysowych w przedsiębiorstwie. Po pierwsze, posiada zdolności predykcyjne, a jego odpowiednie identyfikowanie i pomiar pozwala na określenie prawdopodobieństwa wystąpienia nieoczekiwanych zdarzeń (*probability of default*) oraz ewentualnej utraty wartości aktywów w wyniku zrealizowanego zdarzenia (*loss given default*). Po drugie, w przypadku znalezienia się przedsiębiorstwa w sytuacji kryzysowej zarządzanie ryzykiem jest jednym z kluczowych narzędzi do zdiagnozowania strategicznej i operacyjnej kondycji przedsiębiorstwa oraz umożliwia podjęcie odpowiednich działań korygujących. Badanie jednak wykazało, że samo skupianie się na ryzyku płynności jest niewystarczającym narzędziem skutecznej restrukturyzacji.

Powinno się ono odbywać przy zastosowaniu podsystemu zarządzania ryzykiem ze szczególnym uwzględnieniem ryzyka rynkowego.

Literatura

- Altman E. (1968), *Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*, „Journal of Finance”, Vol. 23, No. 4.
- Bauer K. (2010), *Kryzys finansowy a restrukturyzacja przedsiębiorstw w stanie upadłości*, „Prace Komisji Geografii Przemysłu Polskiego Towarzystwa Geograficznego”, nr 15, Warszawa–Kraków.
- Beerbühl M.S. (2008), *The Risk of Bankruptcy among German Merchants in Eighteenth-century England*, w: K. Gratzner, D. Stiefel (eds.), *History of Insolvency and Bankruptcy History of Insolvency and Bankruptcy from an International Perspective*, Södertörns.
- Bešvir B. (2010), *Bonitest – brza provjera boniteta poduzetnika*, „Računovodstvo, revizija i financije”, nr 11.
- Capiga M. (2010), *Zarządzanie bankiem*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Freifalts M., Pettere G., Voronova I. (2018), *Company's solvency assessment methods: Simple assessment model adaptation*, Conference Paper.
- Guatri L. (1996), *Turnaround. declino, crisi e ritorno al valore*, EGEA.
- Hołda A. (2001), *Prognozowanie bankructwa jednostki w warunkach gospodarki polskiej z wykorzystaniem funkcji dyskryminacji Zh*, „Rachunkowość”, nr 5.
<http://www.coig.com.pl/lista-upadlosci-firm.php>, dostęp: 15.04.2018.
https://rachunkowosc.com.pl/wskazniki_finansowe_przedsiębiorstw, dostęp: 15.04.2018.
- Jasiński Z. (1992), *Restrukturyzacja systemu zarządzania przedsiębiorstwem*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa”, nr 8.
- Kralicek P. (1993), *Základy finančního hospodaření*, Přeložil Josef Spal, Praha.
- Maciejczak M. (2008), *Ocena Indeksów Wczesnego Ostrzegania na przykładzie Testu Szybkiego i Indeksu Zh. Czy wyniki zależą od zastosowanej metody?*, „Zeszyty Naukowe SGGW – Ekonomia i Organizacja Gospodarki Żywnościowej”, nr 64.
- Mozalewski M. (2010), *Rodzaje i metody restrukturyzacji przedsiębiorstw*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny”, nr 2.
- Munoz-Izquierdo N., Camacho-Miñano M., Segovia-Vargas M., Pascual-Ezama D. (2018), *Is the External Audit Report Useful for Bankruptcy Prediction? Evidence Using Artificial Intelligence*, Madrid.
- Nalepka A. (1999), *Restrukturyzacja przedsiębiorstwa: zarys problematyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Kraków
- Pasieczny J. (2013), *Ryzyko w procesach restrukturyzacji*, „Zarządzanie i Finanse”, nr 4.
- Pepe G. (2018), *Company crisis, forecasting models and recovery plans*, Salerno.
- Rzeczycka A., Golawska-Witkowska G. (2017), *Ryzyko płynności a poziom płynności finansowej przedsiębiorstw w Polsce*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Sectio H Oeconomica”, nr 5.

- Rzeczycka A. (2016), *Płynność w działalności przedsiębiorstw. Zarządzanie i ryzyko*, Wydawnictwo Politechniki Gdańskiej, Gdańsk.
- Solarz J.K. (2011), *Wycena ryzyka przedsiębiorstwa w: M. Panfil, A. Szablewski, Wycena przedsiębiorstwa*, Poltext, Warszawa.
- Suszyński C. (1999), *Restrukturyzacja przedsiębiorstw. Proces zarządzania zmianami*, PWE, Warszawa.
- Świerk J., Banach A. (2013), *Upadłość polskich przedsiębiorstw w latach 2009–2012*, „Zarządzanie i Finanse”, nr 2, cz. 2.
- Upadłości i restrukturyzacje w Polsce. Wskaźniki prognozujące trudności finansowe oraz wybrane skutki zmian w przepisach z zakresu upadłości i restrukturyzacji* (2017), PwC, <https://www.pwc.pl/pl/pdf/upadlosci-restrukturyzacje-w-polsce-2017-raport-pwc.pdf>.

Streszczenie

Występowanie kryzysów w gospodarce rynkowej to zjawisko normalne. Wynika ono z jednej strony z zaistnienia czynników rynkowych, z drugiej – z niewłaściwego dopasowania przedsiębiorstwa do tych zmian. Nieodpowiednie zarządzanie przedsiębiorstwem, w tym zarządzanie ryzykiem, może doprowadzić do sytuacji kryzysowej w przedsiębiorstwie, która ostatecznie może skutkować utratą płynności i jego upadłości. Artykuł stanowi próbę odpowiedzi na pytanie, jaką rolę pełni zarządzanie ryzykiem w procesie restrukturyzacji przedsiębiorstwa.

Słowa kluczowe

restrukturyzacja, ryzyko, zarządzanie, kryzys, płynność

The role of risk management in the restructuring process (Summary)

The occurrence of crises in the economy is a normal phenomenon. On the one hand, it results from the occurrence of market factors, and on the other from the incorrect adjustment of the company to these changes. Inadequate business management, including risk management, may lead to a crisis situation in the company, which may ultimately result in a loss of liquidity and its bankruptcy. The article is an attempt to answer the question what role the risk management plays in the process of company restructuring.

Keywords

restructuring, risk, management, crisis, liquidity

Damian Kaźmierczak*

Wykorzystanie obligacji zamiennych w restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie

Wstęp

Przez cały okres swojej działalności przedsiębiorstwa są narażone na problemy z generowaniem gotówki, do czego mogą przyczynić się m.in. nietrafione decyzje kadry zarządzającej, pogarszająca się sytuacja rynkowa lub zaostrzenie polityki pieniężnej przez bank centralny. Konsekwencją utrzymującego się stanu obniżonej płynności finansowej są kłopoty spółek z regulowaniem bieżących zobowiązań i trudności ze spłatą zapadających kredytów i obligacji. Takie symptomy powinny skłonić zarząd przedsiębiorstwa do zainicjowania procesu restrukturyzacji, która w krótkim terminie pozwoli na uniknięcie niewypłacalności, natomiast w dłuższej perspektywie umożliwi zarządzającym spłatę wszystkich wierzycelności i zapewni spółce kontynuację działalności w oparciu o silne fundamenty ekonomiczne. Już w początkowej fazie restrukturyzacji zarząd powinien skoncentrować swoje wysiłki na dokonaniu przeglądu źródeł finansowania przedsiębiorstwa i przeprowadzić reorganizację jego pasywów, aby dostosować je do bieżącej sytuacji ekonomicznej i uniknąć wszczęcia działań windykacyjnych ze strony wierzycieli. Podejmowane w ramach restrukturyzacji finansowej aktywności obejmują m.in. renegocjację spłaty zobowiązań, konsolidację długu, redukcję zadłużenia albo konwersję wierzycelności na udziały lub akcje (*debt-for-equity swap*). Innym znanym sposobem reorganizacji pasywów jest emisja dłużnych instrumentów hybrydowych, takich jak obligacje zamienne (*convertible bonds*).

Hybrydowa natura obligacji zamiennych, która łączy w sobie cechy kapitału własnego i cechy kapitału obcego, sprawia, że są one chętnie wykorzystywane przez podmioty znajdujące się w trudnej sytuacji finansowej, m.in. do zrefinansowania wyżej oprocentowanych instrumentów dłużnych, przedterminowej spłaty kredytów bankowych lub do sfinansowania nowych inwestycji pozwalających odzyskać rentowność. Pomimo niewątpliwych zalet dłużnego kapitału hybrydowego w procesach naprawczych

* Dr, Katedra Finansów i Strategii Przedsiębiorstwa, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Łódzki, ul. Matejki 22/26, 90-237 Łódź, damian.kazmierczak@uni.lodz.pl

przedsiębiorstw temat ten zajmuje zaskakująco mało miejsca w światowej literaturze przedmiotu. Wprawdzie w wielu badaniach podejmowana jest obecnie problematyka emisji obligacji zamiennych przez instytucje bankowe, w których wykorzystywany jest mechanizm automatycznej konwersji zadłużenia na kapitał własny w sytuacjach kryzysowych (*contingent convertibles*, CoCos) [m.in. Avdijev i inni, 2015; Ammann i inni, 2015], to badacze niewiele uwagi poświęcają zastosowaniu długu zamiennego w procesach restrukturyzacyjnych przedsiębiorstw niefinansowych [Gillet, De La Bruslerie, 2010]. Podobna sytuacja ma miejsce także w polskich realiach, jednak ze względu na marginalne znaczenie obligacji zamiennych na polskim rynku kapitałowym w porównaniu ze skalą emisji tych instrumentów na świecie [Calamos, 2017] niedostatek wiedzy na temat wykorzystania hybrydowych instrumentów dłużnych przez rodzime podmioty gospodarcze jest widoczny praktycznie na każdym polu [zob. Kaźmierczak, 2018].

Intencją autora jest wypełnienie wskazanej luki badawczej. Celem artykułu jest identyfikacja przyczyn emisji obligacji zamiennych w celach restrukturyzacyjnych realizowanych przez przedsiębiorstwa notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych (dalej: GPW) w Warszawie. Kompleksowa analiza warunków emisji długu zamiennego przeprowadzonych w latach 2009–2017 oraz sytuacji finansowej emitentów pozwoli na udzielenie odpowiedzi na dwa kluczowe pytania. Po pierwsze, jaka jest skala wykorzystania obligacji zamiennych w celach restrukturyzacyjnych na polskim rynku kapitałowym? Po drugie, co motywuje polskie przedsiębiorstwa do wykorzystania długu zamiennego w procesie reorganizacji pasywów?

Należy zaznaczyć, że konkluzje sformułowane na podstawie przeprowadzonej analizy empirycznej wpisują się w światowy nurt badań związanych z problematyką wykorzystania obligacji zamiennych przez współczesne przedsiębiorstwa i uzupełniają wiedzę na temat motywów emisji tych instrumentów przez podmioty gospodarcze z regionu Europy Środkowo-Wschodniej i Polski. Jednocześnie niniejsza praca jest pierwszym opracowaniem podejmującym tematykę zastosowania długu zamiennego w procesach restrukturyzacji finansowej spółek funkcjonujących na polskim rynku kapitałowym i stanowi ważną pozycję przyczyniającą się do zwiększenia świadomości na temat przyczyn emisji dłużnych instrumentów hybrydowych przez krajowe przedsiębiorstwa.

Na podstawie wyników dotychczasowych badań można przypuszczać, że obligacje zamienne mogą być wykorzystywane przez przedsiębiorstwa w procesach restrukturyzacyjnych z dwóch powodów. Po pierwsze, spółki zagrożone bankructwem mogą emitować dług zamienny dla

redukcji kosztów zewnętrznego finansowania [m.in. Bancel i inni, 2009]. Po drugie, podmioty znajdujące się w trudnej sytuacji finansowej mogą wykorzystywać hybrydowe instrumenty dłużne do ograniczenia czasu i kosztów związanych z podwyższeniem kapitał własnego w porównaniu ze zwykłą emisji akcji [m.in. Gomez, Philips, 2012].

Artykuł składa się ze wstępu, czterech części merytorycznych i zakończenia. W części pierwszej dokonano przeglądu literatury związanej z problematyką emisji obligacji zamiennych pod kątem ich wykorzystania w procesach restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw. W części drugiej dokonano opisu próby badawczej i przedstawiono metodykę badania empirycznego. W części trzeciej zaprezentowano wyniki analizy. Część czwarta zawiera dyskusję otrzymanych rezultatów.

1. Przegląd literatury

Specyfika obligacji zamiennych sprawia, że instrumenty te mogą być z powodzeniem wykorzystywane w procesach restrukturyzacyjnych przez przedsiębiorstwa zagrożone utratą wypłacalności. W wielu badaniach ankietowani przedstawiciele kadry zarządzającej wskazują, że kluczową cechą, która skłania ich do podjęcia decyzji o emisji długu hybrydowego, jest jego relatywnie niższe oprocentowanie w porównaniu ze zwykłym długiem korporacyjnym o podobnych parametrach i ryzyku, ale bez wbudowanej opcji konwersji [Bancel, Mittoo, 2004; Brounen i inni, 2006; Bancel i inni, 2009]. Ze względu na dołączoną opcję zamiany posiadanych instrumentów dłużnych na określoną liczbę akcji emitenta obligatariusze są skłonni do akceptacji niższego kuponu procentowego, przez co emisja obligacji zamiennych wydaje się być dobrym rozwiązaniem dla przedsiębiorstw o stosunkowo wyższym ryzyku finansowym [Brennan, Schwartz, 1988] i zagrożonych bankructwem [Stein, 1992]. Spółki dokonujące reorganizacji swoich pasywów mogą wykorzystać środki pochodzące z emisji obligacji zamiennych do spłaty wyżej oprocentowanych kredytów bankowych i innych wyemitowanych instrumentów dłużnych, mając na uwadze, że ewentualna realizacja opcji konwersji przez obligatariuszy zwolni je z obowiązku wykupu długu i dojdzie do redukcji poziomu zadłużenia (najpoważniejszą negatywną konsekwencją konwersji jest rozwodnienie udziałów dotychczasowych akcjonariuszy w kapitale zakładowym emitenta) [Gillet, De La Bruslerie, 2010].

Ponadto z powodu dualnej natury długu zamiennego, który daje obligatariuszom gwarancję zwrotu kapitału i prawo do partycypacji we wzroście wartości rynkowej emitenta, obligacje zamienne często są emitowane przez spółki mające trudności z pozyskaniem zewnętrznego finansowania [Lewis i inni, 2001]. W takim przypadku emisja długu zamiennego jest

adresowana do największych wierzycieli (np. banków) lub instytucji pełniących rolę pożyczkodawców ostatniej szansy, np. funduszy wysokiego ryzyka [Brown i inni, 2012] lub wyspecjalizowanych agencji rządowych (np. polskiej Agencji Rozwoju Przemysłu, ARP).

Inną strategią wykorzystywaną w procesach naprawczych jest przeznaczenie środków pozyskanych z emisji obligacji zamiennych do sfinansowania nowych inwestycji, które mają poprawić rentowność przedsiębiorstwa i ułatwić mu wyjście z kryzysu finansowego [Gillet, De La Bruslerie, 2010]. W zależności od powodzenia planu inwestycyjnego obligatariusze albo zdecydują się na przeprowadzenie konwersji, która poprawi wskaźniki zadłużenia emitenta, albo zrezygnują z zamiany długu na akcje, jednak spółka skorzysta na niższych kosztach obsługi długu. Idea ta bazuje na tzw. koncepcji finansowania sekwencyjnego (*sequential financing hypothesis*), w myśl której obligacje zamienne stanowią znakomite narzędzie do sfinansowania wieloetapowego procesu inwestycyjnego przedsiębiorstwa [Mayers, 1998].

Co więcej, biorąc pod uwagę fakt, że większość obligacji zamiennych wyemitowanych na świecie trafia do grupy wyselekcjonowanych obligatariuszy w oparciu o ofertę prywatną [Calamos, 2017], wiele przedsiębiorstw może dokonywać emisji długu hybrydowego dla ograniczenia czasu i kosztów zwykłej emisji akcji [Huang, Ramirez, 2010; Gomez, Phillips, 2012]. Źródłem takiego modelu finansowania należy upatrywać w koncepcji, w której obligacje zamienne są traktowane przez przedsiębiorstwa zagrożone bankructwem jako korzystna alternatywa dla podwyższenia kapitału własnego za pomocą zwykłej emisji akcji [Stein, 1992].

2. Metodyka badania empirycznego

W badaniu empirycznym wykorzystano dane pochodzące ze specjalnie utworzonej do tego celu bazy danych zawierającej wszystkie zidentyfikowane emisje obligacji zamiennych przeprowadzone w latach 2009–2017 przez spółki notowane w momencie emisji długu hybrydowego na GPW w Warszawie. Stworzono ją na podstawie dostępnych danych obejmujących bieżące i okresowe raporty emitentów (tj. sprawozdania finansowe, komunikaty ESPI i EBI), warunki emisji obligacji oraz komunikaty medialne. Następnie z próby badawczej wyłączono cztery emisje zrealizowane przez trzy spółki zagraniczne notowane na GPW, ale które uplasowały obligacje na rynkach zagranicznych. Ponadto trzy spółki wyemitowały jedną serię obligacji podzieloną na kilka transz, które dla ułatwienia potraktowano jak emisję jednej serii obligacji. W kolejnym etapie próbę badawczą podzielono na dwa podzbiory: 1) emisje przeprowadzone w celach restrukturyzacyjnych (m.in. na odbudowę bazy kapitałowej, refinansowanie zapadających

obligacji i przedterminową spłatę kredytów bankowych) oraz 2) emisje zrealizowane w innych celach, a mianowicie 2a) dla pozyskania funduszy na sfinansowanie nowych inwestycji (m.in. transakcji fuzji i przejęć i rozbudowę mocy wytwórczych) oraz 2b) dla osiągnięcia korzyści podatkowych. Ostatecznie próba badawcza objęła 71 emisji obligacji zamiennych (20 emisji restrukturyzacyjnych i 51 emisji inwestycyjnych i w celach podatkowych) przeprowadzonych przez 38 spółek.

Badanie empiryczne zrealizowano w czterech etapach. W części pierwszej dokonano analizy sektorowo-czasowej polskiego rynku obligacji zamiennych pod kątem uchwycenia tendencji w wykorzystaniu długu hybrydowego przez przedsiębiorstwa w procesach restrukturyzacji finansowej. W części drugiej przyjrzano się parametrom emisji obligacji (wartości emisji, długości okresu zapadalności i wysokości oprocentowania), jak również przeanalizowano sytuację finansową emitentów (pod kątem ich wielkości, poziomu rentowności, zadłużenia i wypłacalności). Dane finansowe przedsiębiorstw pozyskano z ostatnich sprawozdań finansowych z roku poprzedzającego rok emisji długu zamiennego. W części trzeciej zastosowano metodę regresji logistycznej dla weryfikacji, w jaki sposób sytuacja finansowa emitentów wpływa na prawdopodobieństwo emisji długu hybrydowego w celu reorganizacji pasywów. W części czwartej prześledzono adresatów emisji obligacji zamiennych oraz zbadano, czy wyemitowane obligacje zostały przekonwertowane na kapitał własny emitenta (w całości lub w części) lub czy doszło do ich wykupu przez przedsiębiorstwo (w trakcie okresu zapadalności lub w dniu wykupu). Pozwoliło to na ocenę, czy hybrydowe instrumenty dłużne są postrzegane przez polskich emitentów jako alternatywa dla emisji akcji, czy jako substytut dla zwykłego długu.

3. Wyniki badania empirycznego

Wyniki pierwszego etapu badania wskazują, że na emisję długu zamiennego dla celów naprawczych zdecydowało się 10 spółek, które uplasowały na rynku 20 serii obligacji o wartości ok. 0,5 mld. Stanowiło to około jednej czwartej wszystkich obligacji zamiennych wyemitowanych w analizowanym okresie na polskim rynku kapitałowym pod względem liczby i wartości emisji. Ponadto najwięcej emisji obligacji zamiennych w procesach restrukturyzacji finansowej zostało przeprowadzonych w 2009 r. (3 emisje o wartości ok. 160 mln zł) oraz w latach 2012–2013 (12 emisji o wartości prawie 200 mln zł), natomiast w ostatnim czasie zaobserwowano spadek liczby emisji ratunkowych (tab. 1).

Tablica 1. Emisje obligacji zamiennych w Polsce w latach 2009–2017

Rok	Liczba emisji			Wartość emisji (w mln PLN)		
	Restrukturyzacja	Inne	Σ	Restrukturyzacja	Inne	Σ
2009	3	5	8	160,2	181,5	341,6
2010	–	10	10	–	204,4	204,4
2011	–	9	9	–	361,6	361,6
2012	5	9	14	70,7	194,7	265,4
2013	7	5	12	132,9	203,7	336,6
2014	1	4	5	81,5	217,1	298,6
2015	2	4	6	21,0	32,5	53,5
2016	1	5	6	5,0	11,7	16,7
2017	1	–	1	14,5	–	14,5
Σ	20	51	71	485,8	1407,1	1892,9

Źródło: Obliczenia na podstawie własnej bazy danych.

Wyniki analizy sektorowej pokazują, że restrukturyzację pasywów za pomocą długu zamiennego najczęściej przeprowadzały 1) podmioty działające w sektorach podlegającym cyklicznym wahaniom koniunkturalnym (*consumer cyclical*) (5 emisji: LPP, Redan 2x, Bytom, Sfinks), 2) przedsiębiorstwa z sektorów odpornych na zmiany koniunktury (*consumer non-cyclical*), choć należy podkreślić, że wszystkie emisje zostały zrealizowane przez tylko jedną spółkę (7 emisji: Miraculum 7x) oraz 3) duże konglomeraty przemysłowe (*industrials*) (3 emisje: Trakcja, Polimex-Mostostal 2x). Pozostałymi emitentami długu zamiennego w celach ratunkowych były przedsiębiorstwa z sektora finansowego (3 emisje: DM IDM 3x), ochrony zdrowia (1 emisja: Adiuvo) i materiałów podstawowych (1 emisja: Ergis-Eurofilms) (tab. 2).

W następnej części badania dokonano analizy parametrów obligacji zamiennych (tab. 3). Po pierwsze, dostrzeżono, że spółki giełdowe decydujące się na reorganizację pasywów za pomocą obligacji zamiennych przeprowadzają emisje o stosunkowo niewielkiej wielkości, zarówno w ujęciu nominalnym (ok. 10 mln zł, $U = 468$; $p = 0,591$), jak i w stosunku do wartości swoich aktywów ($U = 320$; $p = 0,034$). Po drugie, podmioty wykorzystujące obligacje w celach restrukturyzacyjnych emitują obligacje z okresem zapadalności średnio o rok dłuższym niż obligacje emitowane z myślą o pozyskaniu funduszy na sfinansowanie inwestycji lub do celów podatkowych (3,5 roku wobec 2,5 roku) ($U = 337$; $p = 0,033$). Po trzecie, przeciętny kupon obligacji emitowanych w procesie restrukturyzacji finansowej jest o ponad trzy punkty procentowe niższy od oprocentowania obligacji emitowanych z innych przyczyn ($U = 272$; $p = 0,019$).

Tablica 2. Emisje obligacji zamiennych z lat 2009–2017 w ujęciu sektorowym

Sektor	Liczba emitentów			Liczba emisji			Wartość emisji (mln PLN)		
	Restr.	Inne	Σ	Restr.	Inne	Σ	Restr.	Inne	Σ
1. Konsum. cykliczny	4	9	13	5	13	18	147,0	365,5	512,5
2. Konsum. niecykl.	1	1	2	7	4	11	59,3	251,8	311,1
3. Przemysłowy	2	1	3	3	2	5	194,5	91,4	285,9
4. Finansowy	1	9	10	3	22	25	50,0	500,5	550,5
5. Ochrony zdrowia	1	1	2	1	1	2	5,0	99,8	104,8
6. Materiałów podst.	1	1	2	1	1	2	30,0	4,8	34,8
7. Energetyczny	–	4	4	–	6	6	–	87,5	87,5
8. Technologiczny	–	2	2	–	2	2	–	5,8	5,8
Razem	10	28	38	20	51	71	485,8	1407,1	1892,9

Uwagi: Sektor emitenta zgodny z Thomson Reuters Business Classification (TRBC).

Objaśnienia: „konsum. cykliczny” – sektor konsumencki cykliczny; „konsum. niecykl.” – sektor konsumencki niecykliczny; „materiałów podst.” – materiałów podstawowych; „restr.” – restrukturyzacja.

Źródło: Obliczenia na podstawie własnej bazy danych.

Tablica 3. Warunki emisji obligacji zamiennych

Zmienna	Cel emisji	n	Średnia	Mediana	SD	p
Wartość emisji	Restrukt.	20	24,290	10,194	36,176	0,591
	Pozostałe	51	27,590	14,000	33,851	
Wartość emisji/ Aktywa	Restrukt.	20	0,074	0,050	0,077	0,034*
	Pozostałe	50	0,346	0,075	1,255	
Okres zapadalności	Restrukt.	20	1387,000	1278,500	1201,607	0,033*
	Pozostałe	50	796,540	912,500	401,909	
Kupon	Restrukt.	18	0,076	0,068	0,031	0,019*
	Pozostałe	46	0,093	0,100	0,031	

Uwagi: SD – odchylenie standardowe, p – prawdopodobieństwo w teście Manna-Whitneya; * p < 0,05.

Objaśnienia: „restrukt.” – restrukturyzacja.

Źródło: Obliczenia na podstawie własnej bazy danych.

W następnej kolejności przeanalizowano sytuację finansową emitentów obligacji zamiennych (tab. 4). Po pierwsze, wyniki analizy pokazują, że emisje obligacji w procesach restrukturyzacyjnych przeprowadzają silnie niedowartościowane spółki z sektora średnich i dużych, których przeciętna kapitalizacja rynkowa stanowi niewiele ponad jedną czwartą całkowitej

wartości aktywów (mediana kapitalizacji ok. 44 mln zł przy ok. 160 mln zł aktywów). Po drugie, zaobserwowano, że są to przedsiębiorstwa zdecydowanie bardziej zadłużone w porównaniu z pozostałymi emitentami obligacji zamiennych (mediana całkowitej wartości zobowiązań w stosunku do aktywów 72,9% wobec 42,3%, $U = 221$; $p < 0,001$). Podmioty te charakteryzują się także dwukrotnie wyższym poziomem dźwigni finansowej (mediana 3,485 wobec 1,732; $U = 230$; $p = 0,001$), a zysk operacyjny powiększony o amortyzację nie pokrywa kosztów obsługi zadłużenia (mediana EBITDA/Odsetki $-2,996$ wobec $0,428$; $U = 311$; $p = 0,029$). Po trzecie, uwagę zwraca poziom strat generowanych przez emitentów znajdujących się w restrukturyzacji: ich działalność jest zupełnie nierentowna już na poziomie operacyjnym (mediana $-6,9\%$), a przeciętna rentowność kapitału własnego przyjmuje bardzo wysokie wartości ujemne (mediana $-56,2\%$).

Tablica 4. Parametry finansowe emitentów obligacji zamiennych

Zmienna	Cel emisji	n	Średnia	Mediana	SD	p
Aktywa	Restrukt.	20	655,957	160,466	912,240	0,277
	Pozostałe	51	374,924	194,097	571,184	
Kapitalizacja	Restrukt.	20	200,872	44,111	436,261	0,357
	Pozostałe	51	202,688	69,046	273,863	
Dług/Aktywa	Restrukt.	20	0,757	0,729	0,293	<0,001***
	Pozostałe	51	0,499	0,423	0,292	
Dźwignia finansowa	Restrukt.	20	3,839	3,485	2,446	0,001**
	Pozostałe	49	2,002	1,732	1,863	
EBITDA/Odsetki	Restrukt.	20	-1,138	-2,996	4,217	0,029*
	Pozostałe	47	0,652	0,428	5,107	
Marża EBIT	Restrukt.	20	-0,536	-0,069	0,975	0,009**
	Pozostałe	45	0,420	0,108	4,481	
ROE	Restrukt.	20	-0,563	-0,562	0,654	<0,001***
	Pozostałe	51	0,258	0,079	1,597	

Uwagi: „Aktywa” i „Kapitalizacja” są podawane w mln PLN. „Dług/Aktywa” jest liczony jako wartość zobowiązań podzielona przez wartość aktywów. „Dźwignia finansowa” to wartość aktywów podzielona przez wartość kapitału własnego. „EBITDA/Odsetki” to suma zysku operacyjnego i amortyzacji podzielona przez koszty finansowe. „Marża EBIT” to marża operacyjna przedsiębiorstwa obliczona jako iloraz zysku operacyjnego i przychodów ze sprzedaży. „ROE” to rentowność kapitału obcego liczona jako iloraz zysku netto i kapitału własnego.

Objaśnienia: „restrukt.” – restrukturyzacja.

SD – odchylenie standardowe, p – prawdopodobieństwo w teście Manna-Whitneya;

* $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$.

Źródło: Obliczenia na podstawie własnej bazy danych.

W kolejnym etapie badania za pomocą modelu regresji logistycznej oszacowano wpływ wybranych parametrów finansowych emitentów na prawdopodobieństwo emisji obligacji w celach restrukturyzacyjnych (zmienna objaśniana przyjmowała wartości „1” przy emisjach restrukturyzacyjnych i „0” dla emisji zrealizowanych z innych przyczyn). W modelu wykorzystano pięć zmiennych niezależnych: „Dług/Aktywa”, „Dźwignia finansowa”, „EBITDA/Odsetki”, „Marża EBIT” i „ROE”. Zgodnie z oczekiwaniami wyniki regresji logistycznej pokazały, że spółki bardziej zadłużone i mniej rentowne z większym prawdopodobieństwem będą emitowały obligacje zamienne w celach naprawczych (tab. 5). Testy chi-kwadrat i Hosmera-Lemeshowa wskazują na dobre dopasowanie modelu, który poprawnie klasyfikuje ok. 84% emisji obligacji i wyjaśnia ok. 61% wariancji zmiennej zależnej.

Tablica 5. Czynniki wpływające na prawdopodobieństwo emisji obligacji zamiennych w procesach restrukturyzacji – wyniki regresji logistycznej

Zmienna	B	SE	Wald	df	p	Exp(B)
Dług/Aktywa	5,008	1,794	7,792	1	0,005**	149,553
ROE	-4,642	1,484	9,782	1	0,002**	0,010
Stała	-4,455	1,273	12,239	1	<0,001***	0,012
Chi kwadrat modelu [df]	35,499 [2]					
% Poprawnych klasyfikacji	83,900					
R-kwadrat Nagelkerkego	0,609					

Uwagi: SE – błąd standardowy, ** p < 0,01; *** p < 0,001.

Źródło: Obliczenia na podstawie własnej bazy danych.

W ostatniej części badania prześledzono adresatów emisji obligacji zamiennych oraz przeanalizowano, jaki był udział obligacji, które zostały przekonwertowane przez obligatariuszy na kapitał własny. Analizę przeprowadzono w oparciu o nową próbę obejmującą 62 emisje obligacji, która powstała po wyeliminowaniu wciąż aktywnych instrumentów oraz emisji, w których zabrakło informacji na temat ich ewentualnej konwersji lub wykupu przez emitenta. Zaobserwowano, że większość obligacji zamiennych emitowanych na polskim rynku trafia na podstawie umów restrukturyzacyjnych do dotychczasowych obligatariuszy (głównie instytucji bankowych) lub największych wierzycieli w ramach spłaty wymagalnych zobowiązań. W dwóch przypadkach (2 emisje Polimex Mostostalu) obligacje zostały objęte przez Agencję Rozwoju Przemysłu (ARP). Co więcej, prawie wszystkie obligacje zostały uplasowane na rynku w ramach oferty prywatnej. Zauważono także, że niemal wszystkie obligacje wyemitowane w procesach naprawczych (15 na 18 emisji) zostały zamienione na akcje

emitenta przez obligatariuszy (w całości lub w części), a w przypadku ponad połowy z nich do konwersji doszło już w pierwszym tygodniu po emisji długu. Jedynie trzy serie obligacji zostały wykupione przez emitenta w terminie lub przed terminem zapadalności.

4. Dyskusja

Wyniki analizy polskiego rynku obligacji zamiennych i zmian, które zachodziły na nim w ciągu ostatniej dekady, prowadzą do kilku wniosków. Po pierwsze, okazuje się, że w badanym okresie co czwarta obligacja zamienna wyemitowana na polskim rynku kapitałowym była wykorzystywana w procesach restrukturyzacji finansowej przez duże, mocno zadłużone i nierentowne podmioty działające w sektorach: odzieżowym (Redan 2x, LPP, Bytom), gastronomicznym (Sfinks), kosmetycznym (Miraculum 7x), budownictwa przemysłowego i inżynierii lądowej (Trakcja, Polimex Mostostal 2x), finansowym (DM IDM 3x), tworzyw sztucznych (Ergis-Eurofilms) i ochrony zdrowia (Adiuvo). Stosunkowo niewielka liczba obligacji zamiennych wyemitowanych w celach ratunkowych zaprzecza potocznej opinii jakoby dług hybrydowy był wykorzystywany przez podmioty jedynie w ostateczności dopiero po wyczerpaniu innych możliwości pozyskania kapitału. Przeciwnie, aż trzy czwarte emisji na polskim rynku obligacji zamiennych jest przeprowadzanych z myślą o pozyskaniu kapitału na sfinansowanie nowych inwestycji lub dla osiągnięcia korzyści podatkowych.

Po drugie, wyniki badania pokazały, że prawie wszystkie obligacje zamienne wyemitowane w celach restrukturyzacyjnych zostały przekonwertowane na kapitał własny emitenta, a w przypadku ponad połowy z nich do konwersji doszło już w pierwszym tygodniu po emisji długu. Takie spostrzeżenie silnie wspiera tezę, że emitentom zależało na szybkim dokapitalizowaniu spółki, a decyzja o emisji obligacji zamiennych mogła być podyktowana chęcią ograniczenia czasu i kosztów zwykłej emisji akcji [Huang, Ramirez, 2010; Gomez, Philips, 2012]. Jest to tym bardziej prawdopodobne, że niemal wszystkie emisje zostały uplasowane na rynku w oparciu o relatywnie mniej czasochłonną ofertę niepubliczną.

Po trzecie, zaobserwowano dość zaskakującą prawidłowość, która wskazuje, że obligacje zamienne wykorzystywane w celach ratunkowych są sprzedawane ze znacznie niższym kuponem procentowym niż obligacje emitowane przez spółki znajdujące się w znakomitej sytuacji finansowej. Przyczyny takiego stanu rzeczy należy doszukiwać się w dołączonej do obligacji zamiennych opcji konwersji, która sprawia, że dług hybrydowy jest oferowany potencjalnym inwestorom z niższym oprocentowaniem niż zwykłe obligacje korporacyjne o podobnych parametrach i ryzyku, ale bez

wbudowanej opcji zamiany [Bancel, Mittoo, 2004; Brounen i inni, 2006; Bancel i inni, 2009]. Dokładnie ten atrybut starają się wykorzystywać niektóre polskie spółki, które za pomocą relatywnie tańszego długu zamiennego próbują refinansować wyżej oprocentowane instrumenty dłużne i kredyty bankowe. W takim przypadku w ogóle nie dochodziło do konwersji obligacji lub były one zamieniane na kapitał własny emitenta dopiero w pewnym czasie po emisji długu.

Po czwarte, zauważono, że najczęściej emitowanych obligacji zamiennych trafia do instytucji finansujących emitenta lub jego największych wierzycieli w ramach oferty prywatnej. Zdecydowanie rzadziej emisje są adresowane do wyspecjalizowanych agencji rządowych (np. ARP). Ponadto, w przeciwieństwie do dojrzałych rynków kapitałowych, w naszym kraju nie upowszechniła się jeszcze sprzedaż obligacji zamiennych funduszom hedgingowym [Brown i inni, 2012].

Po piąte, dostrzeżono, że w ostatnich latach doszło do wyraźnego spadku liczby emisji obligacji zamiennych przeprowadzanych w celach restrukturyzacyjnych (tylko 5 emisji w latach 2014–2017 wobec 7 emisji w 2013 r. i 5 emisji w 2012 r.). Nie można wykluczyć, że wynika to z rekordowo niskiego poziomu stóp procentowych utrzymywanego przez Narodowy Bank Polski od początku 2015 r. Polityka taniego pieniądza może zachęcać przedsiębiorstwa do zaciągania tańszych kredytów bankowych lub do przeprowadzania emisji niżej oprocentowanych obligacji korporacyjnych bez wbudowanej opcji konwersji.

Po szóste, pewne wątpliwości może budzić niewielka próba badawcza (71 emisji), która mogła wpłynąć negatywnie na otrzymane wyniki i skutkować wysnuciem nieodpowiednich wniosków, choć należy zaznaczyć, że obejmuje ona wszystkie zidentyfikowane emisje obligacji zamiennych od 2009 r. Ponadto wyniki badania mogły do pewnego stopnia zostać zniekształcone przez dużą liczbę emisji obligacji przeprowadzonych przez tylko kilku emitentów (np. aż 7 emisji ratunkowych zostało zrealizowanych przez jedną spółkę Miraculum). Wydaje się jednak, że w każdym z takich przypadków przedsiębiorstwa dokonywały emisji obligacji w różnych latach, będąc w innej sytuacji finansowej, a wykluczenie tych emisji z próby badawczej nie pozwoliłoby na ukazanie specyfiki niedojrzałego rynku długu zamiennego w Polsce.

Zakończenie

Celem artykułu była identyfikacja przyczyn, którymi kierują się przedsiębiorstwa notowane na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych przy podejmowaniu decyzji o wykorzystaniu obligacji zamiennych w procesach restrukturyzacji finansowej. Wyniki przeprowadzonej

analizy wpisują się w najnowsze trendy badawcze dotyczące emisji długu hybrydowego przez podmioty gospodarcze, pogłębiają wiedzę na temat przesłanek emisji długu zamiennego na polskim rynku kapitałowym oraz uzupełniają krajową literaturę o opracowanie podejmujące ważny aspekt zastosowania długu hybrydowego w procesach naprawczych przedsiębiorstw niefinansowych. Na podstawie wyników analizy 71 emisji obligacji zamiennych przeprowadzonych w latach 2009–2017 przez 38 spółek giełdowych sformułowano kilku ważnych wniosków.

Po pierwsze, jedynie co czwarta obligacja zamienna emitowana na polskim rynku kapitałowym na przestrzeni ostatniej dekady jest wykorzystywana w procesach restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw. Emisje takich obligacji najczęściej są oferowane instytucjom finansującym lub największym wierzycielom w ramach oferty prywatnej. Zdecydowana większość obligacji zamiennych jest sprzedawana na rodzimym rynku z myślą o pozyskaniu funduszy na realizację nowych inwestycji lub osiągnięciu korzyści podatkowych dostępnych w polskim systemie prawnym.

Po drugie, emitentami długu zamiennego w celach restrukturyzacyjnych są duże, mocno zadłużone, nierentowne i niewypłacalne podmioty, które wykorzystują dług hybrydowy najprawdopodobniej jako relatywnie tańszy i mniej czasochłonny sposób na podwyższenie kapitału własnego w porównaniu z emisją akcji. Pewna grupa spółek traktuje obligacje zamienne także jako instrument umożliwiający ograniczenie kosztów zewnętrznego finansowania. Za ich pomocą emitenci dokonują przedterminowej spłaty wyżej oprocentowanych obligacji i kredytów bankowych i zastępują je relatywnie tańszym kapitałem hybrydowym, który stosunkowo szybko może zostać przekształcony w bezzwrotny kapitał własny.

Po trzecie, w ostatnich latach doszło do spadku liczby emisji długu hybrydowego w procesach restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw, do czego mogła przyczynić się polityka taniego pieniądza realizowana przez Narodowy Bank Polski, która zwiększyła atrakcyjność innych form zewnętrznego finansowania, np. kredytów bankowych lub zwykłych obligacji.

Literatura

- Ammann M., Blickle K., Ehmann C. (2015), *Announcement Effects Of Contingent Convertible Securities: Evidence From The Global Banking Industry*, „Working Papers On Finance”, No. 25, Swiss Institute Of Banking And Finance.
- Avdjiev S., Bolton P., Jiang W., Kartasheva A., Bogdanova B. (2015), *Coco bond issuance and bank funding costs*, „BIS and Columbia University Working Paper”.
- Bancel F., Mittoo U. (2004), *Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms*, „Financial Management”, Vol. 33, No. 4.

- Bancel F., Mittoo U., Zhang Z. (2009), *The Geography of European Convertible Bonds: Why Firms Issue Convertibles?*, „Working Paper, ESCP European Business School Berlin, University of Manitoba, University of Regina”.
- Brennan M., Schwartz E. (1988), *The Case for Convertibles*, „Journal of Applied Corporate Finance”, Vol. 1, No. 2.
- Brounen D., Jong A., Koedijk K. (2006), *Capital Structure in Europe: Survey Evidence*, „Journal of Banking and Finance”, Vol. 30, No. 5.
- Brown S., Grundy B., Lewis C., Verwijmeren P. (2012), *Convertibles and Hedge Funds as Distributors of Equity Exposure*, „The Review of Financial Studies”, Vol. 25, No. 10.
- Calamos J. (2017), *Convertible Securities. Structures, Valuation, Market Environment, and Asset Allocation*, Calamos Investments LPP, Naperville.
- Gillet R., De La Bruslerie H. (2010), *The consequences of issuing convertible bonds: Dilution and/or financial restructuring?*, „European Financial Management”, Vol. 16, No. 4.
- Gomes A., Philips G. (2012), *Why Do Public Firms Issue Private and Public Securities?*, „Journal of Financial Intermediation”, Vol. 21, No. 4.
- Huang R., Ramirez G. (2010), *Speed of Issuance, Lender Specialization, and the Rise of the 144A Market*, „Financial Management”, Vol. 39, No. 2.
- Kaźmierczak D. (2018), *Cheap Debt or Delayed Equity? The Motives for the Use of Convertible Bonds By Companies in Poland*, conference: „New Challenges of Economic and Business Development”, University of Latvia, Riga, May 10–12.
- Lewis C., Rogalski R., Seward J. (2001), *The long-run performance of firms that issue convertible debt: an empirical analysis of operating characteristics and analyst forecasts*, „Journal of Corporate Finance”, Vol. 7, No. 4.
- Mayers D. (1998), *Why Firms Issue Convertible Bonds: The Matching of Financial and Real Investment Options*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 47, No. 1.
- Stein J. (1992), *Convertible Bonds as Backdoor Equity Financing*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 32, No. 1.

Streszczenie

Celem artykułu jest identyfikacja przyczyn emisji obligacji zamiennych w procesach restrukturyzacyjnych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Analiza 71 emisji obligacji przeprowadzonych w latach 2009–2017 przez 38 przedsiębiorstw giełdowych wykazała, po pierwsze, że jedynie co czwarta obligacja zamienna jest emitowana na polskim rynku kapitałowym w celach ratunkowych, a emisje najczęściej są oferowane instytucjom finansującym i największym wierzycielom emitenta w ramach oferty prywatnej. Po drugie, na wykorzystanie obligacji zamiennych do reorganizacji pasywów decydują się duże, mocno zadłużone, nierentowne i niewypłacalne podmioty, które traktują dług zamienny najczęściej jako tańszy i szybszy sposób na podwyższenie kapitału własnego w stosunku do emisji akcji. Pewna grupa spółek wykorzystuje relatywnie tańsze obligacje zamienne do refinansowania wyżej oprocentowanych kredytów bankowych i zwykłych obligacji. Po trzecie, w ostatnich latach zaobserwowano

spadek liczby emisji obligacji zamiennych w celach restrukturyzacyjnych, co po części można tłumaczyć polityką taniego pieniądza realizowaną przez polski bank centralny.

Słowa kluczowe

finanse przedsiębiorstw, restrukturyzacja finansowa, obligacje zamienne, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

The Use of Convertible Bonds in Financial Restructuring of Companies Listed on the Warsaw Stock Exchange (Summary)

The aim of the article is to identify the motives behind the use of convertible bonds in the financial restructuring process of public companies listed on the Warsaw Stock Exchange. Empirical examination of 71 convertible sales conducted between 2009 and 2017 by 38 issuers leads to a number conclusions. First, only one fourth of convertibles in the Polish capital market are issued for restructuring purposes and they are usually sold to financial institutions and main creditors of the issuers through private offerings. Second, it seems that companies using convertibles in recovery process are big, highly leveraged, unprofitable and insolvent entities which treat hybrid debt as backdoor equity financing to reduce time and costs of selling common stock. Some firms also use relatively cheaper convertible bonds to restructure their liabilities by prematurely redeeming higher coupon corporate bonds and bank credits. Third, there has been a drop in the number of convertible issues carried out for restructuring purposes, which may be partly explained by the expansionary monetary policy carried out by the Polish central bank.

Keywords

corporate finance, financial restructuring, convertible bonds, Warsaw Stock Exchange

Błażej Lepczyński*

Piotr Pisarewicz**

Rola Komisji Nadzoru Finansowego w ograniczaniu ryzyka dla inwestorów na polskim rynku obligacji na przykładzie niewypłacalności spółki GetBack S.A.

Wstęp

W Polsce systematycznie wzrasta znaczenie rynku obligacji jako miejsca pozyskiwania kapitału rozwojowego przez przedsiębiorstwa. W długoterminowym rozwoju tego rynku istotne znaczenie ma zaufanie i bezpieczeństwo inwestorów. Nabywając obligacje korporacyjne, podejmują oni ryzyko kredytowe i winni liczyć się również z tym, że realnym scenariuszem jest niewypłacalność emitenta. Dla inwestorów ważne jest jednak również ogólne bezpieczeństwo rynku obligacji, do którego zapewnienia winny przyczynić się instytucje sprawujące nadzór nad rynkiem. Spektakularny przypadek wstrzymania obsługi długu z tytułu obligacji przez spółkę GetBack S.A. i skala ujawnionych nadużyć stanowiła przesłankę do badań nad rolą i możliwościami ograniczania negatywnych zjawisk na tym rynku przez Komisję Nadzoru Finansowego (KNF).

Celem badania zawartego w niniejszym opracowaniu była ocena roli i działań KNF w ograniczaniu ryzyka na polskim rynku obligacji korporacyjnych. Przeprowadzone badanie pozwoliło zidentyfikować istotne luki w tym zakresie i sformułować rekomendacje, których wdrożenie mogłoby, zdaniem autorów, podnieść w przyszłości bezpieczeństwo i przejrzystość rodzimego rynku obligacji korporacyjnych. Wpisuje się ono zatem w nurt nowej ekonomii instytucjonalnej, co miało wpływ na zastosowane podejście badawcze.

Temat opracowania jest bardzo ważny z punktu widzenia wzrostu znaczenia rynku obligacji w finansowaniu przedsiębiorstw. Zachwianie zaufania inwestorów mogłoby bowiem doprowadzić do ich odpływu z rynku i ograniczenia roli rynku obligacji jako ważnego ogniwa efektywnej alokacji kapitału w Polsce. Efektywny i sprawnie funkcjonujący rynek obligacji jest niezbędny, ponieważ pozwala przedsiębiorstwom dywersyfikować źródła finansowania działalności.

* Dr, Katedra Bankowości i Finansów, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, ul. Armii Krajowej 101, 81-824 Sopot, blazej.lepczynski@gmail.com

** Dr, Katedra Bankowości i Finansów, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, ul. Armii Krajowej 101, 81-824 Sopot, piotr.pisarewicz@wp.pl

Warunkiem koniecznym efektywnego rozwoju badanego rynku jest przede wszystkim zapewnienie równej ochrony wszystkim inwestorom. Chodzi tu zwłaszcza o inwestorów nieprofesjonalnych, którzy dysponują mniejszą wiedzą na temat funkcjonowania rynku i nie dysponują narzędziami identyfikacji ryzyka na nim występujących. Oceniając rolę KNF, autorzy przyjęli hipotezę badawczą, iż istotnym problemem są działania wyprzedzające, dzięki którym można byłoby skuteczniej unikać negatywnych konsekwencji zaprzestania płatności przez emitentów obligacji i w ten sposób minimalizować straty ponoszone przez inwestorów.

Artykuł składa się z trzech części. W pierwszej skoncentrowano się na ryzyku inwestowania w obligacje. Nadmierne ryzyko jest bowiem przesłanką uzasadniająca ingerencję w mechanizmy rynkowe i nadzorowanie rynku. Omawiając czynniki ryzyka, podkreślono znaczenie cech polskiego rynku jako ważnego czynnika ryzyka, na który w dłuższym okresie duży wpływ może mieć KNF. Druga część artykułu poświęcona została teoretycznym aspektom związanym z rolą KNF w ochronie praw inwestorów na rynku obligacji. Trzecią część artykułu poświęcono praktycznym aspektom związanym z rolą KNF w ochronie inwestorów na rynku obligacji. W celu wskazania możliwości ochrony inwestora przez KNF oraz identyfikacji istotnych luk prawno-instytucjonalnych w nadzorze nad rynkiem obligacji posłużono się przykładem niewypłacalności spółki GetBack S.A. Autorzy uznali, że ten przykład w sposób właściwy pozwoli zilustrować niedoskonałości w nadzorze nad rynkiem obligacji i wskazać konieczne zmiany regulacyjne.

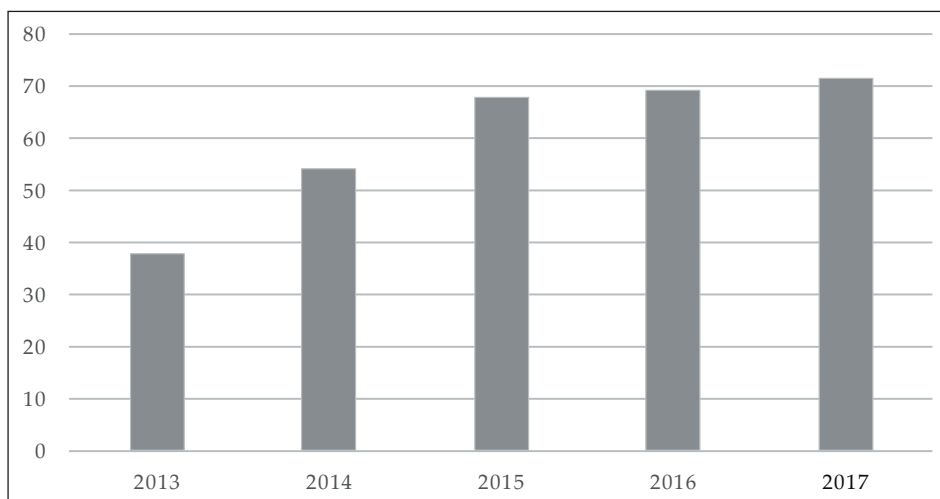
1. Rynek obligacji korporacyjnych a ryzyko inwestowania

Rynek kapitałowy jest jednym z najbardziej istotnych obszarów rynku finansowego ze względu na charakter i zakres transakcji realizowanych przez podmioty z niemal wszystkich sektorów, a w szczególności: bankowego, emerytalnego, ubezpieczeniowego oraz funduszy inwestycyjnych. Ważnym segmentem rynku kapitałowego jest rynek obligacji przedsiębiorstw.

Wartość obligacji korporacyjnych na polskim rynku obligacji na koniec 2017 r. wyniosła w świetle danych statystycznych agencji ratingowej Fitch 71,5 mld zł [*Przegląd rynku...*, 2017, s. 1023]. Wartość zadłużenia z tytułu obligacji przedsiębiorstw w okresie 5-letnim przedstawiono na rysunku 1. Z informacji przedstawionych na rysunku wynika, że w latach 2013–2017 wartość obligacji przedsiębiorstw wzrosła o 89,2%, co należy uznać za bardzo znaczący przyrost. Niemniej jednak dynamika wzrostu wartości obligacji przedsiębiorstw będących w obiegu w ostatnich dwóch latach znacząco wyhamowała. O ile w 2014 i 2015 wyniosła ona odpowiednio

43,3 i 24,7%, to w ostatnich dwóch latach zaledwie 2,1 i 3,6%, wyznaczając barierę rynkową w tym zakresie.

Rysunek 1. Wartość obligacji przedsiębiorstw w Polsce w latach 2013–2018



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Markowski, Tymoczko, 2017, s. 278 (dane za lata 2013–2016); *Przegląd rynku...*, 2017, s. 1023 (dane za 2017 r.)].

Wraz z rozwojem rynku obligacji przedsiębiorstw jest obserwowane coraz większe zainteresowanie tym segmentem rynku kapitałowego ze strony inwestorów. Na rynek ten wchodzi również inwestorzy indywidualni, dysponujący z reguły ograniczoną wiedzą na temat jego funkcjonowania.

Inwestorzy narażeni są przede wszystkim na tzw. ryzyko kredytowe związane z zaprzestaniem płatności z tytułu odsetek (i/lub kapitału), czyli niewywiązywaniem się z podjętych zobowiązań przez emitenta. Dla zobrazowania tego problemu posłużono się indeksem *default rate* będącym relacją „wartości i liczby serii niewykupionych obligacji do zapadającego zadłużenia liczone są w ujęciu 12-miesięcznym” [Sadrak, 2018a]. Wartość tego wskaźnika na rynku Catalyst utrzymywała się na koniec II kw. 2018 r. na względnie niskim poziomie 2,4% [Sadrak, 2018b]. Po zaprzestaniu obsługi długu przez spółkę GetBack S.A. wartość tego wskaźnika będzie jednak systematycznie wzrastała.

Kolejnym ryzykiem, które ponosi obligatariusz, jest ryzyko płynności. „Płynność ma umożliwiać wcześniejsze zakończenie inwestycji i uwolnienie środków” [Gradoń, 2014, s. 107]. Z pozoru jest to tylko ryzyko o mniejszym znaczeniu. W rodzimej praktyce rynkowej dotyka ono większości wyemitowanych obligacji korporacyjnych. O ile nawet dana emisja znajduje się na zorganizowanym rynku obrotu, to istotną przeszkodą w utrzymaniu

płynności jest brak strony popytowej. Innymi słowy, obligatariusze chcący zbyć posiadane papiery wartościowe często są zmuszeni do sprzedaży po bardzo niskich cenach lub trzymania ich do dnia wykupu.

Listę rodzajów ryzyka ponoszonych przez inwestorów należałoby uzupełnić o ryzyko reinwestycji oraz ryzyko stopy procentowej. Pierwsze z nich związane jest brakiem pewności, po jakiej stopie procentowej będziemy inwestować środki ze sprzedaży obligacji przed terminem lub płatności kuponowe. Drugie natomiast „wynika z istnienia zależności pomiędzy rynkowym poziomem stóp procentowych a bieżącą ceną rynkową instrumentu dłużnego” [Puzyrewicz, 2011, s. 37]. Należy podkreślić, iż ta klasa aktywów jest szczególnie narażona na wahania rynkowych stóp procentowych, czego wzmiankowani wcześniej inwestorzy indywidualni nie są często świadomi.

Kolejnym rodzajem ryzyka występującym na rynku obligacji korporacyjnych jest ryzyko zmiany kursu, który ulega wahaniom pod wpływem czynników zewnętrznych niezależnych od emitenta, jak i związanych z jego standingiem. Istotnym ryzykiem dla inwestorów może być również niewywiązywanie się przez emitentów z obowiązków informacyjnych. Brak kompleksowej i rzetelnej informacji o sytuacji finansowej emitenta może prowadzić do błędnych decyzji inwestycyjnych.

Klasyfikację rodzajów ryzyka trzeba uzupełnić również o ryzyko związane ze zbyt ryzykownym modelem biznesowym emitenta, a zwłaszcza nadmierne zadłużanie się, czego w sposób szczególny doświadczyli obligatariusze GetBack S.A. Inwestując w obligacje przedsiębiorstw, należy również brać pod uwagę czynniki związane z możliwością wprowadzania przez zarządy spółek emitujących obligacje nieprawdziwych informacji, czy nierzetelnością audytorów sprawozdań finansowych. Ryzyko inwestowania w obligacje korporacyjne może wynikać również z immanentnych cech samego rynku. Decydujące znaczenie mogą mieć te cechy, które świadczą o jego niedojrzałości. Polski rynek obligacji korporacyjnych rozwija się intensywnie dopiero od kilku lat. Stąd też wykazuje cechy rynku niedojrzałego, o czym świadczą m.in.: relatywnie niska płynność, dominacja emisji o zmiennym oprocentowaniu (w przeciwieństwie do rynków dojrzałych, gdzie podstawową rolę odgrywają emisje o stałym oprocentowaniu), oraz niewielka jednostkowa wartość emisji. Wymienione cechy polskiego rynku obligacji korporacyjnych podwyższają ryzyko dla inwestorów. W obniżaniu ryzyka związanego z cechami rynku dużą rolę może odgrywać nadzór finansowy, odpowiednio wpływając na uczestników i infrastrukturę rynku.

Ostatnim problemem, ale nie mniej ważnym od pozostałych, jest stopień pokrycia ratingiem emitentów i poszczególnych emisji obligacji. Jest on na polskim rynku ograniczony i odbiega od standardów obserwowanych na

dojrzałych rynkach obligacji. Stopień pokrycia ratingiem emitentów obligacji korporacyjnych na polskim rynku Catalyst na koniec czerwca 2017 r. wyniósł niecałe 10% [Lepczyński, 2017, s. 69].

Tymczasem rating odgrywa bardzo istotną rolę w kształtowaniu przejrzystego i bezpiecznego rynku. W sytuacji kiedy nie ma on charakteru powszechnego, można uznać, że inwestorzy funkcjonują w warunkach podwyższonego ryzyka z uwagi na ograniczoną przejrzystość rynku w zakresie ryzyka kredytowego i podwyższoną asymetrię informacji. Jest to szczególnie niebezpieczne dla inwestorów indywidualnych, którzy nie dysponują często wystarczającą wiedzą, żeby prawidłowo ocenić poziom ryzyka kredytowego. Inwestorzy instytucjonalni nie odczuwają braku ocen ratingowych tak dotkliwie, ponieważ przeprowadzają własne (wewnętrzne) oceny ryzyka inwestycyjnego. Rating zewnętrzny (od agencji ratingowych) pełni w ich przypadku rolę pomocniczą, weryfikującą ich wewnętrzne oceny.

2. Rola Komisji Nadzoru Finansowego w ochronie inwestorów na rynku obligacji w ujęciu teoretycznym

W ochronie inwestorów na rynku finansowym, w tym także rynku obligacji, kluczową rolę odgrywa KNF. Spowodowane jest to ustawowymi uprawnieniami KNF jako instytucji administracji publicznej sprawującej nadzór nad rynkiem kapitałowym. Ustawowym celem nadzoru nad rynkiem finansowym jest „zapewnienie prawidłowego funkcjonowania tego rynku, jego stabilności, bezpieczeństwa oraz przejrzystości, zaufania do rynku finansowego, a także zapewnienie ochrony interesów uczestników tego rynku (...)” [ustawa, 2006, art. 2]. Z punktu widzenia celu niniejszego artykułu kluczowy jest ostatni z powyższych aspektów. W ustawie o nadzorze nad rynkiem kapitałowym wskazuje się, że „celem nadzoru jest zapewnienie prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego, w szczególności bezpieczeństwa obrotu oraz ochrony inwestorów i innych jego uczestników, a także przestrzegania reguł uczciwego obrotu [ustawa, 2005, art. 4 ust. 1].

Nadzór powinien być realizowany na poziomie całego systemu (jest to tzw. nadzór makroostrożnościowy), na poziomie pojedynczych instytucji wchodzących w skład systemu (jest to tzw. nadzór mikroostrożnościowy) oraz na poziomie uczestników rynku. Na tym ostatnim poziomie chodzi o zapewnienie ochrony uczestnikom systemu finansowego, np. w zakresie informowania o ryzyku [Hryckiewicz, Pałowska, 2013, s. 7–8].

W celu sprawowania nadzoru KNF został wyposażony w odpowiednie środki nadzoru, które mogą polegać na działalności kontrolnej, reglamentacyjnej, regulacyjnej, czy represyjnej. „Środki nadzoru stosowane przez

KNF generalnie powinny pozytywnie wpływać na zaufanie inwestorów do całego rynku kapitałowego i toczącego się na nim obrotu” [Lichosik, 2017, s. 191].

Regulacje i działania dotyczące ochrony inwestorów koncentrują się w przeważającej części na rynku akcji, ponieważ jest on w Polsce znacznie ważniejszy i większy od rynku obligacji nieskarbowych. Co do zasady kluczowe znaczenie w ochronie inwestorów ma równy dostęp do informacji, który wydaje się być bardziej istotny w zakresie inwestowania w akcje. Jeśli chodzi o rynek obligacji to na pierwszy plan wysuwa się kwestia ochrony inwestorów przed:

- 1) niedopełnieniem przez emitentów obligacji formalnych wymogów emisji,
- 2) niewypełnianiem obowiązków informacyjnych w trakcie trwania emisji,
- 3) sprzedażą obligacji inwestorom indywidualnym bez rzetelnej informacji o ryzykach związanych z sytuacją finansową emitenta,
- 4) nadużyciami i oszustwami emitentów.

W systemie ochrony inwestorów dużą rolę powinna odgrywać ochrona inwestora indywidualnego (detalicznego), którego pozycja na rynku jest z natury słabsza w porównaniu z inwestorem instytucjonalnym, zarówno pod względem oceny ryzyka związanej z inwestycją w dany walor finansowy, jak i w pozostałych kwestiach.

Oddziaływanie KNF na rynek obligacji korporacyjnych ma złożony charakter. KNF wpływa bowiem na:

- 1) emitentów, w przypadku gdy decydują się oni na publiczną emisję obligacji, co oznacza konieczność sporządzenia prospektu emisyjnego;
- 2) inwestorów instytucjonalnych, czyli fundusze inwestycyjne;
- 3) domy maklerskie, które m.in. trudnią się dystrybucją obligacji;
- 4) GPW SA jako organizatora obrotu wtórnego na rynku obligacji;
- 5) audytorów badających sprawozdania finansowe.

W przypadku emitentów obligacji poziom ochrony inwestorów jest zróżnicowany i zależy w pewnej mierze od tego, kto jest emitentem obligacji. Jeśli jest to np. instytucja finansowa, licencjonowana i nadzorowana przez KNF, to ochrona obligatariuszy jest relatywnie większa, ponieważ KNF w takim przypadku ma możliwość sprawowania kontroli bieżącej nad spółką, która może wykryć nieprawidłowości z należytym wyprzedzeniem. W przypadku typowych obligacji korporacyjnych emitowanych przez przedsiębiorstwa KNF ma możliwość nadzorowania jedynie w zakresie wypełniania przez emitentów obowiązków informacyjnych.

Na ogół ochrona inwestora na rynku obligacji korporacyjnych występuje już na etapie emisji obligacji. Jednakże należy pamiętać, że KNF ma wpływ tylko gdy emitent postanowi przeprowadzić emisję publiczną (w trybie oferty publicznej wskazanym w ustawie o ofercie publicznej). Nawet jednak w tym przypadku rola KNF jest w praktyce ograniczona do oceny formalnej prospektu, czyli zweryfikowania treści zawartych w dokumencie emisyjnym z wskazanym w zapisach ustawowych koniecznym zakresem informacji. Ocenie nie podlega standing emitenta i ryzyko inwestowania w obligacje. Procedura dopuszczeniowa nie oznacza bowiem, że inwestor (nabywca obligacji) jest zwolniony z analizy inwestycji pod kątem ryzyka [Puzyrewicz, 2011, s. 14].

Ochronie obligatariuszy może służyć również uprawnienie KNF zawarte w art. 6b ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym, zgodnie z którym: „podaje do publicznej wiadomości informację o złożeniu zawiadomienia o podejrzeniu popełnienia przestępstwa (...)”. Jednym z takich przestępstw jest dokonanie emisji obligacji bez zachowania ustawowych warunków [Stempniak, 2015, s. 105–106].

W zakresie obszaru objętego niniejszą analizą istotne są wpisy o złożonych przez KNF zawiadomieniach o podejrzeniu popełnienia przestępstwa. Są to szczególnie istotne elementy praktyki systemu działalności KNF zwiększające bezpieczeństwo obrotu. Na dzień przygotowania niniejszego artykułu KNF dokonał następujących czynności związane z naruszeniem poniższych aktów prawnych [Lista ostrzeżeń, 2018]:

- 1) w art. 287 i art. 290–296 ustawy o funduszach inwestycyjnych – 8 wpisów,
- 2) art. 178 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (prowadzenie działalności maklerskiej bez zezwolenia KNF) – 88 wpisów oraz zawiadomienia o podejrzeniu popełnienia przestępstwa z art. 178 w zw. z art. 79 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (wykonywanie działalności bez wpisu do rejestru agentów firm inwestycyjnych) – 3 wpisy,
- 3) art. 99 i art. 99a ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (dokonanie oferty publicznej papierów wartościowych bez wymaganego ustawą zatwierdzonego przez KNF prospektu emisyjnego/memorandum informacyjnego/dokumentu informacyjnego lub dokonanie emisji obligacji bez zachowania ustawowych warunków) – 14 wpisów.

Narzędziem ochrony obligatariuszy mającym charakter wybitnie represyjny jest także możliwość nakładania kar o charakterze pieniężnym na instytucje finansowe. Jest to dość często wykorzystywane narzędzie przez

polską instytucję nadzorczą. W wykazie kar znalazły się 332 kary z tytułu naruszeń ustawy o ofercie publicznej, 87 kar z tytułu naruszeń ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz 37 kar z tytułu naruszeń ustawy o funduszach inwestycyjnych [Wykaz kar, 2018].

Przykładem związanym z przedmiotem niniejszej analizy może być kara z dnia 18.07.2017 r. dla spółki Gant Development S.A. Uzasadnienie KNF nałożenia 300 tys. zł kary obejmowało m.in. szereg naruszeń informacyjnych z art. 56 ust. 1 pkt 1 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Naruszenia obejmowały głównie 2012 rok. Szczególnie znamieną była jednak wzmianka, iż spółka: „siedemdziesięciokrotnie nie wykonała obowiązku informacyjnego określonego w art. 56 ust. 1 pkt 1 ustawy o ofercie w brzmieniu obowiązującym przed wejściem w życie ustawy z dnia 10 lutego 2017 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2017 r. poz. 724), ponieważ nie przekazała KNF, spółce prowadzącej rynek regulowany i do publicznej wiadomości w okresie od dnia 31 grudnia 2012 r. do 9 października 2013 r. informacji poufnych dotyczących 70 przypadków niewywiązania się z zobowiązań wynikających z wyemitowanych obligacji” [Wykaz kar, 2018, s. 17].

Innymi słowy, spółka w sposób świadomy ukrywała przez bardzo długi okres informacje istotne dla oceny jej wypłacalności i wiarygodności, co miało bardzo duże znaczenie dla nabywców emitowanych przez spółkę papierów wartościowych. W pewnym sensie zdaje się to przypominać problemy z polityką informacyjną, które były udziałem spółki GetBack.

Bardzo ważnym obszarem ryzyka dla inwestorów, na który wpływ ma KNF, jest także dystrybucja obligacji. W obszarze dystrybucji KNF ma przede wszystkim wpływ na biura maklerskie oferujące obligacje i sprzedających w ich imieniu agentów firm inwestycyjnych (AFI). Wobec instytucji zajmujących się dystrybucją w grę może wchodzić w skrajnej sytuacji nawet odebranie licencji.

Na koniec warto wspomnieć o nowym rozwiązaniu, które może wzmocnić rolę KNF-u jako instytucji działającej *ex ante* i w ten sposób ograniczającej negatywne, przyszłe konsekwencje dla inwestorów. Ważnym rozwiązaniem mogącym w przyszłości odgrywać ważną rolę w ostrzeganiu przed ewentualnymi nadużyciami, czy wręcz oszustwami, może być *whistleblowing*. Wyjaśniając to pojęcie, warto posłużyć się definicją J. Neara i M. Miceli, którzy określili *whistleblowing* jako „ujawnienie przez obecnych lub byłych członków organizacji nielegalnych, niemoralnych lub niedopuszczalnych praktyk prowadzonych pod nadzorem/kontrolą ich pracodawców, osobom lub organizacjom, które są w stanie przedsięwziąć

działania” [za: Cichy, 2017, s. 6]. W Polsce osobę ujawniającą w dobrej wierze nieprawidłowości nazywa się sygnalistą. Nartowski wskazuje, że „whistleblowing kreuje wartość nie tylko dla nadzoru nad rynkiem kapitałowym, także dla rynku i ogółu jego uczestników” [Nartowski, 2018]. Zwraca jednak on również uwagę na negatywne podejście w Polsce do osób informujących w dobrej wierze, pisząc że „gdyby nie klimat pogardy wobec demaskatorów dałoby się, być może, uniknąć przynajmniej części strat w kosztownych aferach SKOKów, Getback S.A., SK Banku w Wołominie, Amber Gold – i podobnych” [Nartowski, 2018].

Przedstawione w niniejszym fragmencie artykułu możliwości ochrony inwestorów przed ryzykiem inwestowania w obligacje pozwalają sformułować hipotezę, że KNF może odgrywać bardzo ważną rolę w systemie ochrony obligatariuszy, choć narzędzia, którymi dysponuje instytucja nadzorcza, mają przede wszystkim charakter *ex post*. Niemniej jednak inwestorzy muszą pamiętać, że rola KNF ograniczona jest do tych czynników ryzyka, które wiążą się z kryteriami formalnymi, spełnianiem wymogów informacyjnych czy uczciwą dystrybucją. Nie ma natomiast bezpośredniego wpływu na czynniki ryzyka wynikające z sytuacji finansowej emitenta czy zmian rynkowych.

3. Praktyczny wymiar ochrony inwestorów ze strony KNF na przykładzie niewypłacalności GetBack S.A.

Celem przeprowadzonego badania była ocena roli Komisji Nadzoru Finansowego w ochronie praw inwestorów na rynku obligacji korporacyjnych. Badaniem objęto spółkę GetBack S.A., która zaprzestała płatności na rzecz obligatariuszy. W pierwszym kroku autorzy zidentyfikowali obszary ryzyka dla inwestorów, na które bezpośredni wpływ ma KNF. Do tych obszarów zaliczono: obszar emisji obligacji, kanały dystrybucji ich sprzedaży oraz wypełnianie przez spółkę obowiązków informacyjnych. W drugim kroku określone zostały możliwości ochrony inwestorów w wymienionych obszarach przez KNF. W trzecim kroku zidentyfikowano luki w nadzorze i zaproponowano rozwiązania, dzięki którym po ich wprowadzeniu wzrósłby poziom ochrony inwestorów na rynku obligacji.

GetBack S.A. to spółka o krótkiej historii działalności operacyjnej, powstała bowiem w 2012 r. Głównym obszarem biznesowym działalności spółki jest zarządzanie wierzytelnościami przeterminowanymi, które pozyskiwano od banków. W celu przedstawienia przyczyn niewypłacalności GetBack S.A. warto wskazać najważniejsze elementy modelu biznesowego analizowanej spółki i faz jej rozwoju. Po pierwsze, spółka odnotowywała bardzo szybki wzrost mierzony wielkością sumy bilansowej. Był to ważny wskaźnik ostrzegawczy, że ryzyko dla inwestorów związane

ze spółką GetBack S.A. wzrasta. Po drugie, spółka bardzo dynamicznie rozwój działalności finansowała przede wszystkim długiem pozyskiwanym z rynku obligacji, który stanowił ok. 90% długu oprocentowanego [Pełny raport..., 2017, s. 1]. Kolejnym czynnikiem ryzyka ujawnionym w modelu biznesowym spółki było nabywanie portfeli wierzytelności. Jak okazało się po wstrzymaniu płatności odsetek z tytułu obligacji, portfele były nabywane po bardzo wysokich cenach, które w praktyce uniemożliwiły rentowną działalność operacyjną. Do tego doszły nadużycia i oszustwa, które obecnie są w fazie identyfikowania przez organy ścigania i wymiar sprawiedliwości.

Należy przypomnieć, iż rynek finansowy dowiedział się o problemach spółki 16.04.2018 r., kiedy opublikowała ona raport bieżący nr 39/2018, który spowodował serię przyszłych zdarzeń [Raport bieżący ESPI nr 39/2018]. Informacja zawierała wzmiankę o swoistej próbie ratowania sytuacji finansowej i „o pozytywnym zaangażowaniu w rozmowy z bankiem PKO BP (...) oraz Polskim Funduszem Rozwoju (...) na temat udzielenia (...) finansowania o charakterze mieszanym kredytowo-inwestycyjnym”. Informacja okazała się nieprawdziwa, wskazane w raporcie bieżącym instytucje zaprzeczyły, że są prowadzone rozmowy we wskazanym zakresie. Kolejnego dnia spółka opublikowała oświadczenie byłego już wtedy prezesa GetBack S.A., w którym podtrzymywał, że rozmowy z PKO BP oraz PFR miały miejsce [Raport bieżący ESPI nr 44/2018].

Niemal niezwłocznie, dnia 17.04.2018 r., KNF podjął decyzję o zawieszeniu notowań wszystkich instrumentów finansowych spółki, kierując ją do GPW S.A. oraz BondSpot S.A. Zawieszenie trwać miało warunkowo do dnia opublikowania raportu finansowego za 2017 r. [Komunikat KNF, 24.04.2018].

Do tego momentu KNF nie podejmowała żadnych działań. Dopiero fałszywa informacja spowodowała reakcję GPW (zawieszono obrót papierami wartościowymi spółki) oraz KNF, która zażądała wyjaśnień związanych z nieprawdziwym raportem. Moment podjęcia działań wskazuje, że reakcja KNF na problemy GetBack miała charakter *ex post*.

Sytuacja była na tyle poważna, iż Premier Rządu RP polecił podjąć działania operacyjne stosownych służb. Na polecenie prokuratury CBA rozpoczęło czynności operacyjne oraz zabezpieczono dokumenty spółki [Tak GetBack próbował osaczyć premiera, 2018].

Na zaistniałą sytuację natychmiast reagowały także instytucje zaangażowane kapitałowo w spółkę. Quercus TFI, który posiadał istotne zaangażowanie w jej obligacje, podał informację o przesunięciach w terminach wykupu obligacji GetBack.

Pierwszą ocenianą przez KNF kwestią po identyfikacji problemów z wypłacalnością było finansowanie działalności spółki. Opierało się ono głównie na kolejnych emisjach obligacji. Emisje miały charakter zarówno publiczny, jak i prywatny, przy czym istotną przewagę miały te drugie. W przypadku analizowanej spółki oferty prywatne były głównym kanałem rozwoju badanej spółki, a zarazem krytycznego wzrostu jej zadłużenia. Na dzień 31.12.2017 r. wartość nominalna niewykupionych obligacji wynosiła 2,34 mld zł. Dodać warto, że w celu uatrakcyjnienia emisji wpisywano do warunków emisji opcję put, co podnosiło ryzyko funkcjonowania spółki. Istotnym wskaźnikiem ostrzegawczym był również ogromny wzrost skali zadłużenia. Zobowiązania ogółem wzrosły na koniec 2017 r. w porównaniu z rokiem poprzednim prawie 2,5-krotnie z 1,2 mld zł do 2,9 mld zł. Emitowanie na dużą skalę obligacji w ofertach prywatnych było praktyką, która mogła wskazywać na omijanie droższych i trudniejszych pod względem formalnym emisji publicznych.

Autorzy niniejszego opracowania pragną wskazać, iż zasadne jest zamknięcie istotnej luki w nadzorze nad emitentami w tym zakresie poprzez:

- 1) monitorowanie przez KNF wskaźnika będącego relacją wartości emisji prywatnych do wartości emisji publicznych,
- 2) ograniczenie możliwości przeprowadzania emisji prywatnych.

W tym kontekście pozytywnie oceniamy inicjatywę KNF ograniczającą możliwości wprowadzania do obiegu emisji prywatnych. „Ewentualna zmiana miałaby polegać na tym, aby limit 149 osób dotyczył nie jednej oferty danego emitenta, a wszystkich jego prywatnych emisji z danego roku” [Sadrak, 2018c]. Takie rozwiązanie wzmocniłoby ochronę inwestora na rynku obligacji korporacyjnych, kumulując minimalny próg wejścia w ustawowy reżim publicznego obrotu papierami wartościowymi.

W kontekście problemów z wypłacalnością spółki GetBack należałoby rozważyć również objęcie nadzorem spółek specjalizujących się w windykacji należności. Spółki tego typu nabywają portfele wierzytelności głównie w oparciu o finansowanie obce. Podobnie jak instytucje finansowe charakteryzują się wysoką dźwignią finansową, a jednym z istotnych problemów w ich działalności jest często występujące niedopasowanie terminowe między portfelami wierzytelności a ich finansowaniem.

Kolejnym zidentyfikowanym obszarem ryzyka dla obligatariuszy jest dystrybucja obligacji. Dystrybucją obligacji GetBack S.A. zajmowały się zarówno domy maklerskie, jak i banki. Głównie chodziło tu o dystrybucję obligacji wśród zamożniejszych klientów indywidualnych (z obszaru private banking). Pole ingerencji KNF w działalność pośredników na rynku

obligacji jest dość duże z uwagi na fakt, że biura maklerskie i banki podlegają licencjonowaniu i są bezpośrednio nadzorowane.

Od strony teoretycznej sprzedaż obligacji zawsze musi wiązać się z rzetelnym przedstawieniem najistotniejszych czynników ryzyka oraz musi być prowadzona w taki sposób, żeby konsument/inwestor miał czas na podjęcie decyzji inwestycyjnej. Kontrowersje budzi jednak sprzedaż obligacji poprzez kanały bankowe. Klienci bowiem mogą postrzegać walory oferowane przez banki jako produkty zbliżone do lokat bankowych pod względem bezpieczeństwa, co często bywało iluzoryczne.

Problemy spółki GetBack doprowadziły do ujawnienia nieprawidłowości w sprzedaży obligacji tej spółki. W komunikacie KNF z dnia 17 maja 2018 r. możemy przeczytać, że: „z dotychczasowych skarg od inwestorów wynika, że niektórzy pośrednicy uczestniczący w procesie sprzedaży obligacji nie uwzględniali indywidualnej sytuacji klientów, ich wiedzy i doświadczenia na rynku finansowym” [Komunikat w sprawie skarg..., 2018]. W dalszej części cytowanego komunikatu czytamy, że „z niektórych skarg i załączonych do nich wydruków mailowych wynika, że inwestorzy mogli zostać wprowadzeni w błąd co do natury instrumentu finansowego, jakim są obligacje oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w te papiery wartościowe” [Komunikat w sprawie skarg..., 2018].

Podejmowane przez KNF działania i prowadzone inspekcje mają podobnie do innych działań w sprawie spółki GetBack charakter spóźniony. Oczywiście ewentualne ukaranie podmiotów sprzedających obligacje miałyby charakter prewencyjny, natomiast istotniejsze są działania systemowe. Wprowadziłyby one w przyszłości więcej przejrzystości w zakresie sprzedaży obligacji korporacyjnych. Ważnym elementem ją zwiększającym byłoby rozwiązanie obligujące do ujawniania prowizji na sprzedaży tej klasy papierów wartościowych. W działaniach nadzorczych KNF więcej uwagi powinna również poświęcić ryzyku reputacyjnemu poszczególnych instytucji jak i całego rynku. Problemy klientów i ponoszone przez nich straty powodują nasilanie się negatywnych opinii wokół instytucji finansowych i skutkują pozwami sądowymi, co dobitnie pokazały polisolokaty i kredyty denominowane we frankach szwajcarskich.

Następnym obszarem ryzyka dla inwestorów, który jest pod kontrolą KNF, to kwestia wypełniania obowiązków informacyjnych. Spółka realizowała politykę informacyjną zarówno w odniesieniu do akcjonariuszy (spółka od lipca 2017 r. jest notowana na GPW) oraz w odniesieniu do obligatariuszy. Z przeprowadzonej w ramach badania analizy raportów ESPI (raporty ESPI są przekazywane do KNF, GPW i upubliczniane) wynika, że trudno dostrzec nieprawidłowości w tym zakresie. Należy zauważyć, że część informacji wskazywała na dobrą sytuację spółki. Do tego typu

informacji należy zaliczyć raport z 19 lutego o podwyższeniu perspektywy ratingu spółki przez międzynarodową agencję ratingową S&P oraz raport z 3 kwietnia 2018 r. o wykupach obligacji.

Specyfika działalności omawianej spółki wiązała się także z rynkiem towarzystw funduszy inwestycyjnych (TFI). TFI odgrywały istotną rolę w łańcuchu wartości modelu biznesowego spółki. Należy podkreślić, iż złożony mechanizm powiązań, relacji i umów wiążących GetBack z wieloma TFI nie mógł być przejrzysty dla przeciętnego inwestora indywidualnego, a w wielu przypadkach także dla instytucjonalnego. Punktem ciężkości rozważań dotyczących bezpieczeństwa obrotu może być fakt bezpośredniego nadzoru KNF nad działalnością funduszy inwestycyjnych oraz TFI. W tym przypadku KNF miał wprawdzie uprawnienia kontrolne, niemniej trudno oczekiwać od urzędu nadzoru, iż byłby w stanie analizować każdą umowę zawieraną przez podległe podmioty z kontrahentami biznesowymi. Kontrakty tego typu sprawiły, iż problemy GetBack mogły przenieść się na niektórych klientów lub akcjonariuszy funduszy inwestycyjnych (v.s. Quercus TFI, Altus TFI czy Trigon TFI).

W przypadku GetBack nie zadziała również instytucja sygnalisty. Przewodniczący KNF wskazał bowiem, że KNF nie uzyskał żadnej informacji od pracowników spółki, która nakierowałaby na problemy spółki GetBack [Szefer KNF..., 2018].

Przypadek GetBack ukazał zawodność ratingu jako narzędzia ostrzegawczego przed niewypłacalnością emitenta obligacji. Zawieszenie ratingu lub jego obniżenie do poziomu charakterystycznego dla spółek niewypłacalnych nastąpiło zbyt późno. Trudno jednak na podstawie jednostkowego przykładu całkowicie zanegować rolę ratingu jako narzędzia oceny emitentów obligacji. W obliczu niskiego pokrycia ratingiem emitentów obligacji Komisja Nadzoru Finansowego powinna podjąć działania, które obligowałyby emitentów kierujących swoje walory do osób fizycznych do posiadania ratingu. Dla małych emitentów obligacji mogłoby to jednak być zbyt kosztowne. Dlatego konieczne jest wspieranie przez KNF rozwoju lokalnych i tanich usług ratingowych.

Przeprowadzone badanie uwidocznilo pewne luki w nadzorze nad rynkiem obligacji korporacyjnych. Najważniejsze z nich to brak monitoringu ofert prywatnych. Przykład spółki GetBack pokazuje, że oferta prywatna może być nadużywana przez emitentów. W obecnym stanie rzeczy wydaje się, iż konieczne są rozwiązania systemowe dotyczące ich sprzedaży. Generalny postulat sprowadza się do stwierdzenia, że konieczne jest podjęcie prac nad stworzeniem narzędzi monitorujących ryzyka na rynku obligacji, które powinny wspomóc KNF w podejmowaniu działań wyprzedzających, chroniących klientów przed potencjalnymi stratami.

Zakończenie

Reasumując niniejsze opracowanie, należy stwierdzić, iż rynek obligacji korporacyjnych stanowi z jednej strony bardzo atrakcyjną alternatywę dla lokat bankowych oraz innych możliwości inwestycyjnych, z drugiej jednak niesie szereg istotnych ryzyk z punktu widzenia inwestorów.

Obok ryzyka stóp procentowych oraz płynności najpoważniejszym jest ryzyko kredytowe związane z niewypłacalnością emitenta. Płatności odsetkowe i terminowy wykup obligacji stanowią kluczowe elementy schematu inwestycyjnego właściwego dla tej klasy instrumentów finansowych [Jajuga, 2009, s. 6]. Są one szczególnie niebezpieczne dla inwestorów indywidualnych, którzy nie mają wiedzy, czasu oraz narzędzi do ich identyfikacji. Konstrukcja współczesnych obligacji oraz zasady oprocentowania często są na tyle złożone, iż przeciętny inwestor nie jest w stanie właściwie ich ocenić [Mamcarz, 2015, s. 1–4]. Niejednokrotnie inwestorzy indywidualni byli wprowadzani w błąd przez niektórych dystrybutorów przedstawiających tą klasę papierów wartościowych jako substytut lokat bankowych. Taki schemat działania był najprawdopodobniej stosowany w przypadku spółki GetBack. Pod tym kątem prowadzone są stosowne wątki postępowania wyjaśniającego KNF.

Niemniej jednak ryzyka dotyczące obligacji są wspólne dla wszystkich grup inwestorów. Jak pokazuje przykład spółki GetBack, nawet inwestorzy instytucjonalni posiadający rozbudowane zespoły analityków, programy komputerowe oraz inne narzędzia oceny ryzyka nie są w stanie należycie antycypować zagrożeń w tym zakresie.

Na rodzimym rynku problemem jest skala tzw. ofert prywatnych realizowanych przez spółki dopuszczone do obrotu publicznego. Spółki te bez obowiązku uzyskiwania zgód KNF emitują kolejne partie obligacji kierowane do osób prywatnych i/lub inwestorów instytucjonalnych. Kumulowane w ten sposób zadłużenie stanowi istotny problem dla ich długoterminowej wypłacalności, co pokazał przykład GetBack S.A.

Działania w celu ograniczenia tego zjawiska winny zostać podjęte przez KNF m.in. poprzez monitorowanie wskaźnika będącego relacją wartości emisji prywatnych do wartości emisji publicznych oraz ograniczenie skali możliwości przeprowadzania emisji prywatnych. Jednym ze sposobów może być wspomniana w niniejszym opracowaniu inicjatywa traktowania ustawowego limitu 149 osób jako limitu dla wszystkich prywatnych emisji z danego roku.

Istotną rolę prewencyjną może odegrać również obowiązek nadawania ratingu realizowany przez wyznaczone agencje ratingowe. Optymalnym rozwiązaniem wydaje się być powołanie rodzimej instytucji, która specjalizowałaby się w ocenie emitentów obligacji oferujących swe walory na

rynku polskim. Mechanizmem zabezpieczającym mógłby być też zakaz sprzedaży obligacji bez ratingu nadanego przez wyznaczoną/wyznaczone przez KNF instytucje.

Zdarzenia mające miejsce w ostatnich latach na rynku obligacji korporacyjnych, związane z niedopełnieniem przez emitentów obligacji formalnych wymogów emisji, niewypełnianiem obowiązków informacyjnych oraz nadużyciami i oszustwami emitentów, winny skłonić do podjęcia działań systemowych. Na podstawie przeprowadzonych badań zidentyfikowano lukę między możliwościami podejmowania działań przez KNF a rzeczywiście zrealizowanymi działaniami. Mogłoby to wskazywać na konieczność usprawnienia działalności KNF w wybranych obszarach. Autorzy mają nadzieję, iż niniejsze opracowanie i wskazane w nim rekomendacje będą stanowiły przyczynek do zmian zwiększających bezpieczeństwo inwestorów w tym segmencie rynku.

Literatura

- Cichy Ł. (2017), *Whistleblowing w bankach*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa.
- Gradoń W. (2014), *Emisja obligacji korporacyjnych a ryzyko uczestników rynku*, „Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach. Studia Ekonomiczne, Zarządzanie instytucjami finansowymi w niestabilnym otoczeniu gospodarczym”, nr 171, Katowice.
- Hryckiewicz A., Pawłowska M. (2013), *Czy nowy nadzór spełni swoje zadanie? Zmiany w nadzorze finansowym w Europie oraz ich konsekwencje dla Polski*, „Materiały i Studia”, nr 289, NBP, Warszawa.
- Jajuga K. (2009), *Obligacje i akcje*, Komisja Nadzoru Finansowego, CEDUR, Warszawa.
- Komunikat KNF w sprawie spółki GetBack SA z dnia 24.04.2018 r., Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa.
- Komunikat w sprawie skarg na działania podmiotów uczestniczących w procesie sprzedaży obligacji GetBack SA (2018), KNF.
- Lepczyński B. (2017), *Rating jako narzędzie oceny wiarygodności kredytowej przedsiębiorstw na rynku obligacji*, „Zarządzanie i Finanse”, nr 2 cz. 2.
- Lichosik A. (2017), *Sprzeciw Komisji Nadzoru Finansowego jako środek nadzoru organu administracji publicznej na rynku kapitałowym*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska”, Vol. 44, No. 2.
- Lista ostrzeżeń publicznych (2018), Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa.
- Mamcarz H. (2015), *Obligacje o zmiennym oprocentowaniu. Struktura i funkcjonowanie instrumentu*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska”, Vol. 49, No. 1.
- Markowski K., Tymoczko D. (red.) (2017), *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2016 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Nartowski A. (2018), *Whistleblowing: jak wynagradzać demaskatora?*, <http://www.andrzejnartowski.pl/tag/whistleblowing/>, dostęp: 27.07.2018.

Near J.P., Miceli M.P. (1985), *Organizational Dissidence: The Case of Whistleblowing*, „Journal of Business Ethics”, Vol. 4.

Przegląd rynku nie skarbowych instrumentów dłużnych (2017), Rating&Rynek, <https://www.fitchratings.com/site/re/10021389>.

Puzyrewicz T. (2011), *Obligacje na rynku Catalyst. Przewodnik dla inwestorów*, GPW, Warszawa.

Raport bieżący ESPI nr 39/2018 – Informacja dotycząca istotnego finansowania, 16.04.2018, GetBack SA, Wrocław.

Raport bieżący ESPI nr 44/2018 – Informacja dotycząca istotnego finansowania, 17.04.2018, GetBack SA, Wrocław

Sadzak M. (2018a), *Indeks Default Rate: 197 mln zł z obligacji firm poszło na straty*, <https://obligacje.pl/pl/a/indeks-default-rate-197-mln-zl-z-obligacji-firm-poszlo-na-straty>, dostęp: 27.07.2018.

Sadzak M. (2018b), *Indeks Default Rate: Przez rok firmy na Catalyst nie wykupiły obligacji za 209,6 mln zł*, <https://obligacje.pl/pl/a/indeks-default-rate-przez-rok-firmy-na-catalyst-nie-wykupily-obligacji-za-209-6-mln-zl>, dostęp: 27.07.2018.

Sadzak M. (2018c), *KNF wyjaśnia jak może wyglądać ograniczenie ofert prywatnych*, <https://obligacje.pl/pl/a/knf-wyjasnia-jak-moze-wygladac-ograniczenie-ofert-prywatnych>, dostęp: 27.07.2018.

Stempniak D. (2015), *Konsekwencje de iure oraz de facto umieszczenia podmiotu gospodarczego na liście ostrzeżeń publicznych Komisji Nadzoru Finansowego*, Acta Erasmiana X, Wrocław.

Szef KNF dla DGP: Kary za aferę GetBack mogą skutkować odebraniem licencji (2018), <http://gospodarka.dziennik.pl/news/artykuly/576431,szef-knf-dla-dgp-o-aferze-getback.html>, dostęp: 27.07.2018.

Tak GetBack próbował osaczyć premiera Morawieckiego. Działania na granicy prowokacji (2018), Interia Biznes, http://biznes.interia.pl/giedy/news/tak-getback-probowal-osaczyc-premiera wieckgo,2567362,1844?utm_source=paste&utm_medium=paste&utm_campaign=firefox, dostęp: 8.05.2018.

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 1417 z późn. zm.

Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym, t.j. Dz. U. z 2019 r. poz. 298 z późn. zm.

Wykaz kar nałożonych przez Komisję Nadzoru Finansowego (2018), Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa.

Streszczenie

Rosnące znaczenie rynku obligacji korporacyjnych w zestawieniu z szeregiem ryzyk związanych z ich nabywaniem wskazuje, jak istotną rolę odgrywa zaufanie i bezpieczeństwo inwestorów. Narażeni są oni na szereg ryzyk, a w szczególności ryzyko kredytowe związane z niewypłacalnością emitenta. Przypadek wstrzymania obsługi długu przez spółkę GetBack i skala ujawnionych nadużyć stanowiła przesłankę do badań nad rolą i możliwościami ograniczania negatywnych zjawisk na tym rynku przez KNF. Celem opracowania jest tym samym ocena roli

i działań KNF w ograniczaniu ryzyka na polskim rynku obligacji korporacyjnych. Badanie pozwoliło zidentyfikować istotne luki w tym zakresie i sformułować rekomendacje, których wdrożenie mogłoby podnieść w przyszłości bezpieczeństwo i przejrzystość rodzimego rynku obligacji korporacyjnych. Rekomendacje wskazane w opracowaniu obejmują w szczególności nadzór nad limitami tzw. ofert prywatnych, sposobami i jakością dystrybucji przez pośredników jak i nadawanie ratingów obligacjom sprzedawanym na rynku polskim. Istotną konkluzją jest zidentyfikowana luka pomiędzy możliwościami a rzeczywiście podjętymi działaniami przez urząd nadzoru w zakresie badanej spółki. Autorzy mają nadzieję, iż opracowanie oraz wskazane w nim rekomendacje będą stanowiły przyczynek do zmian zwiększających bezpieczeństwo inwestorów w tym segmencie rynku.

Słowa kluczowe

obligacje, ryzyko, organ nadzoru, ocena

The role of the Polish Financial Supervision Authority in limiting the risk for investors on the Polish bond market on the example of the insolvency of GetBack S.A. (Summary)

The growing importance of the corporate bond market in comparison with a number of risks related to their purchase indicates how important the role of trust and investor security is. They are exposed to a number of risks, in particular credit risk related to the issuer's insolvency. The case of stopping the debt service by GetBack SA and the scale of the disclosed fraud constituted the premise for research on the role and possibilities of limiting the negative phenomena on this market by the PFSA. The aim of the study is to assess the role and activities of the PFSA in limiting the risk on the Polish corporate bond market. The research allowed to identify significant gaps in this area and formulate recommendations, the implementation of which could raise the security and transparency of the domestic corporate bond market in the future. Recommendations indicated in the study include, in particular, supervision over the so-called private offers, methods and quality of distribution through intermediaries as well as assigning ratings to bonds sold on the Polish market. An important conclusion is the identified gap between the possibilities and the actual actions taken by the supervising office in the scope of the audited company. The authors hope that the development and recommendations indicated in it will be a contribution to changes that increase investor security in this market segment.

Keywords

bonds, risk, authority, assessment

Dorota Podedworna-Tarnowska*

Niedowartościowanie w procesie IPO spółek migrujących z rynku NewConnect na rynek główny Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie

Wstęp

W krajach rozwiniętych, z ukształtowanym i dojrzałym systemem finansowym, funkcjonuje zwykle więcej niż jeden giełdowy rynek obrotu papierami wartościowymi. Każdy z nich charakteryzuje się odmiennymi regulacjami. Rynki alternatywne, w porównaniu do rynków głównych, są mniej sformalizowane. Dlatego niemal w każdym kraju, w którym rynki te zainicjowały swoją działalność, zaobserwowano tendencję, że większość pierwszych ofert publicznych (*initial public offer* – IPO) odbywało się właśnie na nich. Rynki te są bowiem szansą dla wielu przedsiębiorstw potrzebujących kapitału, ale niespełniających jeszcze wymogów giełdowych rynków głównych. Proces pozyskiwania kapitału odbywa się na nich głównie w formie prywatnych emisji akcji. Jest to zatem okres wzrostu kapitalizacji i osiągania pewnego rodzaju dojrzałości przedsiębiorstwa. Dla wielu z nich jest to wstęp do przeprowadzenia w kolejnym etapie rozwoju pierwszej oferty publicznej na rynku głównym i stania się publiczną spółką giełdową. Wejście na rynek alternatywny wiąże się zatem dla nich z oczekiwaniem wzrostu wartości przedsiębiorstwa i pozyskaniem odpowiedniej renomy w celu migracji na giełdowy rynek główny. Giełdowe dane statystyczne pokazują, że na zmianę parkietu notowań decydują się spółki o różnej kapitalizacji reprezentujące różne branże.

Celem artykułu jest analiza zjawiska niedowartościowania spółek, które zmieniały miejsce notowań z rynku alternatywnego na rynek główny. Autorka stawia hipotezę, że te spółki były mniej niedowartościowane podczas IPO w porównaniu do spółek bezpośrednio debiutujących na rynku głównym.

Analizę przeprowadzono wśród 54 spółek, które zmieniły parkiet notowań z rynku NewConnect na rynek główny Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2008–2016. Jako bazę porównawczą w analizie przyjęto 183 spółki, które bezpośrednio debiutowały na rynku głównym w tym samym okresie.

* Dr, Instytut Zarządzania Wartością, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, al. Niepodległości 162, 02-554 Warszawa, dpoded@sgh.waw.pl

1. New Connect w Polsce w świetle historii rynków alternatywnych

Na świecie funkcjonują dwa modele rynków alternatywnych, które tworzone są przez odmienne podmioty i w dwóch odmiennych celach [Tomaszewski, 2013, s. 115–127]:

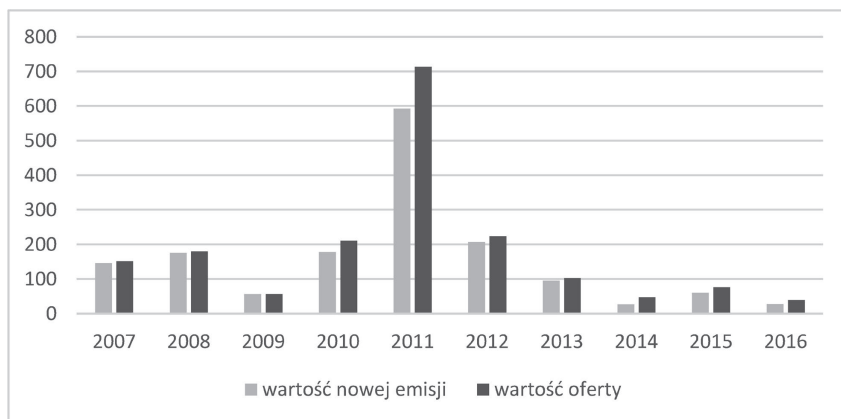
1. Rynki alternatywne tworzone przez firmy inwestycyjne powstające jako alternatywa i konkurencja dla tradycyjnych giełd. Celem ich tworzenia jest umożliwienie hurtowego obrotu najbardziej płynnymi instrumentami finansowymi inwestorom instytucjonalnym.
2. Rynki alternatywne tworzone przez giełdy i pełniące w stosunku do nich rolę instytucji komplementarnych. Celem ich tworzenia jest rozszerzenie zakresu usług oferowanych przez giełdy wraz z pełnym wykorzystaniem jej potencjału.

W niniejszym artykule przedmiotem zainteresowania i analiz są rynki tworzone przez giełdy. Pierwszym takim rynkiem stworzonym z myślą o przedsiębiorstwach działających w branży technologicznej był uruchomiony w 1971 r. amerykański National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ) z pierwszym na świecie elektronicznym systemem obrotu papierami wartościowymi [Kordela, 2013, s. 69]. Jednak inspiracją i wzorem dla tworzenia rynków alternatywnych w Europie był londyński Alternative Investment Market (AIM) utworzony przez London Stock Exchange w 1995 r. [Panfil, 2013, s. 347–358]. Największy rozkwit rynków alternatywnych miał miejsce w latach 1995–2005, kiedy powstało około dwudziestu alternatywnych rynków w dwunastu europejskich krajach, m.in. Alternext, Freiverkehr, Nouveau Marché, Neuer Markt czy promowany przez Komisję Europejską European Association of Securities Dealers Automated Quotation (EASDAQ).

Rynek NewConnect w Polsce zainicjował swoją działalność w sierpniu 2007 r. Celem jego powstania było stworzenie rynku, na którym możliwe byłoby pozyskiwanie kapitałów przez nowoczesne innowacyjne przedsiębiorstwa. Ze względu na specyfikę emitentów rynek NewConnect oferuje bardziej liberalne wymogi formalne i obowiązki informacyjne, a w konsekwencji tańsze pozyskanie kapitału. NewConnect jest platformą pierwszego etapu upublicznienia dla notowanych tu przedsiębiorstw, co w efekcie daje szansę na rozwój i wejście w kolejnym etapie rozwoju do grona dużych notowanych na rynku głównym spółek. Można więc powiedzieć, że rynek NewConnect powstał jako platforma obrotu dla przedsiębiorstw głównie z sektora MSP o dużej dynamice wzrostu, perspektywnie się rozwijających i posiadających wizję rozwoju. Na tym rynku spółki poszukują środków finansowych rzędu od kilkuset tysięcy do kilkunastu milionów złotych. Warto dodać, że na rynku NewConnect

wartość przeprowadzanych ofert zbliżona jest do wartości nowych emisji¹ (rys. 1).

Rysunek 1. Wartość nowej emisji i wartość oferty na NewConnect w latach 2007–2016 (w mln PLN)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z GPW [www.gpw.pl, www.newconnect.pl].

Oznacza to, że dla spółek debiutujących na rynku alternatywnym priorytetowe znaczenie ma pozyskany z niego kapitał, a pozostałe niekapitałowe korzyści towarzyszące upublicznieniu, takie jak m.in. wzrost prestiżu, wiarygodności czy rozpoznawalności, schodzą na dalszy plan.

2. Zjawisko niedowartościowania w literaturze

W pierwszym dniu notowań spółki odzwierciedlone jest to, czy jej wycena została przeprowadzona adekwatnie do tego, co zostało zaofiarowane inwestorom. Relację ceny zamknięcia pierwszego dnia notowań akcji lub praw do akcji do ceny emisyjnej określić można tzw. efektem niedowartościowania (niedoszacowania) spółki. Można to wyrazić matematyczną relacją, która wyraża prostą stopę zwrotu:

$$\left(\frac{C_z}{C_e} - 1 \right) \times 100\% \quad (1)$$

gdzie:

C_z – cena zamknięcia z pierwszego dnia notowań (akcji lub praw do akcji),

C_e – cena emisyjna.

W przypadku spółek inicjujących swoje istnienie na jakimkolwiek rynku cena zamknięcia z pierwszego dnia notowań jest odnoszona do ceny

¹ W tej części analizy rozszerzono zakres danych z 2007 r., kiedy powstał rynek NewConnect.

emisyjnej, po jakiej przydzielano akcje, lub ceny, po jakiej dotychczasowi właściciele sprzedawali swoje akcje. Natomiast w przypadku przechodzenia z jednego rynku na drugi ceną odniesienia jest cena zamknięcia z ostatniego dnia notowań spółki na poprzednim rynku. W tej grupie spółek migrujących mamy zatem do czynienia ze specyficznym rodzajem niedowartościowania.

Trzeba podkreślić, że wycena rynkowa w dniu debiutu jest uzależniona od oczekiwań inwestorów i jest pochodną następujących parametrów [Podedworna-Tarnowska, 2011, s. 467–493]:

- pragmatyczności i atrakcyjności celów emisji powiązanych z precyzyjnie i fachowo określoną strategią długoterminową;
- realistycznie określonych celów biznesowych i finansowych w powiązaniu z adekwatnie zarysowaną holistyczną i wnikliwą analizą ryzyka biznesowego i prawnego wraz ze wskazaniem sposobów ich minimalizacji;
- stabilności, ale jednocześnie bezpieczeństwa zawartych przez spółkę umów z partnerami gospodarczymi;
- transparentności struktury właścicielskiej;
- odpowiedniej płynności akcji;
- istnienia w spółce opcyjnych programów motywacyjnych dla kluczowych menedżerów uzależnionych od wyników firmy.

Przyczyny efektu niedowartościowania są atrakcyjnym przedmiotem badań z uwagi na ciągle zmieniające się otoczenie rynku finansowego. W literaturze funkcjonuje wiele teorii wyjaśniających jego istnienie, co zostało potwierdzone szeregiem badań przeprowadzonych w oparciu o funkcjonujące giełdy w wielu krajach. Spośród pionierskich badań w tej dziedzinie należy wymienić badania bazujące na danych dotyczących ofert publicznych na rynku amerykańskim: L. Logue'a [1973, s. 91–103], R. Ibbotsona [1975, s. 235–272] czy J. Rittera [1984, s. 215–240].

Jednocześnie potwierdzone zostało występowanie pewnej cykliczności, tj. w niektórych okresach zaobserwowano wyższe poziomy niedowartościowania niż w innych. Sugeruje to, że w takich okresach spółki transferowały znaczną część wartości do inwestorów, a to jednocześnie oznacza, że niedowartościowanie było kosztowne dla dotychczasowych właścicieli spółki. Tezę tę potwierdzają badania A. Ljungqvista, z których wynika, że od lat 60. do początku lat 2000 średnia wartość niedowartościowania w Stanach Zjednoczonych wyniosła około 19%, ale ze znaczącymi wahaniami, tj. 21% w latach 60., 12% w latach 70., 16% w latach 80., 21% w latach 90. i 40% w pierwszej dekadzie lat 2000 [Ljungqvist, 2006, s. 1]. Wiąże się to z różnymi okresami w cyklu koniunktury. Wyodrębnia się też tzw. gorące emisje (*hot issue*), w których średnie zwroty są nienormalnie wysokie, oraz tzw.

zimne emisje (*cold issue*), w których zwroty zachowują się w przeciwieństwie do obserwowanego trendu [Huang, Levich, 1999, s. 9].

V.B. Marisettya i M.G. Subrahmanyam wysunęli z kolei tezę, że wyższy poziom niedowartościowania występuje w grupach kapitałowych niż w pojedynczych firmach, zaś spółki kontrolowane przez państwo osiągają przy debiutach najniższy poziom niedowartościowania [Marisettya, Subrahmanyam, 2010, s. 196–223].

Funkcjonują również teorie, które wyrosły na gruncie teorii asymetrii informacji. Według nich w ofercie publicznej występują co najmniej trzy zainteresowane strony, tj. emitent, inwestor i oferujący, spośród których jedna jest lepiej poinformowana od innych. W teoriach tych nie ma przy tym jednomyślności, co do twierdzenia, która to jest strona.

Według D. Barona stroną tą jest oferujący, który posiadając najwięcej informacji o prawdopodobnym popycie na akcje ze strony inwestorów, tak kształtuje cenę, aby oferowana podaż akcji w IPO została objęta przez inwestorów z zyskiem. Buduje dzięki temu swój prestiż jako oferujący tzw. dobrych (niedowartościowanych) emisji gwarantujących wysoką stopę zwrotu [Baron, 1982, s. 955–976].

I. Welch uznaje, że stroną dominującą w zakresie posiadanych informacji jest emitent. Dotyczy to zwłaszcza tych podmiotów, które planując kolejne emisje, dyskontują cenę akcji w IPO, aby uzyskać większe zainteresowanie inwestorów w kolejnych emisjach. Emitenci ci celowo ponoszą koszty niedowartościowania, transferując wartość spółki do inwestorów, gdyż zrekompensują je sobie w tych kolejnych emisjach [Welch, 1989, s. 421–449]. To zastosowane dyskonto wobec wyceny jest zatem rodzajem zachęty dla inwestorów w celu zwiększenia prawdopodobieństwa dodatknej stopy zwrotu [Podedworna-Tarnowska, 2013, s. 129–141].

Zbliżony nurt reprezentują M. Brennan i J. Franks, zakładając, że zarządy spółek celowo ustalają ceny emisji na niższym poziomie, aby doprowadzić do znacznej ich nadsubskrypcji. Celem takich działań jest większe rozproszenie akcjonariatu skutkujące z kolei zmniejszonymi możliwościami kontrolowania zarządów przez takich akcjonariuszy [Brennan, Franks, 1997, s. 391–413].

K. Rock argumentuje z kolei, że pewna mała grupa inwestorów jest w posiadaniu większej ilości informacji wobec innych, wskazując na występowanie dwóch rodzajów IPO: dobrych i złych. Zatem dobrze poinformowani inwestorzy „tłoczą się”, aby kupić akcje dobrych, niedowartościowanych emisji, powodując dużą ich nadsubskrypcję, zaś unikają przewartościowanych emisji. W efekcie słabiej poinformowani inwestorzy mają zwiększone szanse przydziału akcji tych emisji, ale nie uzyskują z nich wysokiego zwrotu. Jest to tzw. przekleństwo zwycięzcy. Oferujący

musi więc ustalić takie dyskonto, aby zagwarantować odpowiedni popyt ze strony tych „niedoinformowanych” inwestorów i jednocześnie umożliwić im wysoką stopę zwrotu na debiucie [Rock, 1986, s. 187–212]. Teorią w zbliżonym nurcie, lecz opartą stricte o czynniki behawioralne, jest teoria kaskad [Welch, 1992, s. 695–732], według której inwestorzy działają sekwencyjnie, co oznacza, że podjęte decyzje przez jednych inwestorów postrzegane są jako te bardziej miarodajne i warunkują decyzje kolejnych. Niedowartościowanie pierwszych ofert publicznych będzie zachęcało inwestorów i tworzyło efekt „pozytywnych” kaskad.

Niektóre teorie oparte są o przyczyny regulacyjne. Na przykład w Szwecji przed 1990 r. wiele firm wypłacało pracownikom wynagrodzenia w postaci niedowartościowanych akcji, gdyż system podatkowy przewidywał dużo niższe stawki od zysków kapitałowych w porównaniu z podatkiem od wynagrodzeń. Zmiana przepisów polegająca na objęciu tego typu zysków podatkiem od wynagrodzeń ma wyraz w zmianie stóp zwrotu spółek, których debiut przypadł na lata 1990–1994 (średnie niedowartościowanie 8%) w porównaniu do poprzednich okresów, tj. 1980–1989 (średnie niedowartościowanie 41%) [Rydqvist, 1997, s. 295–313].

Jako przyczynę niedowartościowania, zwłaszcza na rynku amerykańskim, uznaje się również pobudki formalnoprawne oferującego, wynikające z chęci uniknięcia możliwych pozwów sądowych ze strony inwestorów wskutek błędnego przekonywania inwestorów do zakupu akcji przewartościowanych [Saunders, 1990, s. 3–10].

W wielu badaniach podkreśla się, iż statystycznie wyższy poziom niedowartościowania występuje w krajach rozwijających się. Na przykład w latach 2003–2010 średnie niedowartościowanie w Arabii Saudyjskiej wyniosło 264,5%, w Chinach w latach 1990–2010 – 137,4%. Ale na przykład w Rosji w latach 1999–2006 wyniosło ono tylko 4,2% [Loughran i inni, 1994, s. 165–199]. Istnieje wiele badań wyjaśniających, dlaczego debiuty spółek na rynkach wschodzących są bardziej niedowartościowane, czasami wręcz stopy zwrotu są wysoce nienormalne w porównaniu do Stanów Zjednoczonych i Europy. Jednym z wyjaśnień są nakazy polityczne i biurokratyczne. Na przykład w Korei firmy musiały ustalać cenę na poziomie ich *book value*. Z kolei w Malezji między 1978 a 1983 niedowartościowanie było na poziomie 167%. Nowe emisje w tym kraju wspierały grupy etniczne: według prawa Malezyjczycy musieli zaalokować minimum 30% oferowanych akcji. W niektórych krajach przydziały wysoce niedowartościowanych emisji debiutujących spółek za wpływy polityczne były wyrazem podziękowania, a taka praktyka miała miejsce na przykład w Japonii w 1989 r., po czym premier rządu musiał podać się do dymisji [Jenkinson, Ljungqvist, 1996, s. 25].

3. Analiza efektu niedowartościowania spółek migrujących z rynku NewConnect na rynek główny GPW w Warszawie

Analizę przeprowadzono wśród 54 spółek, które zmieniły parkiet notowań z rynku NewConnect na rynek główny Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w okresie 2008–2016. Jako bazę porównawczą w analizie przyjęto spółki, które bezpośrednio debiutowały na rynku głównym w tym samym okresie. Aby porównać efekt niedowartościowania spółek bezpośrednio debiutujących, z próby 237 wszystkich debiutujących spółek na rynku głównym w latach 2008–2016 wyłączono 54 spółki przechodzące z rynku NewConnect. Uzyskano zatem próbę porównawczą, tj. 183 spółki debiutujące bezpośrednio na rynku głównym w tym samym okresie. Punktem wyjścia do analiz jest 2008, w którym miała miejsce pierwsza migracja na rynek główny (tab. 1).

Tablica 1. Liczba debiutów na rynku głównym i alternatywnym GPW w Warszawie w latach 2008–2016

Rok	Rynek główny	Rynek główny (z wyłączeniem spółek migrujących)	Rynek główny (spółki migrujące)	Rynek alternatywny NewConnect
2008	33	32	1	61
2009	13	12	1	26
2010	34	26	8	86
2011	38	32	6	172
2012	19	17	2	89
2013	23	16	7	42
2014	28	18	10	22
2015	30	17	13	19
2016	19	13	6	16
2008–2016	237	183	54	533

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z GPW [www.gpw.pl, www.newconnect.pl].

W Europie przechodzenie między rynkami nie jest zjawiskiem powszechnym. Dla przykładu w Wielkiej Brytanii od początku istnienia rynku alternatywnego, tj. od 1995 do 2009 r., tylko 90 spółek przeszło na rynek główny giełdy w Londynie [Vismara i inni, 2012, s. 352–388]. Natomiast częściej zdarzały się przypadki zmiany rynku w drugą stronę, tj. z rynku głównego na rynek alternatywny – takich spółek było w tym okresie aż 282. C. Leuz, A. Triantis i T. Wang uzasadniają to tym, że głównie czynią tak firmy, które nie przestrzegają w pełni standardów corporate governance i mają słabsze perspektywy rozwoju [Leuz i inni, 2008, s. 181–208]. W Polsce od utworzenia rynku NewConnect 54 spółki zmieniły miejsce notowań,

co stanowiło prawie 23% wszystkich debiutów na rynku głównym. Co ciekawe, nie zaobserwowano dużej dysproporcji między wartością nowej emisji akcji a wartością oferty. Potwierdza to, że spółki przechodzące na główny rynek potrzebowały dalszego znacznego finansowania na realizację pomysłów rozwojowych. Jednak w niektórych latach analizy, kiedy migracji było zaledwie kilka, wartość oferty była zerowa, a zatem spółki wyłącznie zmieniły parkiet notowań bez podwyższania kapitałów (tab. 2).

Tablica 2. Emisje spółek migrujących z rynku NewConnect na główny rynek Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2008–2016

Rok	Liczba spółek	Wartość emisji (PLN)	Wartość oferty (PLN)
2008	1	0,00	0,00
2009	1	0,00	0,00
2010	8	76 886 208,90	81 236 208,90
2011	6	0,00	,00
2012	2	0,00	0,00
2013	7	107 779 463,00	107 779 463,00
2014	10	43 579 096,30	43 579 096,30
2015	13	91 960 000,00	96 796 000,00
2016	6	780 000,00	780 000,00
2008–2016	54	320 984 768,20	330 170 768,20

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z GPW [www.gpw.pl].

Niedowartościowanie policzono według wcześniej zaprezentowanego wzoru nr 1 jako stopę zwrotu w dniu debiutu najpierw dla każdej spółki. Następnie policzono średnie arytmetyczne niedowartościowania w poszczególnych latach analizy oraz średnie arytmetyczne niedowartościowania dla całego okresu analizy, tj. lat 2008–2016 (tab. 3).

Średnie niedowartościowanie spółek migrujących jest niższe niż spółek bezpośrednio debiutujących. Na przykład w 2009 r. wśród spółek migrujących zaobserwowano duże niedowartościowanie, tj. na poziomie 54,93%, w porównaniu do innych lat analizy, jednak należy zauważyć, że dotyczy ono jednej spółki. Przeważały okresy przewartościowania, a więc takie, w których wycena spółek w ostatnim dniu notowań na rynku New Connect była wyższa od wyceny w pierwszym dniu notowań na rynku głównym. Najbardziej spektakularnym debiutem w całej próbie w okresie analizy jest IPO spółki zmieniającej parkiet w 2015 r., podczas którego stopa zwrotu wyniosła 70,79% (tab. 4).

Tablica 3. Porównanie niedowartościowania debiutów bezpośrednich i debiutów spółek migrujących z rynku NewConnect w latach 2008–2016

Rok	Średnia stopa zwrotu	
	IPO bezpośrednie *)	IPO spółek migrujących
2008	13,12%	-5,70%
2009	14,51%	54,93%
2010	9,80%	-0,30%
2011	1,30%	-1,43%
2012	5,86%	-1,64%
2013	8,84%	-4,27%
2014	0,93%	3,38%
2015	3,58%	4,35%
2016	7,20%	5,04%
2008–2016	7,44%	2,30%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z GPW [www.gpw.pl].

Tablica 4. Niedowartościowanie debiutów spółek migrujących z rynku NewConnect na rynek główny Giełdy Papierów Wartościowych w latach 2008–2016

Rok	Liczba spółek	Średnia stopa zwrotu	Maksymalna stopa zwrotu	Minimalna stopa zwrotu
2008	1	-5,70%	-5,70%	-5,70%
2009	1	54,93%	54,93%	54,93%
2010	8	-0,30%	12,50%	-17,20%
2011	6	-1,43%	7,41%	-13,76%
2012	2	-1,64%	0,00%	-3,28%
2013	7	-4,27%	17,06%	-30,77%
2014	10	3,38%	12,96%	-6,13%
2015	13	4,35%	70,79%	-13,73%
2016	6	5,04%	24,29%	-6,37%
2008–2016	54	2,30%	70,79%	-30,77%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z GPW [www.gpw.pl].

W grupie spółek bezpośrednio debiutujących na rynku głównym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, które charakteryzowały się wyższym niedowartościowaniem, największy transfer wartości do inwestorów nastąpił podczas IPO spółki w 2008 r. (tab. 5). Rynek bardzo optymistycznie wycenił akcje spółki względem wyceny akcji w procesie emisji.

Tablica 5. Niedowartościowanie debiutów na rynku głównym Giełdy Papierów Wartościowych w latach 2008–2016

Rok	Liczba spółek	Średnia stopa zwrotu	Maksymalna stopa zwrotu	Minimalna stopa zwrotu
2008	32	13,12%	242,00%	-74,07%
2009	12	14,51%	38,90%	-3,64%
2010	26	9,80%	107,08%	-11,44%
2011	32	1,30%	28,55%	-24,67%
2012	17	5,86%	66,29%	-61,65%
2013	16	8,84%	26,94%	-11,06%
2014	18	0,93%	11,11%	-11,97%
2015	17	3,58%	19,01%	-4,63%
2016	13	7,20%	44,03%	-3,85%
2008–2016	183	7,44%	242,00%	-74,07%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z GPW [www.gpw.pl].

Zakończenie

Głównym miejscem pozyskiwania finansowania z emisji akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie jest jej główny parkiet. Jednak dla mniejszych spółek ważne jest funkcjonowanie w jej obrębie rynku alternatywnego. Dzięki tej platformie również mniejsze przedsiębiorstwa mogą pozyskiwać kapitały na rozwój, by potencjalnie w kolejnym etapie, po osiągnięciu odpowiedniej dojrzałości, zmienić miejsce notowań na rynek główny.

W wyniku przeprowadzonej analizy opartej na danych pochodzących z Giełdy Papierów Wartościowych potwierdzono hipotezę, że wyższym niedowartościowaniem charakteryzują się bezpośrednio debiuty spółek w porównaniu do IPO spółek migrujących z rynku New Connect na rynek główny.

Główną przyczyną tego zjawiska jest to, że bezpośrednio debiuty spółek są bardziej ryzykowne dla inwestorów. Chociaż muszą one spełniać bardzo wysokie standardy związane z upublicznieniem, to jednak brak wystarczającej wiedzy o nich wynikający z krótszej ekspozycji informacyjnej przed debiutem powoduje większe ryzyko inwestycyjne. Natomiast spółki migrujące są już po części zweryfikowane przez rynek, a inwestorzy posiadają o nich więcej informacji. Dlatego te bardziej doświadczone spółki na rynku alternatywnym, migrując na rynek główny, średnio przenoszą mniejszą wartość do inwestorów w celu zachęty do inwestowania w porównaniu do spółek dopiero inicjujących swoją działalność na giełdzie.

Literatura

- Baron D.P. (1982), *A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues*, „The Journal of Finance”, Vol. 37, No. 4.
- Brennan M.J., Franks J. (1997), *Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 45, No 3.
- Duszek B. (2007), *Jak pozyskać kapitał z giełdy? Poradnik dla przyszłych emitentów*, GPW w Warszawie, Warszawa.
- Huang Q., Levich R.M. (1999), *Underpricing of new equity offerings by privatized firms: An international test*, Working Paper, Hofstra University and New York University.
- Ibbotson R. (1975), *Price Performance of Common Stock New Issues*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 2, No. 3.
- Jenkinson T., Ljungqvist A. (1996), *Going Public. The Theory and Evidence on how Companies Raise Equity Finance*, Clarendon Press, Oxford.
- Kordela D. (2013), *NewConnect – rynek giełdowy dla małych i średnich przedsiębiorstw*, CeDeWu, Warszawa.
- Leuz C., Triantis A., Wang T.Y. (2008), *Why do firms go dark? Causes and economic consequences of voluntary SEC deregistrations*, „Journal of Accounting and Economics”, Vol. 45, No. 2–3.
- Ljungqvist A. (2006), *IPO Underpricing*, Working Paper, Center for Corporate Governance, Tuck School of Business at Dartmouth.
- Logue L. (1973), *On the pricing of unseasoned equity issues: 1965–1969*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, Vol. 8, No. 1.
- Loughran T., Ritter J.R., Rydqvist K. (1994), *Initial Public Offerings: International Insights*, „Pacific-Basin Finance Journal”, Vol. 2, No. 2–3.
- Marisettya V.B., Subrahmanyam M.G. (2010), *Group affiliation and the performance of IPOs in the Indian stock market*, „Journal of Financial Markets”, Vol. 13, No. 1.
- Panfil M. (2013), *Analiza porównawcza NewConnect i innych europejskich rynków alternatywnego systemu obrotu akcjami*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, nr 768, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 63.
- Podedworna-Tarnowska D. (2011), *Wycena spółki w procesie IPO*, w: M. Panfil, A. Szablewski (red.), *Wycena Przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki*, Poltext, Warszawa.
- Podedworna-Tarnowska D. (2013), *Niedowartościowanie w procesie IPO*, „Prace Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Gdańsku”, t. 27.
- Ritter J. (2017), *Initial Public Offerings: Updated Statistics on Long-run Performance*, July 24, <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2017/07/ipos2016longrun.pdf>, dostęp: 30.07.2017.
- Ritter J.R. (1984), *The “Hot Issue” Market of 1980*, „Journal of Business”, Vol. 57, No. 2.
- Rock K. (1986), *Why new issues are underpriced?* „Journal of Financial Economics”, Vol. 15, No. 1–2.
- Rydqvist K. (1997), *IPO Underpricing as Tax-Efficient Compensation*, „Journal of Banking & Finance”, Vol. 21, No. 23.

- Saunders A. (1990), *Why Are So Many New Stock Issues Underpriced?* „Business Review”, March/April.
- Swaminathan B., Purnanandam A.K. (2004), *Are IPOs Really Underpriced?* „The Review of Financial Studies”, Vol. 17, No. 3.
- Tomaszewski J. (2013), *Obowiązki informacyjne spółek notowanych na rynku NewConnect GPW S.A. w świetle rozwiązań europejskich giełdowych platform ASO*, „Prace Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Gdańsku”, t. 27.
- Vismara S., Paleari S., Ritter J.R. (2012), *Europe's Second Markets for Small Companies*, „European Financial Management”, Vol. 18, No. 3.
- Welch I. (1989), *Seasoned Offerings, Imitation Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings*, „The Journal of Finance”, Vol. 44, No. 2.
- Welch I. (1992), *Sequential Sales, Learning, and Cascades*, „The Journal of Finance”, Vol. 47, No. 2.
- www.gpw.pl.
- www.newconnect.pl.

Streszczenie

W krajach rozwiniętych, z ukształtowanym i dojrzałym systemem finansowym, funkcjonuje zwykle więcej niż jeden giełdowy rynek obrotu papierami wartościowymi, a każdy z nich charakteryzuje się odmiennymi regulacyjnymi wymogami. Ponieważ wiele przedsiębiorstw nie spełnia wymogów rynku głównego, znaczna część IPO odbywa się na rynkach alternatywnych. Wiele z nich następnie migruje na rynek główny. Celem artykułu jest analiza zjawiska niedowartościowania spółek, które zmieniały miejsce notowań z rynku alternatywnego na rynek główny. Autorka stawia hipotezę, że te spółki były mniej niedowartościowane podczas IPO w porównaniu do spółek bezpośrednio debiutujących na rynku głównym. Analizę przeprowadzono wśród 54 spółek, które zmieniły parkiet notowań z rynku NewConnect na rynek główny Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w okresie 2008–2016. Jako bazę porównawczą w analizie przyjęto 183 spółki, które bezpośrednio debiutowały na rynku głównym w tym samym okresie.

Słowa kluczowe

IPO, niedowartościowanie, rynek główny, rynek alternatywny

Underpricing Effect of Companies Transferred from the Alternative to the Main Market of the Warsaw Stock Exchange (Summary)

In countries with sophisticated financial systems there is usually more than one market for the trading of securities, and these markets are characterized by different regulatory requirements. Since many companies do not meet the requirements of going public needed in the main market a lot of IPOs take place on the alternative markets. Then a lot of them change the place of listing to the main market. The aim of the article is to present and explain the phenomenon of underpricing companies that changed the place of listing from the alternative to the main market, which then had to meet higher regulatory requirements and standards for the debuts. The author rises the hypothesis that these companies were less undervalued

compared to the companies directly floating on the main market. Analysis was conducted among 54 companies that changed the place of listing over the period 2008–2016 from the alternative to the main market of the Warsaw Stock Exchange. As a comparison 183 companies were analyzed debuting on the main market over the same period.

Keywords

IPO, underpricing, main market, alternative market

Anna Rutkowska*

Społeczno-ekonomiczne przejawy *sharing economy*

Wstęp

Świat człowieka jest dynamicznym systemem podlegającym nieustannym zmianom polegającym, między innymi, na ciągłej transformacji wzorów myślenia i działania. Zmiany pryncypiów decydują o kierunku rozwoju ludzi, społeczeństw, a niekiedy całej kultury. Wartości i normy obecne w przestrzeni człowieka układają się we wzory i schematy, które można potraktować jak szablony, pozwalające wartościować sposoby funkcjonowania społeczeństw. Jednym ze sposobów zrozumienia rzeczywistości jest poszukiwanie określonych prawidłowości, które opisują dynamikę przekształceń [Wasyluk, 2018, s. 149]. Biorąc pod uwagę zarówno aspekt historyczny w ewoluowaniu myśli ekonomicznej, jak i praktyczną potrzebę jej społecznej użyteczności, oczywisty staje się pogląd, iż w rozwoju ekonomii jako nauki muszą być dostrzegane nowe zjawiska, procesy i trendy, kształtujące się na płaszczyźnie różnorodnych uwarunkowań rozwoju współczesnej cywilizacji. Dotyczy to także idei społecznych, których próba implementacji może w znacznym stopniu wpływać na warunki gospodarowania, co ściśle związane jest z determinantami decyzji i wyborów ekonomicznych dokonywanych przez podmioty rynkowe w stale zmieniających się warunkach otoczenia. Nasilenie się procesów globalizacyjnych związane jest w głównej mierze z takimi trendami ogólnoświatowymi, jak: wzrastające podobieństwo krajów pod względem popytu konsumpcyjnego, zwiększona płynność na globalnych rynkach kapitałowych, zmniejszające się bariery celne, usprawnienie technologiczne, rozwój innowacji, a także pojawienie się nowych konkurentów globalnych [Rutkowska, 2018, s. 108–109]. W warunkach gospodarki opartej na wiedzy, rosnącej roli innowacji oraz dynamicznego rozwoju wysoko zaawansowanych technologii zasadne wydają się pytania o relacje zarówno konsumentów, jak i producentów do fundamentalnych kategorii ekonomicznych, takich jak własność, korzyść czy zysk.

Odpowiedzią na zachodzące zmiany w przestrzeni społecznej, ekonomicznej, kulturowej i politycznej jest trend zwany *sharing economy* (gospodarka, ekonomia współdzielenia). Biorąc pod uwagę dotychczasową

* Dr, Katedra Analizy Rynku i Marketingu, Wydział Nauk Ekonomicznych, Uniwersytet Warmińsko-Mazurski w Olsztynie, ul. Oczapowskiego 4, 10-724 Olsztyn, anna.rutkowska@uwm.edu.pl

dynamikę rozwoju *sharing economy*, można postawić hipotezę, iż ekonomia współdzielenia może być w niedalekiej perspektywie nowym paradygmatem wymiany rynkowej i funkcjonowania rynku. Artykuł ma charakter teoretyczny. Stanowi przegląd literatury przedmiotu dotyczącej problematyki *sharing economy*. Celem podjętych rozważań jest przedstawienie istoty *sharing economy* oraz determinantów rozwoju ekonomii współdzielenia. W artykule ukazano przykłady praktycznych zastosowań *sharing economy*, a także korzyści społeczno-ekonomiczne wynikające ze współdzielenia zasobów. Na podstawie analizy literatury przedmiotu i praktycznych przejawów *sharing economy* można stwierdzić, iż współdzielenie zasobów generuje wymierne zyski i szanse prorozwojowe w procesie wymiany dóbr i usług, zwłaszcza finansowych, transportowych, hotelarskich i turystycznych.

1. Istota *sharing economy*

Problematyka funkcjonowania rynku w głównej mierze stanowi przedmiot badań i analiz ekonomicznych. Złożoność współczesnej rzeczywistości oraz mnogość uwarunkowań wpływających na proces podejmowania decyzji gospodarczych implikuje konieczność interdyscyplinarnego ujmowania istoty zjawisk dotychczas uznawanych za stricte ekonomiczne. Kwestie wzajemnych interakcji pomiędzy konsumentami a producentami, tematyka społecznej odpowiedzialności biznesu, płaszczyzny prosumenckich inicjatyw, czy też zagadnienia związane z oddziaływaniem nowoczesnych technologii na aktualizowanie potencjału umysłu ludzkiego i konkurencyjność gospodarek rozpatrywane są przez przedstawicieli różnych dyscyplin naukowych, takich jak filozofia, socjologia, antropologia czy psychologia, poszerzając tym samym zakres badań naukowych, stanowiących asumpt do formułowania praktycznych rekomendacji i działań wdrażanych w działalności gospodarczej. Należy przy tym także podkreślić istotny związek między analizą *ex post* i analizą *ex ante* badanych zjawisk. B. Malinowski, wybitny polski antropolog społeczny i ekonomiczny, socjolog i badacz kultury, w książce pt. *Argonauci Zachodniego Pacyfiku* [Malinowski, 2005], przedstawia rytuał Kula, polegający na okrężnej wymianie przedmiotów posiadających znaczenie symboliczno-obrzędowe. W wymianie tej biorą udział członkowie plemion z Nowej Gwinei, z Luizjad, Wyspy Woodlark, Wyspy d'Entrecasteaux i Archipelagu Trobrianda. Transfer oparty jest na założeniu, że żaden wartościowy przedmiot nie może być zbyt długo przetrzymywany oraz na zasadzie obiegu przedmiotu, czyli obowiązku przekazywania go innej osobie. Rytuał ten przyczynia się do budowania i podtrzymywania silnych oraz opartych na wzajemnym szacunku i zaufaniu więzi międzyludzkich, które z kolei kształtują całą nową kulturę, której

immanentną część stanowi zasada wymiany dóbr. Podobne podejście do kwestii wymiany i współdzielenia dóbr prezentuje J. Fresco, amerykański futurolog, konstruktor i wynalazca, propagujący ideę ekonomii opartej na zasadzie darmowego i powszechnego dostępu do dóbr naturalnych [Fresco, 1995]. W jego opinii na obecnym etapie rozwoju cywilizacji człowiek dysponuje wszystkim, co niezbędne (zasoby naturalne i technologia komputerowa), by stworzyć podwaliny nowej ekonomii. Postuluje tym samym stworzenie systemu, w którym narody deklarują, że szeroko pojęte zasoby, takie jak czyste powietrze i woda, ziemia uprawna, edukacja, opieka zdrowotna, energia i żywność, tworzą rodzaj „wspólnego dziedzictwa” wszystkich ludzi, którzy mogą mieć dostęp do chronionych dóbr dzięki technologii komputerowej.

Przedstawione poglądy odzwierciedlają współczesne trendy ekonomiczne, zwłaszcza zjawisko określane mianem *sharing economy*. Trend ten zaczyna generować duże zainteresowanie zarówno wśród konsumentów, jak i proinnowacyjnie zorientowanych biznesmenów. Zawarte są w nim aspekty kulturowe, społeczne, ekonomiczne oraz technologiczne, osadzone na takich kategoriach ekonomicznych, jak gospodarka, innowacje, technologie, start-upy. Zgodnie z głównym założeniem *sharing economy* proces wymiany rynkowej zorientowany jest na współdzielenie zasobów, a zatem mamy do czynienia ze swoistą reorientacją i przejściem z własności, będącej cechą charakterystyczną systemu kapitalistycznego, na dostępność dóbr i usług. Wnikliwa analiza morfologii pojawiających się trendów, zwłaszcza odnoszących się do zmian postaw konsumenckich i różnych obszarów działalności przedsiębiorstw, umożliwi przede wszystkim optymalną i bardziej racjonalną alokację szeroko rozumianych zasobów, a także aktualizację potencjału przedsiębiorstw, pobudzając jednocześnie do poszukiwania i wdrażania kreatywnych i innowacyjnych rozwiązań. Obserwacja złożonej i dynamicznie zmieniającej się rzeczywistości prowadzi do wniosku, iż procesy globalizacyjne, dekonstrukcja łańcuchów wartości, wzrost roli współpracy oraz wysoko zaawansowane technologie teleinformatyczne w istotny sposób przyczyniły się do zmiany krajobrazu gospodarki w skali zarówno mikro-, jak i makroekonomicznej, a także zmiany sposobów zarządzania przedsiębiorstwem.

„Na ogół z używania można czerpać więcej pożytku niż z posiadania”. To starożytne stwierdzenie autorstwa Arystotelesa staje się niezwykle aktualne także współcześnie, przybierając formę przeróżnych aktów wspólnego użytkowania szeroko pojętych dóbr i usług. Tradycyjna wymiana rynkowa polega na dostępie do dóbr poprzez nabywanie do nich prawa własności. Z posiadaniem związana jest ekspresja własnego „ja” oraz identyfikacja z przedmiotem posiadania [Kleine i inni, 1995, s. 328]. Właściciel

danego dobra ma prawo wyłącznego użytkowania, określania warunków dostępu do dobra innych osób, prawo do zbycia czy wydzierżawienia, a także prawo do pobierania pożytków z dobra [Rudawska, 2016, s. 184]. W warunkach zglobalizowanego świata własność nie stanowi już nadrzędnej kategorii w procesie produkcji, wymiany i konsumpcji. Rosnące zainteresowanie konsumentów wzbudza konsumpcja oparta na dostępie do dóbr (*access-based consumption*), będąca transakcją, która może się odbyć za pośrednictwem rynku, lecz bez transferu prawa własności [Bardhi, Eckhardt, 2012, s. 881]. Przeciwnieństwem konsumpcji opartej na posiadaniu jest także konsumpcja oparta na współdzieleniu dóbr (*sharing-based consumption*). Konsumpcję opartą na dostępie różni od konsumpcji dzielenia się fakt, iż jest ona kontrolowana przez sieć dostawców, a więc ma charakter rynkowy. W opinii R. Botsman i R. Rogers: „dzielenie się to przyszłość naszego świata, w którym mocno przesadziliśmy z konsumpcją. Ekonomia współdzielona korzysta z waluty innej niż pieniądz: korzysta z zaufania” [Botsman, Rogers, 2010, s. 16]. B. Walsh na łamach magazynu „Time” określił konsumpcję współdzieloną mianem jednej z dziesięciu idei, które zmieniają świat [Walsh, 2011, s. 8].

Sharing economy, czyli w polskim tłumaczeniu „ekonomia (gospodarka) współdzielenia”, „ekonomia dzielenia się”, definiowana jest jako system społeczno-gospodarczy zbudowany wokół podziału zasobów ludzkich i materialnych. Obejmuje wspólną kreację, produkcję, dystrybucję, handel oraz konsumpcję dóbr i usług przez różne podmioty i organizacje. Ten dynamicznie w ostatnich latach rozwijający się trend nie jest zjawiskiem nowym, bowiem po raz pierwszy problematyka dzielenia dóbr poruszona została w 1978 r. przez Marcusa Felsona oraz Joe L. Spaetha w pracy pt. *Community Structure and Collaborative Consumption: A routine activity approach*, w której wspomniani autorzy wprowadzili pojęcie konsumpcji współdzielonej, definiując ją jako proces, w którym jedna lub więcej osób konsumuje dobra lub usługi poprzez angażowanie się we wspólne aktywności z innymi osobami [Felson, Spaeth, 1978, s. 614–624]. *Sharing economy* jest niewątpliwie oryginalną ideą, innowacją biznesową i organizacyjno-technologiczną, która wkomponowuje się w proces serwicyzacji gospodarki [Poniatowska-Jaksch, Sobiecki, 2016]. Współdzielenie przejawia się współcześnie w łączeniu osób za pomocą platform internetowych, umożliwiając im świadczenie usług lub wspólne korzystanie z aktywów, zasobów, kapitału, czasu lub umiejętności bez przekazywania praw własności [Ziobrowska, 2017, s. 262]. Termin „współdzielenie” jest zatem przeciwieństwem pojęcia „własność”, co w znaczący sposób określa postawę osób uczestniczących w wymianie rynkowej.

Wzrost zainteresowania współdzieleniem szeroko pojętych dóbr determinowany jest różnymi czynnikami. Zmiana postaw zarówno konsumentów, jak i producentów wynika w głównej mierze z recesji gospodarczej i stanowi reakcję na ostatni kryzys finansowy, co przejawia się w zwiększonej skłonności do oszczędzania, większej świadomości konsumpcji i lepszemu wykorzystywaniu zasobów poprzez ograniczanie ich marnotrawstwa. Kluczową rolę w rozwoju *sharing economy* odgrywa technologia. W dobie smartfonów, GPS, portali społecznościowych, systemów płatności i mechanizmów reputacyjnych, współużytkowanie staje się realną alternatywą dla tradycyjnie rozumianej własności, obniżając w znaczącym stopniu koszty transakcyjne związane z zawieraniem transakcji. Do wzrostu zainteresowania dzieleniem się dobrami przyczyniają się także dokonujące się zmiany społeczno-kulturowe, takie jak wzrost wzajemnego zaufania, potrzeba wygody oraz poczucia przynależności i wspólnotowości w mikrospołecznościach (plemionach 2.0) [Malinowski, 2016].

Sharing economy obejmuje trzy grupy uczestników: dostawców usług, którzy dzielą się szeroko rozumianymi zasobami, użytkowników oraz pośredników, obsługujących transakcje i łączących usługodawców z użytkownikami za pomocą działających online platform internetowych [Pietrewicz, Sobiecki, 2016, s. 13]. Przedsiębiorstwa funkcjonujące w obszarze *sharing economy* spełniać powinny pięć kluczowych warunków zdefiniowanych przez R. Botsman i R. Rogersa. Rdzeń biznesu przedsiębiorstwa powinien opierać się na uwalnianiu wartości nieużywanych bądź nie w pełni wykorzystanych zasobów. Przedsiębiorstwo powinno kierować się misją wyraźnie opartą na wartościach, takich jak transparentność czy autentyczność. Powinno być także zbudowane na rozproszonych rynkach i zdecentralizowanych sieciach, które tworzą poczucie przynależności, zbiorowej odpowiedzialności i wspólnej korzyści płynącej z budowanej społeczności. Dostawcy, będący reprezentantami strony podażowej platformy, powinni być przez przedsiębiorstwo szanowani i wspierani, tak aby uczynić ich życie lepszym w warstwie ekonomicznej i społecznej. Klienci natomiast, reprezentujący stronę popytową platformy, powinni czerpać korzyść z możliwości dostępu do dóbr i usług w sposób bardziej efektywny niż w sytuacji, gdyby je nabywali na własność [Botsman, Rogers, 2010]. Zdaniem F. Bardhi i G.M. Eckhardt obszar (pole) konsumpcji współdzielonej określić można przez pryzmat takich kryteriów, jak: poziom anonimowości, czas trwania relacji konsumpcyjnej, stopień zaangażowania konsumenta, pośrednictwo rynku, typ udostępnianego dobra oraz przesłanie ideologiczne [Bardhi, Eckhardt, 2012, s. 884–886].

Sharing economy rozpatrywać można w wąskim i szerokim ujęciu. W wąskim oznacza wspólną konsumpcję, a zatem odpłatne lub nieodpłatne

użyczanie wolnych lub nie w pełni wykorzystanych zasobów przez osoby prywatne (C2C). W procesie tym najważniejszą rolę odgrywa zaufanie i współpraca w społeczności. *Sharing economy* sensu largo (inaczej „gospodarka dostępu”, *access economy*¹) odnosi się natomiast do odpłatnego bądź nieodpłatnego użyczania zasobów przez osoby prywatne i podmioty biznesowe (C2C, B2C) nie tylko na zasadzie wspólnej konsumpcji. Istotnymi wartościami w tym podejściu są oszczędność i wygoda klienta. Ekonomia współdzielenia jest zatem orientacją, zgodnie z którą konkutowanie zostaje zastąpione zaufaniem i partnerstwem, a walka o zyski – dzieleniem się. Zamiast eksploatacji dóbr wykorzystywane są prywatne zasoby, „wolne moce” (wolny czas, wolne mieszkanie, wolny samochód) i na tej podstawie tworzona jest konkretna ekonomiczna jakość. Pojęciem fundamentalnym staje się zaufanie, a wraz z potrzebą wygody i potrzebą przynależności do wspólnoty (*user experience*) tworzy siłę napędową dla całego trendu. Zmianie ulega także model własnościowy i kapitałowy. Przedsiębiorstwo z obszaru *sharing economy* swoją pozycję rynkową buduje z pozycji dostawcy danego narzędzia (aplikacji umożliwiającej komunikowanie się uczestników procesu biznesowego).

Katalizatorem rozwoju *sharing economy* są: Internet, aplikacje, wymiana plików p2p, freeware’u, a także portale społecznościowe, umożliwiające generowanie więzi i budowanie różnorodnej mozaiki kontaktów, wspólnie podzielanych wartości, interesów i celów. Nowa ekonomia jest pewną emanacją filozofii millenialsów, czyli generacji C, dla których cały proces zakupowy odbywa się w Internecie, a jego podstawowymi elementami są: marketing rekomendacji, wygoda, szybkość, cenowa konkurencyjność i używanie smartfonu do szukania usług i błyskawicznej zapłaty, swoisty minimalizm oraz nowe podejście do przetwarzania danych [Biedrzycki, 2017]. *Sharing economy* przyczynia się do promowania „pozytywnego” materializmu, czyli bardziej świadomej konsumpcji opartej na dbałości o jakość nabywanych dóbr, ich pochodzenie, sposób użytkowania, bardziej efektywne wykorzystanie zasobów, a także wydłużanie cyklu korzystania z produktu. *Sharing economy* przejawia się w różnorodnych formach zachowań konsumenckich, takich jak: *sharing* (dzielenie się), *bartering* (handel wymienny), *lending* (pożyczanie), *renting* (wynajmowanie), *recycling* (ponowne używanie), *doing yourself* (samodzielne wykonywanie), *open gardening* (zwiedzanie prywatnych ogrodów), *voluntary help* (wolontariat), *shareownership* (współwłasność), *repairing* (naprawianie), *common buying* (wspólne kupowanie) [Jaros, 2016, s. 84, 86]. *Sharing economy* uważa się za przeciwieństwo ekonomii BAU (*Business-AsUsual Economy*), w której

¹ Pojęcie *access economy* wprowadzone zostało jako korekta dla pojęcia *sharing economy* przez F. Bardhi i G.M. Eckhardt [Bardhi, Eckhardt, 2015].

centralnym wyznacznikiem działań jest wzrost [Schor i inni, 2014]. Wdrażanie działań opartych na budowaniu społeczności konsumentów dzielących się produktami przedsiębiorstwa oraz ułatwianie procesów związanych z dystrybucją dóbr w dłuższej perspektywie może przyczynić się do pozyskania nowej lub powiększenia dotychczasowej grupy docelowej konsumentów, kreowania i wzmacniania korzystnego wizerunku marki, a także wzrostu innowacyjności i nowoczesności przedsiębiorstwa. Z rozwojem *sharing economy* immanentnie związany jest także rozwój wspólnoty. Ekonomia współdzielenia wpisuje się bowiem w obszar ekonomii społecznej [Wilkin, 2007, s. 51]. Dotyczy ona wspólnej konsumpcji, crowdsourcingu i crowdfundingu. Działania podejmowane w obszarze ekonomii społecznej i ekonomii współdzielenia mogą być zatem efektywną próbą połączenia gospodarowania z budowaniem więzi społecznych, których zasadniczym celem jest wzmocnienie bezpieczeństwa ekonomicznego oraz socjalnego podmiotów indywidualnych.

2. *Sharing economy* w praktyce

Ekspansja geograficzna oraz wzrost skali wymiany dóbr i usług nabrały obecnie bezprecedensowego tempa. Szczególnie interesującym zjawiskiem w kontekście ekonomii współdzielenia jest krystalizowanie się nowych modeli biznesowych. Generalnie można wyróżnić dwa przykładowe modele. Pierwszym z nich jest model oparty o popyt na określone dobro lub usługę zgłaszany poprzez użytkowników (użytkownicy zgłaszają zapotrzebowanie na platformie i są kojarzeni z ludźmi, którzy chcą taką rzecz udostępnić). Drugi model oparty jest o podaż dóbr lub usług oferowanych przez użytkowników na określonych warunkach dostępności (model biznesowy platformy oparty jest na propozycjach usług z określonymi warunkami dostępu). Wspólna dla obu modeli jest próba dywersyfikacji przychodu, która pozwoliłaby na uczynienie biznesu opłacalnym. Z raportu Accenture Technology Vision 2016 [People First: The Primacy of People in a Digital Age, 2016] wynika, że w 2020 r. przedsiębiorstwa cyfrowe będą stanowić 1/4 całej gospodarki, a najszybciej rozwijającym się segmentem będą platformy biznesowe, wykorzystujące możliwości, jakie daje budowanie nowych modeli opartych na otwartych ekosystemach. Z prognoz przeprowadzonych przez PwC wynika, że przychód generowany przez pięć głównych segmentów rynku ekonomii współdzielenia w 2025 r. wynosić będzie 335 mld dolarów [PwC, 2015]. *Sharing economy* ufundowana jest na założeniu, że zarówno gospodarstwa domowe, jak i podmioty gospodarcze dysponują nie w pełni wykorzystanymi zasobami, które mogą być uaktywnione poprzez wprowadzenie ich do obiegu gospodarczego. W celu podniesienia ich produktywności za pośrednictwem

platform internetowych i z pominięciem profesjonalnych pośredników dokonuje się wymiana rynkowa. Rozwój technologii w znaczącym stopniu ułatwił tworzenie nowych form rynku, w tym mikrouслуг i mikropłatności. Biorąc pod uwagę pozytywne zmiany związane z *sharing economy*, Komisja Europejska postrzega ekonomię współdzielenia jako szansę na dostarczenie europejskiej przedsiębiorczości silnego bodźca rozwojowego, co umożliwiłoby uczynienie z innowacyjnych modeli biznesowych jedno z kół zamachowych gospodarki.

Przedmiotem *sharing economy* jest przede wszystkim transport (Uber, BlaBlaCar, Turo), akomodacja i przestrzeń (Airbnb, Landshare, JustPark), umiejętności i czas (Skillshare, Skilltrade, Khan Academy) oraz inne zasoby materialne, jak narzędzia czy sprzęt. Uber to jeden z najszybciej rozwijających się start-upów na świecie, który za pośrednictwem autorskiej aplikacji na smartfona kojarzy kierowców z pasażerami. Firma została założona w 2009 r. przez G. Campę i T. Kalanicka. Uber jest globalną usługą, która działa w 737 miastach w 84 krajach świata. Według analiz „The Wall Street Journal” wartość Ubera w grudniu 2015 r. wyceniana została na 62,5 mld dolarów [*Uber’s Financials: An Inside Look*]. BlaBlaCar jest największym na świecie serwisem społecznościowym łączącym kierowców, którzy dysponują wolnymi miejscami w swoich autach z pasażerami podróżującymi w tym samym kierunku. Dotyczy to zarówno krótkich, jak i długich dystansów. Serwis stworzony został w 2006 r. przez F. Mazzellę we Francji. Obecnie funkcjonuje w 22 krajach: w Beneluksie, Brazylii, Chorwacji, Czechach, Francji, Hiszpanii, Indiach, Meksyku, Niemczech, Polsce, Portugalii, Rosji, Rumunii, Serbii, Słowacji, Turcji, na Ukrainie, na Węgrzech, we Włoszech oraz w Wielkiej Brytanii i skupia ponad 550 pracowników. Równie często przywoływanym biznesowym przykładem eksplozji *sharing economy* jest Airbnb, będący najpopularniejszym na świecie serwisem dla podróżników, który oferuje płatne noclegi w ponad 65 tys. miast w 192 krajach na całym świecie. Za jego pośrednictwem można wynająć apartament, willę, a nawet zamek. W 2011 r. serwis dysponował 120 tys. ofert, a obecnie ma ich w puli 2,5 mln. Wycena rynkowa Airbnb w 2017 r. była znacznie wyższa niż wycena „tradycyjnych” sieci hotelarskich na świecie i wyniosła ok. 30 mld dolarów. Sukcesy firm takich jak Uber, Airbnb czy BlaBlaCar zachęcają polskich przedsiębiorców do tworzenia nie tylko autorskich projektów, ale i do kreatywnego czerpania z pomysłów już opracowanych. Skilltrade to polski portal umiejętności założony w 2014 r. przez M. Glińskiego i W. Marciniaka, skupiający prawie 300 tys. osób, które pragną się rozwijać. Portal umożliwia poznawanie ludzi o różnorodnych zainteresowaniach oraz wymianę, kupno lub sprzedaż umiejętności. Wspólne uczenie się pozwala użytkownikom portalu szybciej nabywać wiedzę,

a wspólne uprawianie sportów sprzyja utrzymaniu wysokiej motywacji. Kilka polskich serwisów działa na podobnych zasadach jak popularne zagraniczne firmy: Wolneauto.pl to platforma do pożyczania samochodów (podobna do RelayRides, Whipcar czy Getaround), JadeZabioire.pl oferuje społecznościowe przewozy paczek (tak jak Postmates czy Favor), iParkomat pomaga w znajdowaniu miejsc parkingowych (jak Just Park), a wooloo.pl pełni funkcję bazaru, na którym spotykają się zleceniodawcy z dorywczymi pracownikami (analogicznie do Task Rabbit, Sortet czy YouDo) [Domaradzki, 2015].

W Stanach Zjednoczonych duża popularność *sharing economy* wiąże się z istnieniem większej różnorodności platform wymiany, wśród których wymienia się: DogVacay (zapewnienie opieki dla zwierzęcia), SnapGoads (zamiana sprzętu elektronicznego), Spinlister (wypożyczenie roweru, deski surfingowej, snowbordowej), Zaarly (wymienianie się przygotowaną żywnością), Fon (sieć dzielenia się łączem WiFi) i TaskRabbit (wymiana wykonywaną pracą). W Polsce popularnymi platformami są Bankczasu (użyczanie swojego wolnego czasu), Thingo (społecznościowy system wymiany), BlaBlaCar (usługi transportowe), Veturilo (warszawski rower publiczny), Airbnb i Wimdu (wynajem domów i mieszkań).

Konsumpcja współdzielona może być traktowana w kategoriach innowacji dysruptywnych i innowacji społecznych. Odzwierciedla bowiem dążenie człowieka do zrównoważonego rozwoju, rozumianego jako harmonijne współistnienie gospodarki, środowiska i społeczeństwa. *Sharing economy* w swej treści jest gospodarką transakcyjną. Sposób organizacji biznesu opiera się na budowaniu relacji między rozproszonymi grupami dostawców i klientów. Współdzielenie własności musi zatem wiązać się z tworzeniem bezpośrednich relacji międzyludzkich, eliminować anonimowość konsumpcji oraz wzmocnić społeczną otwartość. Relacje te mają szczególnie wymiar, pozbawiony trwałych cech związków między dostawcą a odbiorcą. O potencjale określonej formy biznesu w dużej mierze decyduje jej gospodarcze usytuowanie. Dalsze perspektywy rozwojowe *sharing economy* determinowane będą obfitością produktową, przekazem informacyjnym, technikami dystrybucji i przede wszystkim oczekiwaniami nowego, internetowo-cyfrowego pokolenia młodych ludzi masowo korzystających z aplikacji mobilnych [Pietrewicz, Sobiecki, 2016, s. 15–17].

Analizując inicjatywy z zakresu *sharing economy*, można stwierdzić, iż idea konsumpcji współdzielonej stwarza niewątpliwie duże szanse rozwojowe w procesie wymianie dóbr i usług finansowych, transportowych, hotelarskich, turystycznych. W całościowej ocenie efektów oddziaływania ekonomii dzielenia się należy jednak wziąć pod uwagę także zagrożenia z nią związane. Kluczowymi czynnikami ryzyka, w obliczu których stoi

gospodarka współpracy, są zmiany legislacyjne, rozwój szarej strefy, zaburzenie konkurencyjności oraz spadek obrotów podmiotów działających w dotychczasowych ramach prawnych. Do obszarów problematycznych zaliczyć też można takie aspekty, jak: niedostateczna ochrona prywatności, niska jakość i brak gwarancji realizacji usługi, trudność ewentualnego dochodzenia roszczeń, brak gwarancji ochrony praw pracowników zatrudnionych w gospodarce współdzielenia, niepłacenie podatków przez dzielących się zasobami, brak odpowiedzialności w razie zagrożenia zdrowia lub życia konsumentów. Otwarte zatem pozostaje pytanie o długookresowy bilans korzyści i kosztów *sharing economy*. Idee mają swoje konsekwencje. Warto zatem w kontekście świadomiej i zrównoważonej konsumpcji zastanowić się nad słusnością stwierdzenia Seneki: „Posiadanie jakiegokolwiek dobra nie daje radości, jeżeli nie dzielimy go z drugim człowiekiem”.

Zakończenie

Dynamiczny rozwój *sharing economy* jest wypadkową kolizji megatrendów, z których największe znaczenie ma przełom w rozwoju technologii. Czynnikiem katalizującym wzmożone zainteresowanie konsumpcją współdzieloną jest globalny wzrost dostępu do Internetu, ograniczony dostęp do zasobów (coraz częściej koszt alternatywny „posiadania” jest dużo wyższy niż koszt „dostępu” do produktów i usług), urbanizacja, a także zmiany demograficzne i społeczne. Typowy klient platform gospodarki współdzielenia to człowiek młody, intensywnie korzystający ze smartfonu, mobilny i otwarty na ludzi, ale zarazem ograniczony możliwościami finansowymi i szukający efektywnych kosztowo rozwiązań. Siłą napędową *sharing economy* jest więc pokolenie Y, nazywane także millenialsami czy pokoleniem cyfrowym.

Przedsiębiorczość *sharing economy* można postrzegać w kategorii innowacji społecznej, która przyczynić się może do bardziej ekologicznej i zgodnej z ideą zrównoważonego rozwoju dystrybucji dóbr i usług. W sytuacji gdy krytycznym problemem kapitalizmu staje się rozerwanie związku między rynkiem a wartościami, model gospodarki współdzielenia oznacza swoisty powrót do źródeł. *Sharing economy* można więc postrzegać jako uzupełnienie gospodarki głównego nurtu o segment biznesu społecznie odpowiedzialnego [Hausner, Zmyślony, 2015]. Stwarza ona nowe, szerokie możliwości dla przedsiębiorców. Dotychczas wejście na rynek dojrzałych korporacji przez nowe firmy wymagało pokonania wielu barier, często związanych z ekonomią skali [Hałasik, 2017, s. 140]. Silne strony tradycyjnych modeli biznesowych są oparte na marce, zaufaniu i doświadczeniu budowanemu przez wiele lat lub dekad. Dokonująca się obecnie zmiana polega na przyjęciu przez przedsiębiorstwo wchodzące na rynek

innowacyjnego modelu biznesowego platformy technologicznej, która staje się alternatywnym rynkiem obrotu, oszczędzając czas klienta i biorąc na siebie ryzyko jego niezadowolenia. Dzięki innowacjom technologicznym platformy oferują obniżony koszt transakcyjny oraz możliwość kojarzenia wolnych zasobów z popytem. Zmiany modelu biznesowego zachodzą nie tylko w obrębie komercyjnie funkcjonujących przedsiębiorstw sektora prywatnego, ale także w podmiotach sektora publicznego. Na podstawie danych generowanych przez platformy mieszkańcy wraz z władzami i przedsiębiorstwami z *sharing economy* mogą redefiniować sposoby realizacji usług publicznych [Łuba, 2016]. Ekonomia współdzielenia staje się więc jednym z kluczowych trendów, będących alternatywnym kierunkiem w myśleniu o przyszłości miast, przed którymi stoją liczne wyzwania związane z poprawą jakości życia czy wzmocnieniem konkurencyjności w wymiarze regionalnym, krajowym, a w przypadku niektórych nawet międzynarodowym [Banaszek, 2016, s. 52].

Sharing economy ufundowana na kooperacji i zaufaniu jest wiązką nowych modeli działalności gospodarczej, których trafność i społeczna akceptowalność jest obecnie poddawana próbie czasu. Jak każdy rodzaj działalności gospodarczej funkcjonuje w określonych uwarunkowaniach zewnętrznych, które mogą sprzyjać bądź hamować rozwój konsumpcji współdzielonej. J.B. Schor fenomen *sharing economy* nazywa innowacją społeczną, napędzaną etosem trwałego, zrównoważonego rozwoju oraz rozwojem nowych technologii informacyjno-komunikacyjnych i społeczności sieciowych. Innowacja ta stoi w opozycji do ideałów społeczeństw postmodernistycznych, w których posiadanie stało się normatywnym ideałem, wyznaczającym kierunek dominującemu wzorcowi konsumpcji. Podsumowując, można stwierdzić, iż ekonomia współdzielenia, będąc zjawiskiem ekonomicznym i społecznym, stanowi ogromną szansę, ale także wyzwanie, które już dziś przyczynia się do zmiany klasycznych modeli biznesowych i sposobu funkcjonowania rynku [*Scoping the Sharing Economy...*, 2016]. Ekonomia współdzielenia, stwarzając możliwość wzrostu gospodarczego bez konieczności wytwarzania nowych zasobów środków produkcji, może przyczynić się bowiem do przesuwania granicy wzrostu. W dłuższej perspektywie dodatkowym efektem *sharing economy* będą znaczące zmiany o charakterze ekonomicznym, społeczno-kulturowym i behawioralnym (przejście od perspektywy użytkownika do społeczeństwa prosumentów) [Łuba, 2016, s. 11]. W wymiarze ekologicznym, szczególnie istotnym w modelu zrównoważonego rozwoju, *sharing economy* stanowi nowy, niekapitałochłonny instrument wypełniania międzynarodowych zobowiązań związanych z ochroną środowiska [*Understanding the Sharing Economy...*, 2016].

Literatura

- Banaszek M. (2016), *Ekonomia współdzielenia jako alternatywny kierunek rozwoju miast*, „Ekonomia Społeczna”, nr 1.
- Bardhi F., Eckhardt G.M. (2012), *Access-based Consumption: The Case of Car Sharing*, „Journal of Consumer Research” Vol. 39, December.
- Bardhi F., Eckhardt G.M. (2015), *The Sharing Economy Isn't About Sharing at All*, „Harvard Business Review”, January–February.
- Biedrzycki N. (2017), *Sharing economy – utopia czy przyszłościowy biznes?*, <https://www.forbes.pl/opinie/czym-jest-sharing-economy-ekonomia-wspoldzielenia/demjyn9>, dostęp: 17.07.2018.
- Botsman R., Rogers R. (2010), *What's Mine Is Yours: The Rise of Collaborative Consumption*, Tantor Media, Connecticut.
- Domaradzki K. (2015), *Polacy potrafią się dzielić i na tym zarabiać*, <https://www.forbes.pl/pierwszy-milion/polskie-firmy-z-ekonomii-wspoldzielenia-sharing-economy/nrsj01b>, dostęp: 17.07.2018.
- Ekonomia współdzielenia – nowy trend, który zmienia światową gospodarkę*, <http://biznes.onet.pl/wiadomosci/kraj/uber-airbnb-popularnosc-sharing-economy/v6890e>, dostęp: 17.07.2018.
- Fasadowe sharing economy, czyli wyeliminujemy pośrednika*, <http://marketingmobilny.pl/fasadowe-sharing-economy-czyli-wyeliminujemy-posrednika/>, dostęp: 17.07.2018.
- Felson M., Spaeth J.L. (1978), *Community Structure and Collaborative Consumption: A routine activity approach*, „American Behavioral Scientist”, Vol. 21, No. 4.
- Fresco J. (1995), *The Venus Project: the redesign of a culture*, Global Cyber-Vision, Florida.
- Hałasik M.G. (2017), *Sharing economy wyzwaniem dla współczesnych przedsiębiorstw*, „Acta Universitatis Nicolai Copernici”, nr 2.
- Hausner J., Zmyślony M. (2015), *FIRMA – IDEA – nowe podejście do wartości w biznesie*, EFNI, Sopot.
- Jaros B. (2016), *Sharing economy jako ważny trend w obszarze zrównoważonej konsumpcji*, „Handel Wewnętrzny”, nr 5 (364).
- Kleine S.S., Kleine R.E., Allen Ch.T. (1995), *How is Possession “Me” or “Not Me”? Characterizing Types and an Antecedent of Material Possession Attachment*, „Journal of Consumer Research”, Vol. 22, No. 3.
- Łuba P. (red.) (2016), *(Współ)dziel i rządź! Twój nowy model biznesowy jeszcze nie istnieje*, Raport PwC.
- Malinowski B. (2005), *Argonauci Zachodniego Pacyfiku*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Malinowski B.F. (2016), *Czym naprawdę jest sharing economy?* <https://wethecrowd.pl/czym-jest-sharing-economy/>, dostęp: 17.07.2018.
- People First: The Primacy of People in a Digital Age*, Report 2016, Accenture Technology Vision.
- Pietrewicz J.W., Sobiecki R. (2016), *Przedsiębiorczość sharing economy*, w: M. Poniatowska-Jaksch, R. Sobiecki (red.), *Sharing economy (gospodarka współdzielenia)*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.

- Poniatowska-Jaksch M., Sobiecki R. (red.) (2016), *Sharing economy (gospodarka współdzielenia)*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- PwC (2015), *The Sharing Economy. Consumer Intelligence Series, Report*, PwC.
- Rudawska I. (2016), *Ekonomia dzielenia się, czyli konsumpcja współdzielona i inne formy alternatywnego dostępu do dóbr*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach”, nr 254.
- Rutkowska A. (2018), *Pojęcie i pomiar trendów w ekonomii*, w: A. Kucner, R. Sierocki, P. Wasyluk (red.), *Trendy. Interpretacje i konfrontacje*, Wydawnictwo UWM, Olsztyn.
- Schor J.B., Craig J., Thompson E. (2014), *Sustainable Lifestyles and the Quest for Plenitude. Case Studies of the New Economy*, Yale University Press, Yale.
- Scoping the Sharing Economy: Origins, Definitions, Impact and Regulatory Issues* (2016), Institute For Prospective Technological Studies Digital Economy, Working Paper 01.
- Uber's Financials: An Inside Look*, *The Wall Street Journal*, <http://www.wsj.com/graphics/uber-financials/>, dostęp: 17.07.2018.
- Understanding the Sharing Economy, System Initiative on Environment and Natural Resource Security* (2016), World Economic Forum, Industry Agenda.
- Walsh B. (2011), *Today's Smart Choice: Don't Own. Share*, „Time”, No. 17.
- Wasyluk P. (2018), *Morfologia trendu. Postrzeganie trendów w filozoficznej refleksji nad historią*, w: A. Kucner, R. Sierocki, P. Wasyluk (red.), *Trendy. Interpretacje i konfrontacje*, Wydawnictwo UWM, Olsztyn.
- Wilkin J. (2007), *Czym jest gospodarka społeczna i jakie ma znaczenia we współczesnym społeczeństwie?*, „Ekonomia Społeczna”, nr 1.
- Ziobrowska J. (2017), *Sharing economy jako nowy trend konsumencki*, w: U. Kalina-Prasznic (red.), *Własność w prawie i gospodarce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Wrocławskiego, Wrocław.

Streszczenie

Sharing economy (ekonomia współdzielenia) stanowi nowy nurt społeczno-ekonomiczny zorientowany na współdzielenie zasobów w procesie konsumpcji, który uznawany jest za jeden z najbardziej kluczowych trendów zglobalizowanego świata. Rozwój nowych form prowadzenia działalności gospodarczej opartych na infrastrukturze wzajemnego zaufania uczestników wymiany rynkowej wywołuje zarówno pozytywne, jak i negatywne konsekwencje. Celem artykułu jest przedstawienie teoretycznych założeń i praktycznych form realizacji *sharing economy*. Dynamiczna ekspansja idei ekonomii współdzielenia implikuje szereg zmian, które z pewnością nie pozostaną bez wpływu na światową gospodarkę, modele konsumpcji czy funkcjonowanie przedsiębiorstw. Biorąc pod uwagę zarówno dotychczasowe tempo wzrostu, jak i potencjał dalszego rozwoju tkwiącego w konsumpcji współdzielonej, można przypuszczać, iż *sharing economy* może w znaczący sposób przyczynić się do zmiany sposobu podejścia zarówno konsumentów, jak i producentów do kwestii wymiany rynkowej oraz przewartościowania systemów wartości determinujących funkcjonowanie rynku. Zmiana spojrzenia na procesy transakcyjne implikuje potrzebę przyjęcia nowej perspektywy działania

podmiotów rynkowych oraz identyfikację teoretycznych założeń i praktycznych reperkusji ekonomii współdzielenia. Stwarza to niewątpliwie interdyscyplinarny obszar badań i analiz społeczno-ekonomicznych.

Słowa kluczowe

sharing economy, ekonomia współdzielenia, ekonomia dzielenia się, konsumpcja współdzielona

Socio-economic manifestations of sharing economy (Summary)

Sharing economy is a new socio-economic trend focused on sharing resources in the consumption process, which is considered one of the most key trends in the globalized world. The development of new forms of running a business based on the mutual trust infrastructure of participants in market exchange has both positive and negative consequences. The aim of the article is to present theoretical assumptions and practical forms of sharing economy. The dynamic expansion of the idea of sharing economy implies a number of changes that will certainly have an impact on the global economy, consumption patterns and the functioning of enterprises. Considering both the current growth rate and the potential for further development inherent in shared consumption, it can be assumed that sharing economy can significantly contribute to changing the approach of both consumers and producers to the issue of market exchange and re-evaluation of value systems determining the functioning of the market. The change in the view of the transactional processes implies the need to adopt a new perspective on the operation of market players and to identify theoretical assumptions and practical repercussions of the sharing economy. This undoubtedly creates an interdisciplinary area of socio-economic research and analysis.

Keywords

sharing economy, sharing economy, sharing economy, shared consumption

Alina Rydzewska*

Zarządzanie wartością przedsiębiorstw niefinansowych w obliczu procesów finansjalizacji

Wprowadzenie

Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa jest koncepcją polegającą na podporządkowaniu całokształtu zarządzania przedsiębiorstwem długoterminowemu celowi, jakim jest maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa¹. Generalnie wiąże się z procesem podejmowania decyzji strategicznych i operacyjnych poprzez koncentrację na kluczowych czynnikach kształtujących wartość przedsiębiorstwa.

Każde przedsiębiorstwo funkcjonuje w otoczeniu, które stawia przed zarządzającymi nowe wyzwania. Uwzględniając zmieniające się czynniki otoczenia oraz własne zasoby, muszą one kształtować wartość przedsiębiorstwa. Współczesnym wyzwaniem dla menedżerów jest proces finansjalizacji. Generalnie finansjalizacja wiąże się ze zjawiskiem dominacji sfery finansowej w odniesieniu do sfery realnej. W przypadku przedsiębiorstw niefinansowych oznacza wzrost znaczenia motywów finansowych w procesach decyzyjnych przedsiębiorstw [Jajuga, 2014, cyt. za: Gemzik-Salwach, Opolski, 2016, s. 16]. Zmiany te wynikają z przeobrażeń systemu bodźców ekonomicznych i wzorców rozwojowych zarówno w gospodarce, jak i wśród podmiotów gospodarczych, które nastawione są na szybkie zarobkowanie. Akcjonariusze (właściciele), poprzez rynek giełdowy, oczekują ciągłych i dynamicznych wzrostów zysków firm z sektora realnego. W warunkach spowolnienia gospodarczego i dużej konkurencji przedsiębiorstwa niefinansowe próbują sprostać oczekiwaniom akcjonariuszy. W tym celu wykorzystują instrumenty finansowe do generowania zysku oraz stosują dźwignię finansową, ograniczając przy tym działalność operacyjną i inwestycyjną.

Jako cel publikacji przyjęto zbadanie, czy procesy finansjalizacji wpłynęły na zarządzanie wartością przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce. Do badań posłużono się metodą analizy wskaźników identyfikujących

* Dr, Instytut Ekonomii i Informatyki, Wydział Organizacji i Zarządzania, Politechnika Śląska, ul. Roosevelta 26-28, 41-800 Zabrze, alina.rydzewska@polsl.pl

¹ W literaturze przedmiotu, jako cel długookresowy podaje się maksymalizację wartości przedsiębiorstwa [Copeland i inni, 1997, s. 22; Borowiecki i inni 2002, s. 36], jednakże w warunkach kryzysu celem tym może być utrzymanie wartości powyżej określonego poziomu.

finansjalizację, które wykorzystano do określenia ich oddziaływania na wskaźnik ROE jako miernik wartości dla akcjonariuszy. W tym celu wykorzystano sprawozdania finansowe przedsiębiorstw niefinansowych publikowanych przez GUS za lata 2010–2016.

1. Charakterystyka zarządzania wartością przedsiębiorstw w warunkach finansjalizacji

Zarządzanie wartością polega na podejmowaniu strategicznych i operacyjnych decyzji o charakterze inwestycyjnym, organizacyjnym i finansowym, które przyczyniają się do wzrostu wartości przedsiębiorstwa. W tradycyjnym rozumieniu proces kreacji wartości przedsiębiorstwa wiąże się z pomnażaniem wartości zainwestowanego w przedsiębiorstwo kapitału, przekładającego się na wzrost wartości rynkowej. Z kolei wzrost wartości rynkowej następuje poprzez długoterminowe generowanie dochodów (mierzonych bądź przepływami gotówkowymi lub ekonomiczną wartością dodaną) [Copeland i inni, 1997, s. 22; Gorczyńska, 2010, s. 92]. Jeżeli w przedsiębiorstwie zostaje podjęta realizacja celu, jakim jest maksymalizacja wartości, która ma się przejawiać poprzez wzrost wartości rynkowej przedsiębiorstwa, to proces ten staje się podstawą wszystkich jego działań [Cwynar, Cwynar, 2003, s. 25]. Taka postawa powinna determinować decyzje operacyjne i inwestycyjne przekładające się na wzrost wartości dla właścicieli (akcjonariuszy), przy jednoczesnym równoważeniu interesów wszystkich podmiotów związanych z przedsiębiorstwem (interesariuszy). Każde bowiem przedsiębiorstwo, które powiększa wartość, generuje też korzyści dla pracowników, klientów, kontrahentów, państwa (poprzez podatki) i niekiedy dla dalszego otoczenia (poprzez działalność na rzecz ochrony środowiska, sponsorowanie publicznych podmiotów niekomercyjnych i imprez masowych oraz uczestnictwo w akcjach charytatywnych).

Zgodnie z klasycznym podejściem wzrost wartości (rynkowej) przedsiębiorstw firm nieprodukcyjnych utożsamiany jest z długoterminowym generowaniem zysku (dochodu) z działalności operacyjnej i inwestycyjnej. Dla podmiotów tych zasadniczą działalnością jest bowiem produkcja dóbr (świadczenie usług) lub handel towarami. Z ich sprzedaży uzyskują przychody, które, potrącone o poniesione koszty, stanowią zyski, czyli dochód. Uzyskany dochód stanowi źródło zysków właścicieli, ale i przeznaczany jest na inwestycje. Inwestycje determinują rozwój przedsiębiorstwa i większe zyski w przyszłości. Natomiast działalność finansowa stanowi jedynie dodatkowe źródło dochodów w inwestycje finansowe, w sytuacji kiedy przedsiębiorstwo posiada nadmiar niezagospodarowanych środków pieniężnych.

Zmiany w otoczeniu, związane ze zwiększaniem się roli sektora finansowego w gospodarce, doprowadziły do przeobrażeń w sferze zarządzania i własności [Caputa, Szwajca, 2008]. Firmy pozyskujące kapitał z rynków finansowych, jako spółki giełdowe, oceniane są z perspektywy inwestorów (akcjonariuszy). Akcjonariusze z rynku finansowego stają się bowiem ich właścicielami. Ponadto przy rosnącej roli instytucji finansowych, wzrasta znaczenie inwestorów instytucjonalnych. Właściciele-akcjonariusze ze sfery finansowej traktują swoje inwestycje jako jedną z alternatywnych form lokowania kapitału [Rydzewska, 2016, s. 55]. Ich działalność, a zwłaszcza właścicieli instytucjonalnych, kojarzona jest z tzw. kapitałem niecierpliwym, szukającym możliwości uzyskania nadzwyczajnych zysków w krótkim okresie [Rossman, Greenfield, 2006, cyt. za: Ratajczak, 2012, s. 291]. Ocena jakości zarządzania przedsiębiorstw giełdowych odbywa się poprzez rynki finansowe. Informacje z nich płynące stanowią podstawę do porównań rentowności kierunków inwestycji. Do oceny efektywności alokowanego kapitału akcjonariusze wykorzystują mierniki uwzględniające krótkookresową zyskowność. Odchodzą od stanowiska uwzględniającego długookresową stabilność rozwoju danego przedsięwzięcia. Inwestycje przynoszą zwrot dopiero w dłuższym okresie, natomiast logika finansjalizacji skupia się na okresie krótkim, na dywidendzie i kursie akcji [Froud i inni, 2000; Williams, 2000, cyt. za: Ratajczak, 2012, s. 291].

Wraz ze zmianami w zakresie oceny wartości przedsiębiorstw postępuje przeobrażenie procesu zarządzania przedsiębiorstwem. I tak, kierowanie spółkami zostaje powierzone menedżerom, których stanowisko i wynagrodzenie zależą od krótkookresowych wyników. Ich ocena łączy się z oceną przedsiębiorstw wystawianą przez rynki finansowe, która przeważa nad oceną kształtowaną przez rynki zbytu [Banaszyk, 2015]. Ponadto nacisk na wyniki dobrze odbierane przez rynki finansowe powoduje, że menedżerowie odchodzą od stanowiska zarządzania nakierowanego na interesariuszy (tzw. *stakeholder perspective*) i kierują się ku koncepcji zarządzania w interesie właścicieli (np. akcjonariuszy, tzw. *shareholder perspective*) [Palley, 2007, za: Ratajczak, 2012, s. 291]. Dotąd stosowana reguła „zatrzymywać i reinwestować” zostaje zastąpiona zasadą „wyzbywać się i rozprowadzać” [Dembiński, 2011, s. 150]. Zgodnie z pierwszym podejściem wypracowane zyski w przedsiębiorstwie były wykorzystywane na rzecz trwałości i rozwoju, co przekładało się na tworzenie wartości dla podmiotów związanych z firmą (interesariuszy). W ramach nowej zasady przedsiębiorstwo jako trwały podmiot o charakterze produkcyjnym lub handlowym traci na wadze. Pod uwagę bierze się jego zdolność do generowania maksymalnej wartości dla akcjonariuszy, nawet za cenę przetrwania [Dembinski, Schoeneberg, 1998].

Wobec powyższych zjawisk związanych z finansjalizacją zarządzanie wartością przedsiębiorstw – w tym nieprodukcyjnych – zostaje ukierunkowane na uzyskanie krótkoterminowego wyniku finansowego. Wykorzystując warunki, jakie stwarza im finansjalizacja, poszukują źródeł, dzięki którym mogą wypracować szybkie zyski.

2. Ścieżki wzrostu wartości przedsiębiorstwa w dobie finansjalizacji

W dobie finansjalizacji jednym z najczęściej wykorzystywanych mierników do oceny efektywności zarządzania wartością przedsiębiorstwa jest ROE (rentowność kapitałów własnych) [Dembiński, 2011, s. 148; Froud i inni, 2000]. ROE jest bowiem prostym miernikiem obrazującym zyskowość kapitałów własnych (np. zainwestowanych przez akcjonariuszy). Akcjonariusze wykorzystują go do porównywania kierunków inwestycji.

Rozpatrując konstrukcję wskaźnika ROE, generalnie wyróżnia się dwie drogi jego wzrostu. Pierwszą jest obniżka kapitału własnego, drugą – maksymalizacja zysku.

Biorąc pod uwagę pierwszy sposób wzrostu ROE, to wiąże się z wykorzystaniem kapitału obcego (wierzycielskiego) i efektu lewarowania. Poprzez wykorzystanie długu w celu finansowania działalności przedsiębiorstwo stara się zminimalizować potrzebę posiadania kapitałów własnych. W ten sposób może podwyższyć poziom ROE bez zmian poziomu zysku. Należy jednak zaznaczyć, iż muszą być spełnione warunki dźwigni finansowej, a więc średnia dochodowość użytych kapitałów (włączając w to zadłużenie) musi być wyższa od stopy procentowej długu oraz przekonanie dłużników o ograniczonym ryzyku finansowym. W dobie finansjalizacji, a zwłaszcza od 2010 r., gdy stopy procentowe pozostają na minimalnym poziomie¹, a banki (po zawirowaniach związanych z kryzysem subprime²) ponownie chętnie udzielają kredytów, wzrastają możliwości pozyskania taniego kredytu bankowego. Dotyczy to również pozyskania środków z rynków finansowych, w ramach których nastąpił rozwój rynków alternatywnych i szersza dostępność różnego rodzaju dłużnych instrumentów finansowych. Niektóre przedsiębiorstwa w celu zmiany struktury kapitału własnego i kapitału obcego stosują także techniki związane z wykupem (umorzeniem) własnych akcji.

¹ Roczny EURIBOR wzrósł z poziomu 1,25% w 2010 r. do 1,94% w 2012 r., a następnie systematycznie spada. W bieżącym roku osiągnął poziom – (minus) 0,186% [<http://www.euribor-rates.eu/euribor-rate-12-months.asp>].

² Po 2014 r., w szczególności w Stanach Zjednoczonych, nastąpił duży wzrost kredytów komercyjnych i przemysłowych. Tempo rocznych kredytów udzielonych przez banki komercyjne wzrosło z 2% (2014 r.) do 8% w 2017 r. [Taghizadegan i inni, 2017, s. 130].

Drugi sposób zwiększania ROE polega na zwiększaniu zyskowności majątku przedsiębiorstwa (wskaźnika ROA). Rentowność majątku może być podwyższana poprzez zwiększanie zysku – najczęściej poprzez redukcję kosztów, np. wynagrodzeń i świadczeń pracowniczych³, lub też restrukturyzację majątku⁴ [Dembiński, 2011, s. 149]. Jednakże finansjalizacja stworzyła możliwość kreacji szybkich zysków w ramach działalności finansowej przedsiębiorstwa. Dotyczy to inwestycji w instrumenty finansowe, zwłaszcza rynku kapitałowego, dzięki którym w stosunkowo krótkim okresie mogą wygenerować zyski. Inwestycje te wiążą się z lokowaniem środków w akcje, przy czym nie mają one charakteru długookresowego związanego z rozwojem firmy, a polegają jedynie na zarabkowaniu wynikającym z różnicy cen lub z uzyskanej dywidendy. Inwestycje mogą również odnosić się do zakupu pozostałych inwestycji finansowych, w tym zakupu dłużnych papierów wartościowych, udzielaniu pożyczek, a także innych inwestycji, np. w instrumenty pochodne. Te ostatnie stały się w dobie finansjalizacji sposobem na stosunkowo szybkie i wysokie, ale jednocześnie ryzykowne zarabkowanie.

Wzrost znaczenia motywów finansowych (motywu zysku i motywu ryzyka) można oceniać pozytywnie, gdyż oznacza rozsądną kalkulację pomiędzy stopą zysku i ryzyka i przekłada się na wzrost racjonalności podejmowanych działań. Gorzej, gdy przedsiębiorcy, kierując się chęcią szybkiego zysku, zaniedbują działalność operacyjną na rzecz działalności finansowej i nie troszczą się o realizację i rozwój swej działalności produkcyjnej (usługowej) lub handlowej.

3. Mierniki oceny finansjalizacji i ich wpływ na wartość przedsiębiorstwa – analiza empiryczna

W celu zbadania, czy procesy finansjalizacji wpłynęły na zarządzanie wartością przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce, jako metodę badawczą przyjęto analizę wskaźników zbudowanych na bazie sprawozdań finansowych publikowanych przez Główny Urząd Statystyczny za lata 2010–2016 [*Instrumenty finansowe przedsiębiorstw niefinansowych, 2010–2016*]⁵.

³ W celu obniżania kosztów pracy przedsiębiorstwa stosują dwie drogi ich redukcji: presja na płace oraz zastępowanie ludzi maszynami.

⁴ Restrukturyzacja majątku w celu kreacji ROE wiąże się z wyzbywaniem się działalności, które pochłaniają własne kapitały, a nie przynoszą dostatecznego dochodu (nawet tych obszarów, które są niezbędne do funkcjonowania przedsiębiorstwa). Tendencja ta wywołała falę outsourcingu, która przekształciła wiele przedsiębiorstw w przedsiębiorstwa anorektyczne.

⁵ Wskaźniki oznaczone wzorami 1, 2, 4 są powszechnie znane i prezentowane w literaturze przedmiotu [np. Sierpińska, Jachna, 2006, s. 201–203]. Wskaźniki oznaczone wzorami 3, 5, 6 zostały stworzone na potrzeby niniejszego artykułu.

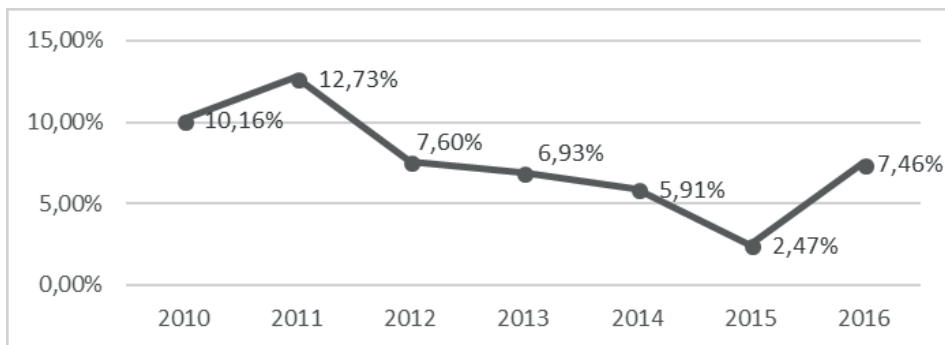
Do oceny wartości przedsiębiorstwa (dla akcjonariuszy) wykorzystano, zgodnie z tendencjami stosowanymi w praktyce inwestorów-akcjonariuszy, wskaźnik ROE. Jego formuła przedstawia się zgodnie ze wzorem 1.

$$\text{ROE} = \frac{\text{wynik finansowy netto}}{\text{kapitał własny}} \times 100\% \quad (1)$$

Wskaźnik ten wskazuje na zyskowność kapitałów własnych, a więc ile zysku netto przynosi każda złotówka zaangażowania w kapitał własny danego przedsiębiorstwa. Generalnie, im wyższy ten wskaźnik, tym wyższa wartość zysku dla właścicieli (akcjonariuszy).

Zgodnie z wynikami przedstawionymi na rysunku 1 wartość wskaźnika ROE przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce w 2011 r. wzrosła do poziomu 12,71%. Przez kolejne cztery lata wskaźnik ROE malał, osiągając w 2015 r. poziom 2,5%. W 2016 r. ponownie wzrósł do wysokości 7,5%. Generalnie można stwierdzić, iż w przeważającej części badanego okresu wartość generowana dla akcjonariuszy malała (poza rokiem 2011 i 2016).

Rysunek 1. Wartość wskaźnika ROE przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce w latach 2010–2016



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [*Instrumenty finansowe przedsiębiorstw niefinansowych, 2010–2016*].

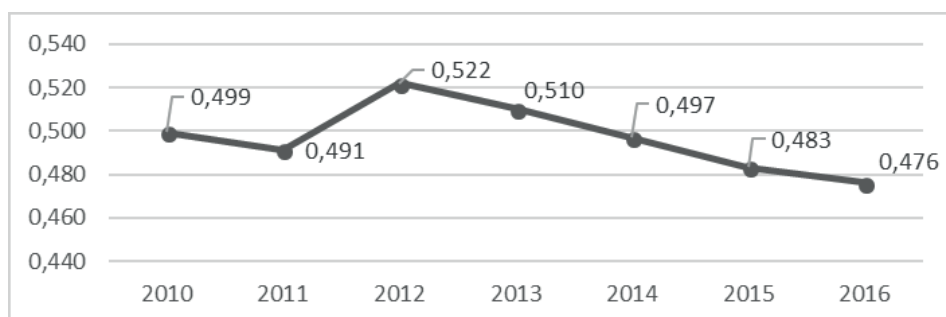
Jak zostało już wcześniej przedstawione, na wskaźnik ROE można oddziaływać w dwojaki sposób. Pierwsza droga wiąże się ze zmniejszaniem roli kapitału własnego w finansowaniu przedsiębiorstw. Do oceny posłużono się wskaźnikiem KW/AKT (finansowania majątku kapitałem własnym), którego formuła przedstawia się zgodnie ze wzorem 2.

$$\text{KW/AKT} = \frac{\text{kapitał własny}}{\text{aktywa ogółem}} \quad (2)$$

Wskaźnik ten obrazuje, w jakim zakresie majątek przedsiębiorstwa jest finansowany kapitałem własnym przedsiębiorstwa. Wzrost oznacza większe wykorzystanie własnych źródeł finansowania, co przy niezmiennym zysku netto wpływa negatywnie na wskaźnik ROE. Spadek wskaźnika wskazuje na większe wykorzystanie kapitałów obcych i możliwe efekty dźwigni finansowej.

Dane przedstawione na rysunku 2 wskazują na niewielkie różnice w poziomie wskaźnika KW/AKT w latach 2010–2016. Wskaźnik ten oscylował wokół poziomu 0,5, co oznacza, iż majątek przedsiębiorstw był w połowie finansowany kapitałem własnym. Co prawda ulegał on niewielkim wahaniom, wykazując tendencję spadkową w latach 2012–2016 (o około 5 p.p.). Generalnie jednak polskie przedsiębiorstwa niefinansowe w Polsce nie wykorzystywały efektu dźwigni finansowej w celu kreacji ROE w badanym okresie.

Rysunek 2. Wartość wskaźnika KW/AKT przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce w latach 2010–2016



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [*Instrumenty finansowe przedsiębiorstw niefinansowych, 2010–2016*].

Uzupełnieniem oceny dotyczącej wykorzystania kapitału obcego do kształtowania wskaźnika ROE jest analiza struktury pasywnych instrumentów finansowych (udziału w pasywach ogółem) w finansowaniu przedsiębiorstw (rys. 3). Wskaźniki struktury pasywnych instrumentów finansowych (WSPIF) zostały wyliczone zgodnie ze wzorem 3.

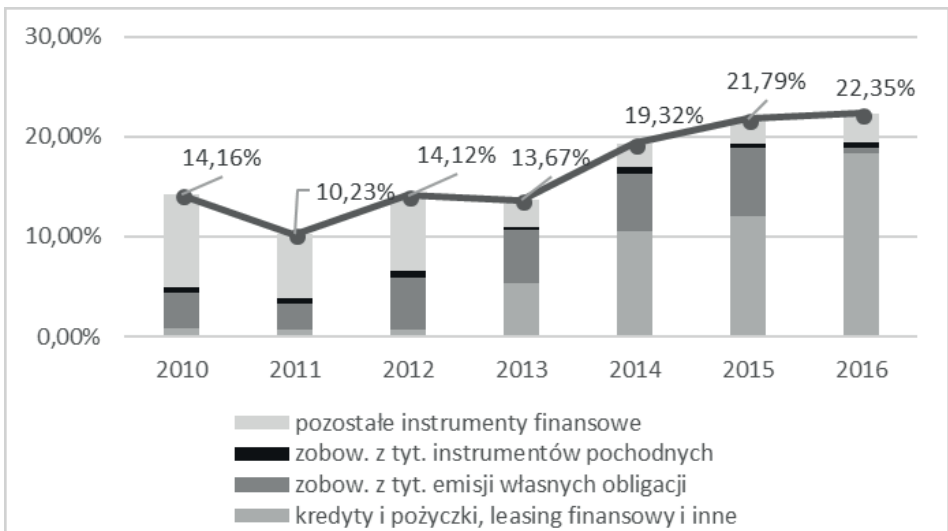
$$\text{WSPIF} = \frac{\text{instrumenty finansowe (pasywa)}}{\text{pasywa ogółem}} \times 100\% \quad (3)$$

Wskaźnik ten pokazuje, jaki jest udział pasywnych instrumentów finansowych (zobowiązań z tytułu instrumentów finansowych, zobowiązań z tytułu leasingu finansowego oraz kredytów i pożyczek do spłaty) w pasywach ogółem. Wzrost wskaźnika oznacza wzrost znaczenia instrumentów

finansowych w finansowaniu działalności firmy. Może również wskazywać na wzrost zobowiązań przedsiębiorstwa do wydania aktywów finansowych albo do wymiany instrumentu finansowego z inną firmą na niekorzystnych warunkach (np. po uwzględnieniu prowizji, opłat bankowych, dyskonta, spadku wartości instrumentu finansowego).

Biorąc pod uwagę strukturę pasywnych instrumentów finansowych, można zauważyć wzrost udziału pasywnych instrumentów finansowych w badanym okresie. Jak ukazuje rysunek 3, w latach 2010–2013 wskaźnik ten kształtował się na poziomie 10%–14%. Natomiast od roku 2014 podskoczył do poziomu 20%. Wzrost wskaźnika nastąpił przede wszystkim na skutek wykorzystania kredytów i pożyczek/leasingu finansowego w finansowanie działalności jednostek. Należy jednak zauważyć, iż udział pasywnych instrumentów finansowych w nieznaczny sposób zmienił strukturę wskaźnika KW/AKT. Oznacza to, iż jednocześnie nastąpił spadek innego rodzaju zobowiązań, np. z tytułu kredytu kupieckiego.

Rysunek 3. Struktura pasywnych instrumentów finansowych przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce w latach 2010–2016



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Instrumenty finansowe przedsiębiorstw niefinansowych, 2010–2016].

Drugą ścieżką oddziaływania na wskaźnik ROE jest zyskowność majątku (ROA) – wzór 4. W przypadku finansjalizacji szczególną rolę odgrywają zyski z działalności na instrumentach finansowych. Stąd też do oceny wykorzystania inwestycji w aktywa finansowe posłużono się wskaźnikiem zyskowności majątku na operacjach finansowych (ROFA) – wzór 5.

$$\text{ROA} = \frac{\text{wynik finansowy netto}}{\text{aktywa ogółem}} \times 100\% \quad (4)$$

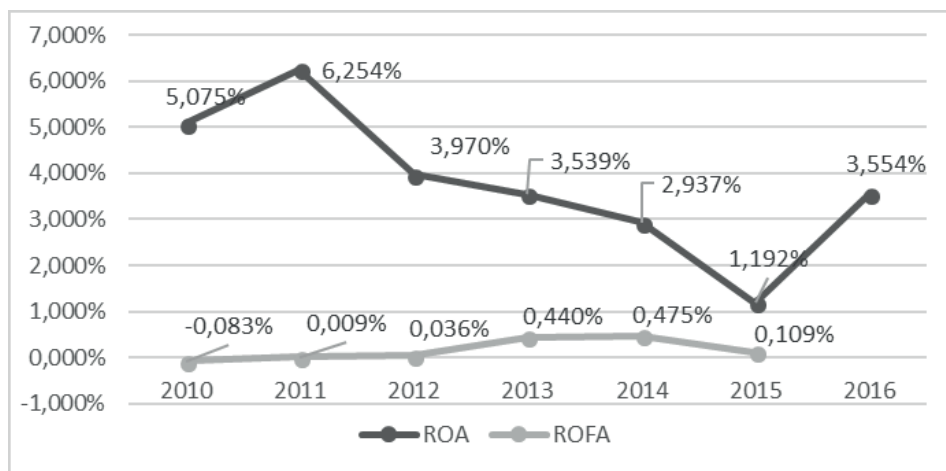
Wskaźnik ten prezentuje zyskowność majątku przedsiębiorstwa, a więc ile zysku netto przynosi każda złotówka zaangażowania w majątek danego przedsiębiorstwa.

$$\text{ROFA} = \frac{\text{wynik na operacjach finansowych}}{\text{aktywa ogółem}} \times 100\% \quad (5)$$

Wskaźnik ten przedstawia, ile zysku na operacjach finansowych generuje majątek przedsiębiorstwa. Im wyższy ten wskaźnik, tym większe znaczenie działalności związanej z operacjami na instrumentach finansowych w zyskowności majątku przedsiębiorstwa.

Analizując wartość wskaźnika ROA (rys. 4), można zauważyć, iż jego wartość kształtowała się zgodnie z tendencją zmian wskaźnika ROE. Najpierw wzrósł w 2011 r. do poziomu 6,25%, a następnie odnotował tendencję spadkową, uzyskując minimalny poziom w 2015 r. 1,2%. W 2016 r. ponownie wzrósł, uzyskując poziom 3,5%. Oznacza to, iż przy zbliżonym poziomie finansowania majątku kapitałem własnym wskaźnik ROA miał decydujący wpływ na poziom ROE.

Rysunek 4. Wartość wskaźników ROA i ROFA przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce w latach 2010–2016



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Instrumenty finansowe przedsiębiorstw niefinansowych, 2010–2016].

Rozpatrując natomiast wartość wskaźnik ROFA (zyskowności majątku z operacji na instrumentach finansowych), można zauważyć, iż w okresie 2010–2014 wzrastał z poziomu -0,083% do 0,475%. W roku 2015 zmalał

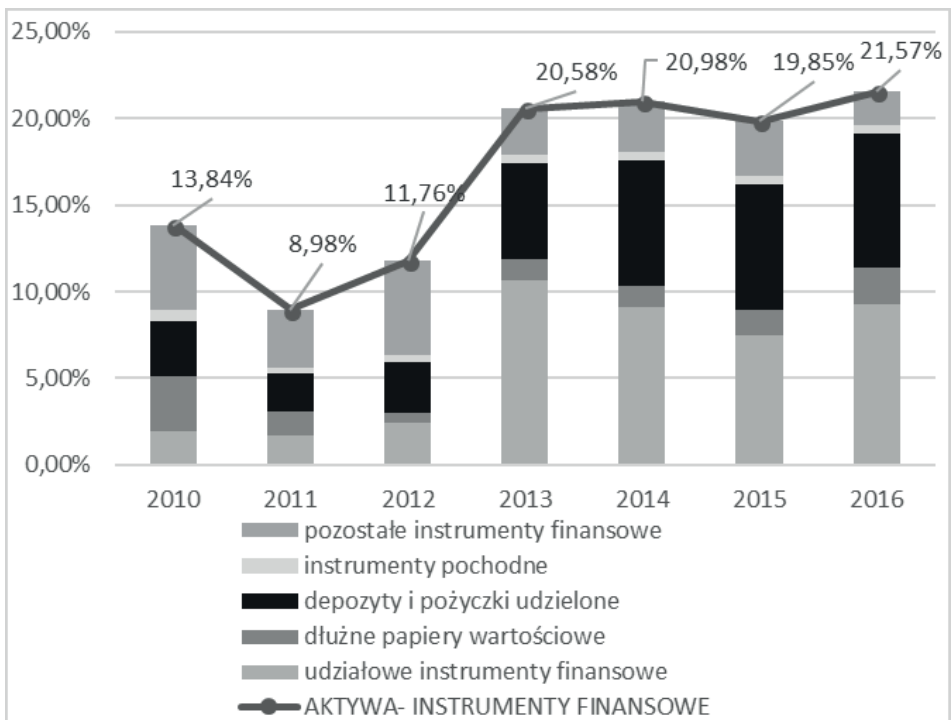
w stosunku do poprzedniego roku do wysokości 0,11%. Generalnie w badanym okresie nastąpił wzrost zyskowności majątku z operacji finansowych, jednakże ich wysokość jest nieznaczna. Nie ma on istotnego wpływu na wskaźnik zyskowności majątku ogółem (ROA).

Uzupełnieniem powyższych wskaźników jest analiza struktury aktywnych instrumentów finansowych w majątku przedsiębiorstwa. Wskaźniki struktury zostały wyliczone zgodnie ze wzorem 6.

$$\text{ROFA} = \frac{\text{instrumenty finansowe (aktywa)}}{\text{aktywa ogółem}} \times 100\% \quad (6)$$

Wskaźnik ten wyraża udział aktywnych instrumentów finansowych w aktywach ogółem. Wzrost wskaźnika wskazuje na wzrost znaczenia aktywów finansowych w majątku firmy, a więc na większe zaangażowanie wolnych środków w inwestycje finansowe.

Rysunek 5. Struktura aktywnych instrumentów finansowych przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce w latach 2010–2016



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Instrumenty finansowe przedsiębiorstw niefinansowych, 2010–2016].

Rozpatrując wskaźniki struktury aktywnych instrumentów finansowych, na podstawie wyliczeń zaprezentowanych na rysunku 5 można

zauważyć, iż udział aktywnych instrumentów finansowych w badanym okresie wzrastał. Po latach 2010–2012, w których poziom instrumentów finansowych kształtował się na poziomie 14%, 9%, 12%, podniósł się do poziomu 20–21% w latach 2013–2016. Jeśli chodzi o strukturę aktywów finansowych, to wzrost wskaźnika nastąpił na skutek wzrostu udziałowych instrumentów finansowych (akcji, udziałów w innych firmach). Sytuacja ta może wiązać się z większym zaangażowaniem środków finansowych w akcje obcych firm jako formy inwestycji, ale też być wynikiem konsolidacji jednostek gospodarczych. Należy jednak zauważyć, iż wzrost udziału inwestycji w aktywa finansowe nie przełożył się na zyskowność majątku (ROA) i zyskowność kapitałów własnych (ROE).

Zakończenie

Celem niniejszego artykułu była ocena, czy procesy finansjalizacji wpłynęły na zarządzanie wartością przedsiębiorstw niefinansowych w latach 2010–2016. Wyniki badań pokazują, iż w przeważającej części badanego okresu spółki odnotowały spadek wartości dla akcjonariuszy. Wskaźnik ROE po roku 2011, w którym osiągnął maksymalną wartość 12,7%, w latach 2012–2015 wykazał tendencję spadkową (2,5% w 2015 r.). W 2016 r. wzrósł do poziomu 7,5%.

Analizując czynniki determinujące wskaźnik ROE, stwierdzić należy, że struktura kapitału nie miała wpływu na wartość dla akcjonariuszy. Wskaźnik KW/AKT oscylował na zbliżonym poziomie, ok. 0,5. Rozpatrując wskaźniki struktury pasywnych instrumentów finansowych, można zauważyć wzrost zaangażowania instrumentów finansowych w finansowanie majątku (z 10% w 2011 r. do ponad 20% w 2016 r.). Nie wpłynęły one jednak na wzrost znaczenia długu w finansowaniu majątku przedsiębiorstwa.

Czynnikiem determinującym wartość dla akcjonariuszy była zyskowność majątku ogółem. Wskaźnik ROA wykazał tendencję zbieżną ze wskaźnikiem ROE. Natomiast wskaźnik zyskowności majątku z operacji finansowych (ROFA) w badanych okresie miał tendencję rosnącą. Jednakże jego wysokość była nieznaczną. W 2014 r., gdy osiągnął maksymalną wartość, wynosił 0,47%. Rozpatrując z kolei wskaźniki struktury aktywnych instrumentów finansowych, można zauważyć wzrost zaangażowania instrumentów finansowych w majątek przedsiębiorstwa (z 10% w 2011 r. do ponad 20% w 2016 r.). Nie przełożyły się jednak na wzrost wskaźnika ROA. Tak więc działalność związana z instrumentami finansowymi nie ma wpływu na rentowność majątku przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce.

Podsumowując, polskie przedsiębiorstwa niefinansowe w latach 2010–2016 wykazały wzrost zaangażowania w działalność finansową. Jednakże

zyskowność z tej działalności jest nieznacząca, co oznacza, iż nie miała wpływu na zarządzanie wartością dla akcjonariuszy.

Przeprowadzone badania mają charakter wstępny i dotyczą ostatnich sześciu lat. Finansjalizacja jest zjawiskiem rozwijającym się, stąd też należy kontynuować badania nad omawianym zagadnieniem. Ponadto w dalszych rozważaniach można dokonać szerszej analizy sprawozdań, uzupełniając o kolejne wskaźniki finansjalizacji, np. udział instrumentów pochodnych w działalności przedsiębiorstwa, udział obrotów (przychodów i kosztów) z działalności finansowej w obrotach ogółem.

Literatura

- Banaszyk P. (2015), *Jak odwrócić finansyzację*, „Dziennik Gazeta Prawna”, 22 lipca.
- Borowiecki R., Czaja J., Jaki A., Kulczycki M. (2002), *Metody i systemy wyceny przedsiębiorstw*, Twigger, Warszawa.
- Caputa W., Szwejca D. (red.) (2008), *Finanse we współczesnych procesach kreowania wartości*, CeDeWu, Warszawa.
- Copeland T., Koller T., Murrin J. (1997), *Wycena: Mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG Press, Warszawa.
- Cwynar A., Cwynar W. (2003) *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Koncepcje, systemy, narzędzia*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce.
- Dembinski P.H., Schoeneberg A., (1998), *The Safe Landing of the Financial Ballon is not Impossible*, „Finance & the Common Good/Bien Commun”, No 1.
- Demiński P.H. (2011), *Finanse po zawale. Od euforii finansowej do gospodarczego ładu*, Studio Emka, Warszawa.
- Froud J., Haslam C., Johal S., Wiliam K. (2000), *Consultancy promises, management, moves: Shareholder value and financialization*, „Economy and Society”, Vol. 29, No. 1.
- Gemzik-Salwach A., Opolski K. (red.) (2016), *Finansjalizacja. Wpływ na gospodarkę i społeczeństwo*, CeDeWu, Warszawa.
- Gorczyńska A. (2010), *Problem pomiaru efektywności przedsiębiorstwa*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Ekonomiczno-Społecznej w Ostrołęce” nr 8, Ostrołęka.
- <http://www.euribor-rates.eu/euribor-rate-12-months.asp>, dostęp: 10.06.2018.
- Instrumenty finansowe przedsiębiorstw niefinansowych za lata 2010–2016*, GUS, Warszawa, <http://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/podmioty-gospodarcze-wyniki-finansowe/przedsiębiorstwa-niefinansowe/instrumenty-finansowe-przedsiębiorstw-niefinansowych-w-2016-roku,20,6.html>, dostęp: 10.06.2018.
- Jajuga K. (2014), *W poszukiwaniu miar ryzyka finansowego*, w: J. Czekał, S. Owsiak (red.), *Finanse w rozwoju gospodarczym i społecznym*, PWE, Warszawa.
- Palley T.I. (2009), *The Macroeconomics of Financialization: A Stages of Development Approach*, „Ekonomiaz”, No. 72.
- Ratajczak M. (2012), *Finansyzacja gospodarki*, „Ekonomista”, nr 3.
- Rossmann R., Greenfield G. (2006), *Financialization*, „Education Ouvriere”, No. 1.

- Rydzewska A. (2016), *Contemporary nature of stock exchange from the prospective of demutualization process*, „Oeconomia Copernicana”, Vol. 7, No. 1.
- Sierpińska M., Jachna T. (2006), *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.
- Taghizadegan R. i inni (2017), *Szkoła austriacka – praktyka inwestowania. Między inflacją a deflacją*, Fijor Publising, Warszawa.
- Williams K. (2000), *From Shareholder Value to Present-day Capitalism*, „Economy and Society”, Vol. 29, No. 1.
- Woś R. (2014), *Trudna sztuka utrzymywania równowagi*, „Dziennik Gazeta Prawna”, 31 października.

Streszczenie

Finansjalizacja w odniesieniu do przedsiębiorstw (niefinansowych) oznacza wzrost znaczenia motywów finansowych w procesach decyzyjnych przedsiębiorstw. Znajduje to odzwierciedlenie w zarządzaniu przedsiębiorstwem, ukierunkowując je na zarządzanie wartością dla akcjonariuszy i wykorzystując w tym celu instrumenty finansowe oferowane przez sferę finansową.

Jako cel publikacji przyjęto zbadanie, czy procesy finansjalizacji wpłynęły na zarządzanie wartością przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce. Do badań posłużono się metodą analizy wskaźników identyfikujących finansjalizację i określenie ich oddziaływania na wskaźnik ROE jako miernik wartości dla akcjonariuszy. W tym celu wykorzystano sprawozdania finansowe przedsiębiorstw niefinansowych publikowanych przez GUS za lata 2010–2016.

Z przeprowadzonych badań wynika, iż polskie przedsiębiorstwa niefinansowe nie wykorzystują instrumentów oferowanych przez sferę finansową w celu kreacji wartości dla akcjonariuszy (mierzonych wskaźnikiem rentowności kapitałów własnych – ROE). Co prawda wykazały wzrost zaangażowania w działalność finansową, o czym świadczy tendencja rosnąca wskaźników struktury aktywów i pasywnych, instrumentów finansowych, a także wzrost wskaźnika rentowności aktywów z operacji finansowych (ROFA). Jednakże wzrost przedstawionych mierników nie wpływa na rentowności aktywów ogółem (ROA) i finansowania aktywów kapitałem własnym (KW/AKT) – na wskaźniki, które determinują wartość ROE.

Słowa kluczowe

zarządzanie wartością przedsiębiorstwa, finansjalizacja, analiza sprawozdań finansowych

Value management of non-financial enterprises in the face of financialization processes (Summary)

Financialization in relation to (non-financial) enterprises means increasing the importance of financial motives in the decision-making processes of enterprises. This is reflected in the management of the enterprise, directing it to shareholder value management and using financial instruments offered by the financial sphere for this purpose.

The purpose of the publication is to examine whether the financing processes had an impact on the value management of non-financial enterprises in Poland. The research was based on the method of analyzing indicators identifying financialization and determining their impact on the ROE ratio as a measure of shareholder value. For this purpose, we used the financial statements of non-financial enterprises published by the Central Statistical Office for the years 2010–2016.

The research shows that Polish non-financial enterprises do not use the instruments offered by the financial sphere in order to create value for shareholders (measured by the return on equity ratio – ROE). They demonstrate an increase of involvement in financial activities, what is evidenced by a growing trend of active and passive structure indicators of financial instruments, as well as an increase of the return on assets from financial operations (ROFA). However, the increase of the presented measures does not affect the profitability of total assets (ROA) and financing assets with equity (KW / AKT) – ratios that determine the value of ROE.

Keywords

value management of company, financialization, financial statements analysis

Sebastian Klaudiusz Tomczak*

Verification of the effectiveness of re-estimated discriminant models on the example of the food manufacturing sector

Introduction

The aim of this article was to select the best re-estimated discriminant models that point out the declining financial standing of a company three years before bankruptcy occurs. Therefore, comprehensive survey was made to assess the large number of discriminant models. First, 33 discriminant models were selected. Second, the coefficient of models were re-estimated based on a training sample of 202 companies. Third, the classification matrix method was chosen in order to compare the models. Fourth, the best models were single out on the basis of results of test sample that consists of nearly 1,400 companies.

The research objective formulated in this way will allow to address the following research questions:

1. Does re-estimation of model coefficients significantly affect the efficiency of models?
2. Does the effectiveness of re-estimated models is similar to the efficiency given by the authors of the models?

The research conducted by the author has been financed by the Ministry of Science and Higher Education, Republic of Poland, namely, grant no. 0402/0034/17.

1. Literature review

The effectiveness of bankruptcy prediction models has been constantly analyzed. The verification of accuracy of the models was usually performed on a small test research sample. The test sample often did not exceed 200 companies and it was a homogeneous sample consisting of only the capital companies. Therefore, extensive verification of existing models using large sample test is needed.

Within past few decades, researchers around the world examined various prediction bankruptcy models starting from well-known Altman models across 25 and up to 120 companies [Altman, 1993; Altman, Hotchkiss,

* PhD, Department of Computer Science and Management, Wrocław University of Science and Technology, ul. Łukasiewicza 5, 50-371 Wrocław, sebastian.tomczak@pwr.edu.pl

2006] in the calculations, as well as other models such as Springate model – accounting for 40 companies [Springate, 1978], Legault and Score model – 173 companies [Legault, Score, 1987], Taffler model – 92 companies [Taffler, 1983], etc. The analysis of accuracy of the models has also been carried out by others researchers, among others, Grice and Ingram [2001]; Reisz and Perlich [2007]; Wu, Gaunt, Gray [2010]; Lyandres and Zhdanov [2013]; Altman, Iwanowicz-Drozdowska, Laitinen and Suvas [2017]. Focusing on verification of the efficiency of models on a much larger research sample, mostly by analyzing the Altman model over time on a sample of 979, 1,002 companies; 5,784 companies; 50,611 companies; 146,836 companies; 3 191 743 companies.

In Poland, the usefulness of such models has been carried out by, among others, Pieńkowska [2004] on 68 companies; Pieńkowska [2005] – 203 companies [2005]; Dec [2007] – 40 companies; Hamrol and Chodakowski [2008] – 36 companies; Rusek [2010] – 36 companies; Balina [2012] – 60 companies; Tomczak, Przybysławski, Górski [2012] – 100 companies; Tymoczuk [2013] – 34 companies; Juszczuk and Balina [2014] – 120 companies; Noga et al. [2014] – 98 companies; Wojnar [2014] – 50 companies; Tomczak [2014] – 1,600 companies; Kisielińska [2016] – 110 companies; Tomczak and Radosiński [2017] – 10,600 companies; Altman et al. [2017] – 86,497 companies.

The latest analysis published by Altman et al. was carried out using only Altman models. This study was performed on 3 191 743 companies including a total of 32 European and 3 Non-European countries (China, Colombia and the U.S.). The results of the study shown that a general international model works well with prediction ability of 75, and exceptionally well for some above 90. The usefulness of the model may be significantly enhanced with country-specific estimation.

It is worth pointing out that analysis of usefulness of the models has been carried out both by their authors and other researchers. Generally, the verification of models has been based only on a small research sample. In many cases, the test sample did not exceed two hundred enterprises. Furthermore, according to the analysis of literature, leaving coefficients unchanged may cause a decline in the usefulness of models, because models tend to lose their usefulness with the passage of time from the moment of their construction. Considering this fact, models will be re-estimated and evaluated on the basis of much larger research sample, in order to investigate of the performance of re-estimated models.

2. Methodology of research

The aim of the study was to select the most useful re-estimated discriminant models that indicate the declining situation financial of food manufacturing enterprises three years prior to bankruptcy. Therefore, thirty four discriminant models (five foreign models and twenty eight Polish models): Altman, Altman EM [Altman, 1993], Appenzeller and Szarzec 1, 2 [Appenzeller, Szarzec, 2004], Gajdka, Stos 1–4 [Gajdka, Stos, 1996a, b; Gajdka, Stos, 2003], Hadasik 1–5 [Hadasik, 1998], Hołda [Hołda, 2001], INE PAN 1–7 [Mączyńska, Zawadzki, 2006], Janek and Żuchowski [Janek, Żuchowski, 2000], Legault, Score [Legault, Score, 1987], Mączyńska [Mączyńska, 1994], Pogodzińska, Sojak [Pogodzińska, Sojak, 1995], Poznan [Hamrol et al., 2004], Prusak 1–4 [Prusak, 2005], Springate [Springate, 1978], Taffler [Taffler, 1983], Wierzba [Wierzba, 2000] were compared and rated by analysing the accuracy of type I and type II.

In order to compare and to analyse the accuracy of type I and type II of models, the classification matrix method was chosen. This method is the most common used to compare and classify models [Altman, 1968; Altman, 1993; Mączyńska, Zawadzki, 2006] but not the only one [Prusak, 2005]. Such analysis enables evaluation of the accuracy of type I and type II of models over time and thus identifies a list of models that assess the businesses financial situation in the most accurate way. Type I accuracy (AI) is the percentage of properly classified bankrupt businesses, while type II accuracy (AII) is the percentage of non-bankrupt businesses correctly classified.

Analysis of type I accuracy is based on 565 insolvent companies in the period 2007–2018, whereas the analysis of type II accuracy is based on 990 companies still operating in the period 2012–2017 (this sample excluded some of the companies which declared bankruptcy in the period 2008–2018)¹. The financial reports of food manufacturing companies were analysed. Since 2005, food manufacturing is second largest sector in which manufacturing companies have gone bankrupt [Tomczak, 2018]. The accuracy of the models was tested over a three-year period before the bankruptcy of companies. Models were ranked according to the highest average value of their type I, type II and overall performance in the three years prior to their bankruptcy.

The coefficient of analysed models were re-estimated based on a training sample of 202 companies of food manufacturing sector. One half of them (101 companies) had gone bankrupt in the period 2008–2017 and the other

¹ The financial statements of companies were drawn from the EMIS database (EMIS stands for Emerging Markets Information Service, a Euromoney Institutional Investor Company, www.emis.com).

half still operating ones (in good financial situation). The still operating ones were selected to be similar to (paired with) the insolvent businesses. In the process of selecting these businesses, the following criteria were used: industry and the reporting period, as well as the financial standing and size of the business.

The coefficients in the models were re-estimated using Statistica 13. First, the indicators occurring in the models were calculated. Second, outliers were removed using data cleaning in Statistica 13 in order to obtain a similar normal distribution. Third, new coefficients were calculated using canonical analysis. Fourth, the models were re-calculated based on a training sample of 202 companies. Verification of the effectiveness of re-estimated discriminant models has been made on the basis of test sample. The test sample consisted of analysis of accuracy type I 456 bankrupt companies and analysis of accuracy type II 889 still operating companies.

In the end, the results of re-estimated models were compared with the results of unchanged models for test sample and the values given by their Authors. The statistical significance will be examined by using t-Student tests.

3. Results

The accuracy of selected 33 models was tested in the three years before the bankruptcy of businesses and in the period 2017–2012 for companies still operating in the food manufacturing sector. Models were ranked according to the highest mean values of their accuracy of type I (Table 1), accuracy of type II (Table 2) and total accuracy (Table 3). This is to select the best models that much earlier than a year or two prior to the bankruptcy indicate the deteriorating situation of the company. The results of re-estimated models were compared with the values given by their authors and also with the results of the unchanged coefficients of models for test sample (Table 4). The outcomes presented in this way will help to provide answers to the research questions.

Table 1. The type I accuracy [%] of the top 10 among 33 models (464 bankrupt companies)

No.	Model	3 years	2 years	1 year	Mean 1–3
1	Altman EM	79.93	77.44	83.98	80.45
2	INE PAN1	83.94	80.77	71.43	78.71
3	Altman	79.56	76.23	78.35	78.05
4	Legault & Score	82.89	75.21	74.74	77.62
5	Springate	80.22	77.61	73.95	77.26
6	Mączyńska	82.01	74.73	73.81	76.85

No.	Model	3 years	2 years	1 year	Mean 1–3
7	INE PAN4	78.00	73.94	78.15	76.70
8	Gajdka & Stos1	80.88	75.00	72.86	76.24
9	Taffler	76.10	74.37	77.54	76.00
10	Prusak2	74.64	75.37	76.32	75.44

Source: Own elaboration.

Table 2. The accuracy of type II [%] of the top 10 among 33 models (889 still operating companies)

No.	Model/Period	2017	2016	2015	2014	2013	2012	Mean 2017–2012
1	Prusak3	89.47	89.77	94.97	92.42	93.81	93.85	92.38
2	Poznan	88.57	86.90	88.89	86.84	86.84	87.70	87.62
3	Prusak2	91.30	84.66	86.52	86.29	84.38	85.57	86.45
4	Prusak4	76.32	85.23	88.27	87.37	85.57	83.59	84.39
5	Appenzeller & Szarzec1	88.67	83.77	82.51	81.49	81.82	78.27	82.75
6	Appenzeller & Szarzec2	86.67	82.32	83.68	81.49	82.18	78.15	82.41
7	Legault & Score	78.66	76.47	74.14	72.67	71.15	67.41	73.42
8	Prusak1	74.70	70.59	72.22	72.54	71.63	67.28	71.49
9	Hadasik2	65.85	62.86	62.09	62.32	59.47	53.18	60.96
10	Hadasik5	65.85	62.86	62.09	62.32	59.47	53.18	60.96

Source: Own elaboration.

The data shown in Table 1, which presents the presents the type I accuracy of models for the test sample, indicate that one half of the models were constructed by foreign authors and four of them were ranked in the top five (two Altman's models; Legault, Score model; Springate model). The other half were designed by Polish researchers. The highest accuracy of type I for correctly classifying bankrupt companies was achieved by the Altman EM model – a type I accuracy of almost 80.45% over the three years prior to bankruptcy. Altman's model was built up especially for emerging markets. In turn, INE PAN1 model was only one designed by Polish researchers that was ranked in top five of accuracy of type I – nearly 80% over the three years prior to bankruptcy.

However, the models that were characterized by the highest accuracy of type I did not occupy high positions in the classification of type I accuracy (Table 2). The Legault, Score and Prusak 2 models were only ones that

can be seen in top ten of accuracy of type II. Furthermore, only Legault, Score model were in top 10 of accuracy of type II from all analysed model designed by foreign authors. It worth to notice that the accuracy of type I and type II of the model was at almost the same level. This model was built up for businesses that go bankrupt and still operating companies in Canada. Therefore, the model can be used as a baseline against which to assess the usefulness of Polish models. In addition, the Prusak 3 models was characterized by the highest accuracy of type II – 92% of correctly recognition of still operating enterprises.

The total accuracy of the selected models before (on the left side of table) and after (on the right side of table) re-estimation of coefficients is presented in table 3. The models were ranked according to the highest aggregated mean values of their performance after the re-estimation of coefficients.

Table 3. The total accuracy (TA) of the top 10 among 33 models

No	Model	Mean (AI) 1–3 before	Mean (AII) 2017–2012 before	Mean (TA) before	Mean (AI) 1–3 after	Mean (AII) 2017–2012 after	Mean (TA) after
1	Prusak2	72.29	63.61	67.95	75.44	86.63	81.04
2	Prusak3	58.73	92.73	75.73	68.84	92.09	80.47
3	Appenzeller & Szarzec1	39.25	90.86	65.05	72.56	83.65	78.10
4	Appenzeller & Szarzec2	39.58	89.15	64.36	71.89	83.27	77.58
5	Prusak4	69.75	77.44	73.59	67.85	84.55	76.20
6	Legault & Score	44.38	80.95	62.67	77.62	74.62	76.12
7	Poznan	13.67	98.61	56.14	61.52	87.61	74.57
8	Prusak1	51.44	47.17	49.30	70.29	72.34	71.31
9	INE PAN4	9.37	99.89	54.63	76.70	58.08	67.39
10	Altman	30.42	92.00	61.21	78.05	56.38	67.21

Source: Own elaboration.

Analysing the results of the overall comparison of the models, it should be mentioned that the highest total accuracy was characterized by two models of Prusak – Prusak 2 model (81.04%) and Prusak 3 (80.47%). These models were designed for manufacturing sector. In addition to these models, in the forefront of the most useful models are: the Appenzeller & Szarzec 1 model (78.10%), the Appenzeller & Szarzec 2 model (77.58%), the Prusak 4 model (76.20%), the Legault & Score model (76.12%) and Poznan model

(74.57%). However, they are characterized by lower correct recognition of companies in comparison to the most useful models. The other models do not recognize businesses sufficiently well.

In addition, analyzing the results, it can be noticed that the models are characterized by better recognition of enterprises after re-estimation of their coefficients. Furthermore, in most cases, there is a large disproportion at recognizing bankrupt enterprises and still operating companies. If models recognize businesses which have a good financial condition well, are less effective at identifying companies with poor financial situation. Similarly, models which are characterized by high correct recognition of bankrupt companies tend to be less useful at identifying still operating companies. There are some exceptions, such as the Legault model, but after the re-estimation of its the coefficients.

The total accuracy of the selected models is presented in table 4, according to values given by Authors' models, before (on the left side of table) and after (on the right side of table) re-estimation of coefficients in a year prior to bankruptcy. The models were ranked according to the highest aggregated mean values of their performance in a year prior to bankruptcy after the re-estimation of coefficients. It should be said that in order to analyse the impact of re-estimation of coefficients on the effectiveness of models t-Student test has applied (the hypothesis will be tested against the significance of 0.05). This test is a frequently used method for analysing dissimilarities between the averages of two groups (in this particular case differences between two defined groups: before and after re-estimation of models but also re-estimation of models and values given by Authors' of models). This test one can estimate whether the difference in means of analysed groups is statically significant. The t-Student test was applied by the use of the Statistica.

By analyzing the above table 4, one can pointed out that mean values of 33 models before re-estimation of coefficients were compared with mean values of 33 models after re-estimation of coefficients by t-Student test. The accuracy of type I, type II and total accuracy were analyzed. The differences between intervals are statistically relevant. It means that one should re-estimate model before he will use it. This statement is the answer to the first research question. Then, mean values of 33 models after re-estimation of coefficients were compared with mean values given by Authors' of models. The differences between groups are statistically significance. It means that that the values given by Authors' of models are statistically higher than the values of re-estimated models. This statement is the answer to the second research question.

Table 4. Comparison of total accuracy of models for a year prior to bankruptcy of the top 10 among 33 models

No.	Model	Accor. To Author	AI (before) a year	AII (before) a year	TA (before) mean	AI (after) a year	AII (after) a year	TA (after) mean
1	Prusak2	88.46	73.16	63.61	68.38	76.32	86.63	81.47
2	Prusak3	97.86	61.18	92.73	76.96	69.20	92.09	80.64
3	Appenzeller & Szarzec1	85.29	41.67	90.86	66.26	71.43	83.65	77.54
4	Appenzeller & Szarzec2	88.23	44.24	89.15	66.70	73.33	83.27	78.30
5	Prusak4	95.71	69.62	77.44	73.53	68.35	84.55	76.45
6	Legault & Score	83.00	42.63	80.95	61.79	74.74	74.62	74.68
7	Poznan	96.00	18.98	98.61	58.80	61.31	87.61	74.46
8	Prusak1	94.87	54.93	47.17	51.05	71.36	72.34	71.85
9	INE PAN4	87.50	10.92	99.89	55.41	78.15	58.08	68.12
10	Altman	93.95	33.33	92.00	62.67	78.35	56.38	67.37
Mean of 33 models		91,61%	38,11%	75,68%	56,89%	69,11%	60,59%	64,85%

Source: Own elaboration.

Table 5. The re-estimated coefficients of financial ratios used in the top 10 among 33 re-estimated discriminant models.

Ratio / Model	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M6	M8	M9	M10
X1	0.92								-0.22	
X2	0.01	-0.03			-0.03			0.00		
X3	6.59	5.86			11.85					
X4		1.06	1.05	0.98				0.99	0.14	
X5			-0.55							
X6			6.61							
X7			2.70				0.40			
X8			0.00	0.00						
X9			-1.02	0.19						
X10				9.22				8.71		
X11				0.00						
X12					-3.56					
X13					-6.24			0.69	1.03	

Ratio / Model	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M6	M8	M9	M10
X14						5.17			5.30	
X15						2.87				
X16						-0.78				
X17							0.05			
X18							3.63			
X19							11.17			
X20									2.34	
X21									0.32	
X22									0.22	
X23									-0.32	-0.33
X24										3.19
X25										7.36
X26										4.39
X27										0.19
stała	-0.70	-1.72	-1.92	-2.06	1.25	-2.10	-2.82	-1.84	-5.26	-0.63

Source: Own elaboration.

Table 5 shows the financial ratios and the re-estimated coefficients of the ten best models for classifying companies are based on. Twenty seven ratios are used altogether of which only four can be found in three models. It should be noticed that ratio number 5 (current liquidity ratios) appears in five different models. The frequency of its appearance may indicate its predictive and discriminative ability. But the values of it were not stable over time [Tomczak, 2017].

4. Discussion

So far, many prediction bankruptcy models have been constructed to recognize the financial standing of businesses. However, only few of them accurately identify the weakened financial situation of a business long enough in advance and only those models can be considered as useful.

The survey presents the best 10 out of 33 models but only 7 of them were characterized by acceptable level of predictive and discriminant power in the three years prior to bankruptcy of a company, but the differences between the accuracy of these models are insignificant. In top 10 only two models developed outside Poland were ranked – Legault & Score model and Altman model. The second one is the best known in the world prediction bankruptcy model. However, in the study Altman model is marked by lower correct recognition rates in comparison to the most efficient models.

The efficiency of re-estimated model was improved in comparison to results obtained by Tomczak, Radosiński [2017] but were not so good in comparison to the figures presented by Altman et al. [2017]. In turn, Legault & Score is one of the few models that equally well recognizes bankrupt and still operating companies. The model also was ranked in top 5 in the outcome shown by Tomczak, Radosiński [2017].

Whereas when it comes to assess the results of Polish models, The Prusak 3 and Prusak 4 models also appear in the top 5 ranking. Besides of Prusak models also Poznan model can be treated as useful according to the results of Kisielińska [2016] – the effectiveness of correct classification was 82.7%. It is worth pointed out that two last mentioned studies the coefficients of models were unchanged.

The study have some limitations:

1. Survey was covered only analysis of discriminant models.
2. Only one method was used to compare the models.
3. The effectiveness of the models before and after the crisis was not analyzed.

Therefore, future research will include not only the analysis of discriminant models but also logit models, decision trees and others in the time of crisis and after, using more than one method to compare models.

Conclusions

This article presents a comprehensive comparison of 33 re-estimated discriminant models based on analysis of accuracy of type I, accuracy of type II and total accuracy. The test sample consisted of the analysis of 464 bankrupt enterprises and the analysis of 889 still operating enterprises. In total, 1353 companies were analysed. Two models of Prusak – Prusak 2 model (81.04%) and Prusak 3 (80.47%) were characterized by the highest total accuracy. It should be pointed out that the differences between the mean values of 33 models before re-estimation of coefficients and the mean values of 33 models after re-estimation of coefficients are statistically relevant. In addition, the differences between mean values of 33 models after re-estimation of coefficients and the mean values given by Authors' of models are statistically significance.

References

- Altman E. (1968), *Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy*, „Journal of Finance”, Vol. 23, No. 4.
- Altman E. (1993), *Corporate financial distress and bankruptcy* (2nd ed.), John Wiley & Son, New York.
- Altman E.I., Hotchkiss E. (2006), *Corporate financial distress and bankruptcy* (3rd ed.), John Wiley & Son, New York.

- Altman E.I., Iwanowicz-Drozdowska M., Laitinen E.K., Suvas A. (2017), *Financial Distress Prediction in an International Context: A Review and Empirical Analysis of Altman's Z-Score Model*, „Journal of International Financial Management & Accounting”, Vol. 28.
- Appenzeller D., Szarzec K. (2004), *Prognozowanie zagrożenia upadłością polskich spółek publicznych*, „Rynek Terminowy”, nr 1.
- Balina R. (2012), *Skuteczność wybranych modeli dyskryminacyjnych na przykładzie branży robót budowlanych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse, Rynki finansowe, Ubezpieczenia”, nr 50.
- Dec P. (2007), *Dylematy weryfikacji i wyboru modeli predykcji bankructwa przedsiębiorstw*, VIII Kongres Ekonomistów Polskich. Warszawa 29–30.11.2007.
- Gajdka J., Stos D. (1996a), *Wykorzystanie analizy dyskryminacyjnej do badania przydatności przedsiębiorstwa na bankructwo*, in: J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, UŁ, Łódź.
- Gajdka J., Stos D. (1996b), *Wykorzystanie analizy dyskryminacyjnej w ocenie kondycji finansowej przedsiębiorstw*, AE, Kraków.
- Gajdka J., Stos D. (2003), *Ocena kondycji finansowej polskich spółek publicznych w okresie 1998–2001*, in: D. Zarzecki (red.), *Czas na pieniądź, Zarządzanie finansami, Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*, US, Szczecin.
- Grice J.S., Ingram R.W. (2001), *Tests of the generalizability of Altman's bankruptcy prediction model*, „Journal of Business Research”, Vol. 54.
- Hadasik D. (1998), *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce i metody jej prognozowania*, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Poznaniu”, AE, Poznań, Seria II.
- Hamrol M., Chodakowski J. (2008), *Analiza dyskryminacyjna. Przegląd najważniejszych modeli*, „Przegląd Organizacji”, nr 3.
- Hamrol M., Czajka B., Piechocki M. (2004), *Upadłość przedsiębiorstwa – model analizy dyskryminacyjnej*, „Przegląd Organizacji”, nr 6.
- Hołda A. (2001), *Prognozowanie bankructwa jednostki w warunkach gospodarki polskiej z wykorzystaniem funkcji dyskryminacyjnej* Zh, „Rachunkowość”, nr 5.
- Janek J., Żuchowski M. (2000), *Analiza dyskryminacyjna i jej zastosowania w ekonomii*, Wydział Matematyki i Nauk Informacyjnych Politechniki Warszawskiej, Warszawa.
- Juszczak S., Balina R. (2014), *Prognozowanie zagrożenia bankructwem przedsiębiorstw w wybranych branżach*, „Ekonomista”, nr 1.
- Kisielińska J. (2016), *The effectiveness of corporate bankruptcy models*, „Economic and Regional Studies”, Vol. 9, No. 1.
- Legault J.C.A., Score A. (1987), *Warning System for Small Business Failures*, Bilanas, June.
- Lyandres E., Zhdanov A. (2013), *Investment opportunities and bankruptcy prediction*, „Journal of Financial Markets”, No. 16.
- Mączyńska E. (1994). *Ocena kondycji przedsiębiorstwa*, „Życie Gospodarcze”, nr 38.
- Mączyńska E., Zawadzki M. (2006), *Dyskryminacyjne modele predykcji bankructwa przedsiębiorstw*, „Ekonomista”, nr 2.

- Noga T., Adamowicz K., Jakubowski J. (2014), *Metody dyskryminacyjne w ocenie sytuacji finansowej przedsiębiorstw sektora leśno-drzewnego*, „Acta Scientiarum Polonorum Silvarum Colendarum Ratio et Industria Lignaria”, nr 13(1).
- Pieńkowska M. (2004), *Przewidywanie kryzysu*, „Nowe Życie Gospodarcze”, nr 13.
- Pieńkowska M. (2005), *Weryfikacja skuteczności funkcji dyskryminacyjnych opracowanych dla rynku polskiego*, in: K. Kuciński, E. Mączyńska (red.), *Zagrożenie upadłością*, SGH, Warszawa.
- Pogodzińska M., Sojak S. (1995), *Wykorzystanie analizy dyskryminacyjnej w przewidywaniu bankructwa przedsiębiorstw*, „Acta Universitatis Nicolae Copernici, Oeconomia”, nr 25.
- Prusak B. (2005), *Nowoczesne metody prognozowania zagrożenia finansowego przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa.
- Rusek O. (2010), *Przydatność modeli dyskryminacyjnych w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, „Zeszyty Naukowe SGGW – Ekonomia i Organizacja Gospodarki Żywnościowej”, nr 85.
- Reisz A.S., Perlich C. (2007), *A market-based framework for bankruptcy prediction*, „Journal of Financial Stability”, No. 3.
- Springate G.L.V. (1978), *Predicting the Possibility of Failure in a Canadian Firm*, Unpublished M.B.A. Research Project, Simon Fraser University, Canada.
- Taffler R.J. (1983), *The assessment of company solvency and performance using a statistical model*, „Accounting and Business Research”, Vol. 15, No. 52.
- Tomczak S.K. (2014), *The early warning system*, „Journal of Management and Financial Sciences”, No. 16.
- Tomczak S.K. (2017), *The stability of the financial indicators over time*, in: Z. Wilimowska, L. Borzemski, J. Świątek (eds.), *Information Systems Architecture and Technology, Proc. 38th International Conference on Information Systems Architecture and Technology, ISAT 2017, Advances in Intelligent Systems and Computing*, Springer, No. 657.
- Tomczak S.K. (2018), *Statistics on bankruptcy of companies in Poland*, „Management Sciences”, No. 3.
- Tomczak S.K., Przybyśławski B., Górski A. (2012), *Comparative analysis of the bankruptcy prediction models, Information systems architecture and technology*, in: Z. Wilimowska (ed.), *The Use of IT Models for Organization Management*, PWR, Wrocław.
- Tomczak S.K., Radościński E. (2017), *The effectiveness of discriminant models based on the example of the manufacturing sector*. „Operations Research and Decisions”, No. 3.
- Tymoczuk M. (2013), *Skuteczność modeli prognozowania upadłości przedsiębiorstw a upływ czasu – porównanie popularnych polskich modeli wielowymiarowej analizy dyskryminacyjnej z modelem zbudowanym przez autorkę*, in: A. Adamska, E. Mączyńska (eds.), *Upadłości, bankructwa i naprawa przedsiębiorstw. Wybrane zagadnienia*, SGH, Warszawa.
- Wierzba D. (2000), *Wczesne wykrywanie przedsiębiorstw zagrożonych upadłością na podstawie analizy wskaźników finansowych – teoria i badania empiryczne*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Ekonomiczno-Informatycznej w Warszawie”, nr 9.

- Wojnar J. (2014), *Ocena skuteczności modeli analizy dyskryminacyjnej do prognozowania zagrożenia finansowego spółek giełdowych*, „Zeszyty Naukowe Małopolskiej Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie”, nr 1(24).
- Wu Y., Gaunt C., Gray S. (2010), *A comparison of alternative bankruptcy prediction models*, „Journal of Contemporary Accounting and Economics”, No. 6.
- Zięba M., Tomczak S.K., Tomczak J.M. (2016), *Ensemble boosted trees with synthetic features generation in application to bankruptcy prediction*, „Expert Systems with Applications”, No. 58.

Summary

The article assesses 33 re-estimated discriminant models for the food manufacturing sector. Nearly 1,400 companies have been examined within this sector – including 464 bankrupt companies. The statistical differences between the groups were tested by using t-Student test. The results obtained show that it is worth re-estimate coefficient before the model will use to assess financial situation of a company. In turn, the values given by Authors' of models are statistically higher than the values of re-estimated models, which means that the value given by the Authors' of models seems to be difficult to reach based on analysis of big research sample.

Keywords

insolvency, accuracy, bankruptcy prediction models, food manufacturing sector

Marcin Tomecki*

Wpływ kształtowania treści tez dowodowych na szacowanie wartości szkód w związku z ustanowieniem obszaru ograniczonego użytkowania

Wstęp

Wzrost ruchu lotniczego i towarzyszący mu rozwój infrastruktury lotniczej oddziałuje na środowisko, w tym ludzi. Konsekwencją tego może być utworzenie obszaru ograniczonego użytkowania (OOU), jak również powstawanie sytuacji konfliktowych związanych m.in. z oceną zasadności żądań poszkodowanych czy wysokości należnych odszkodowań. Część z tych sporów rozpoznawana jest na drodze postępowania sądowego.

Obszary ograniczonego użytkowania mogą zostać utworzone dla terenów, w których może dochodzić do przekraczania norm emisyjnych określonych dla poszczególnych obiektów (w tym portów lotniczych). Może to skutkować ograniczeniem swobody właścicieli nieruchomości w korzystaniu z przysługującego im prawa własności. W obrębie OOU ustawodawca zezwala na przekroczenie standardów dopuszczalnego oddziaływania na środowisko. Właściciele mogą zostać poddani również ograniczeniom dotyczącym możliwości zagospodarowywania nieruchomości oraz użytkowania ich na określone cele. Z tych powodów ustawodawca wprowadza roszczenie o wykup nieruchomości i przewiduje rekompensatę szkód powstałych w związku z wprowadzeniem obszaru ograniczonego użytkowania. Roszczenia te mogą być kierowane do portów lotniczych, jeśli wprowadzenie OOU wiąże się z ich funkcjonowaniem.

W ramach niniejszego artykułu podjęto problematykę formułowania przez sądy tez dowodowych w postępowaniach odszkodowawczych toczących się w związku z ustanowieniem obszarów ograniczonego użytkowania dla Portu Lotniczego Katowice-Pyrzowice, Portu Lotniczego Poznań-Ławica oraz Portu Lotniczego im. L. Wałęsy w Gdańsku.

Celem artykułu jest identyfikacja błędów popełnianych w związku z formułowaniem zakresu opinii biegłych sądowych w sprawach o odszkodowania za szkody powstałe w związku z utworzeniem OOU i oceny ich wpływu na szacowanie wartości szkód.

* Dr, Katedra Inwestycji i Nieruchomości, Wydział Finansów i Ubezpieczeń, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, ul. 1 Maja 50, 40-287 Katowice, marcin.tomecki@ue.katowice.pl

Przedmiotem badań objęto postanowienia o dopuszczeniu dowodu z opinii biegłego wydawane przez Sądy Okręgowe w Katowicach, Poznaniu i Gdańsku. Asumptem dla podjęcia badań były zidentyfikowane różnice w treści postanowień dotyczących analogicznych postępowań sądowych.

W celu realizacji tak postawionego celu zastosowano następujące metody badawcze: analizę stanu prawnego dotyczącego sposobu formułowania tez dowodowych przez sądy w sprawach cywilnych oraz analizę postanowień o dopuszczeniu dowodu z opinii biegłego w postępowaniach cywilnych w kontekście szacowania wartości szkód.

1. Konsekwencje wprowadzenia obszaru ograniczonego użytkowania dla portu lotniczego

Zgodnie z przepisami ustawy Prawo o ochronie środowiska (p.o.ś.), jeżeli z przeglądu ekologicznego albo z oceny oddziaływania przedsięwzięcia na środowisko wymaganej przepisami ustawy z dnia 3 października 2008 r. o udostępnianiu informacji o środowisku i jego ochronie, udziale społeczeństwa w ochronie środowiska oraz o ocenach oddziaływania na środowisko, albo z analizy porealizacyjnej wynika, że pomimo zastosowania dostępnych rozwiązań technicznych, technologicznych i organizacyjnych nie mogą być dotrzymane standardy jakości środowiska poza terenem zakładu lub innego obiektu, tworzy się obszar ograniczonego użytkowania [ustawa, 2001, art. 135]. Obowiązek taki dotyczy między innymi portów lotniczych określonych w rozporządzeniu [rozporządzenie, 2010, § 2 ust. 30].

W przypadku przedsięwzięcia mogącego zawsze znacząco oddziaływać na środowisko lub dla zakładów, lub innych obiektów, gdzie jest eksploatowana instalacja, która jest kwalifikowana jako takie przedsięwzięcie, OOU tworzy sejmik województwa, w drodze uchwały [ustawa, 2001, art. 135 ust. 2]. Stosowne uchwały o utworzeniu obszaru ograniczonego oddziaływania zostały uchwalone odpowiednio przez sejmiki województwa śląskiego, wielkopolskiego oraz pomorskiego.

Wprowadzenie OOU otwiera bieg ustawowego, dwuletniego terminu do składania roszczeń odszkodowawczych przewidzianych ustawą [ustawa, 2001, art. 129 ust. 4] przez właścicieli nieruchomości znajdujących się w obszarze ograniczonego użytkowania. W przypadku Portu Lotniczego Katowice-Pyrzowice uchwała Sejmiku Województwa Śląskiego tworząca OOU została uchwalona w dniu 25 sierpnia 2014 r. [uchwała, 2014]. Z kolei termin do składania wniosków upłynął w dniu 15 września 2016 r. Liczba wniosków złożonych w ustawowym terminie wyniosła ok. 600 i dotyczyła różnych roszczeń przewidzianych w p.o.ś. (art. 129 i art. 135) oraz kodeksie cywilnym (k.c.) [ustawa, 1964].

W obszarze ograniczonego użytkowania ustawodawca zezwała na przekroczenie standardów dopuszczalnego oddziaływania na środowisko, co powoduje, iż właściciele nieruchomości położonych na tym obszarze muszą znosić ponadprzeciętne oddziaływanie na środowisko i nie mogą sprzeciwić się przekraczającym przeciętną miarę oddziaływaniami zakładu¹ na ich nieruchomości [Stawicka, 2012, s. 203]. Właściciele nieruchomości mogą zostać poddani ograniczeniom dotyczącym możliwości zagospodarowywania nieruchomości oraz użytkowania ich na określone cele.

Ustawodawca przewidział szczególne roszczenia, a mianowicie żądanie wykupu nieruchomości oraz rekompensatę szkód powstałych w związku z wprowadzeniem obszaru ograniczonego użytkowania [ustawa, 2001, art. 129 ust. 1 i 2]. Ustawodawca przesądził jednocześnie, że do obowiązków tych zobligowany jest ten, którego działalność spowodowała wprowadzenie ograniczeń w związku z ustanowieniem obszaru ograniczonego użytkowania [ustawa, 2001, art. 136 ust. 2], czyli w tym przypadku port lotniczy.

Reasumując, właściciele nieruchomości znajdujących się w obszarze ograniczonego użytkowania mogą skorzystać z roszczeń przewidzianych w przepisach ustawy Prawo ochrony środowiska oraz dochodzić roszczeń na zasadach ogólnych w oparciu o kodeks cywilny.

2. Roszczenia związane z wprowadzeniem obszaru ograniczonego użytkowania dla portu lotniczego

Wprowadzenie obszaru ograniczonego użytkowania umożliwia rekompensowanie szkód zgodnie z zasadami przewidzianymi w p.o.ś. (art. 129–136). W ustawie tej znalazły się regulacje określające podstawy odpowiedzialności odszkodowawczej związanej z ograniczeniem sposobu korzystania z nieruchomości oraz z utworzeniem obszaru ograniczonego użytkowania [Szuma, 2011, s. 837]. Odpowiedzialność tę ponosi port lotniczy w przypadku spełnienia następujących przesłanek:

- wejścia w życie aktu prawa miejscowego powodującego niemożność lub istotne ograniczenie sposobu korzystania z nieruchomości lub z jej części w dotychczasowy sposób lub zgodny z dotychczasowym przeznaczeniem albo też wywołuje inną szkodę,
- powstania szkody poniesionej przez właściciela nieruchomości²,
- wystąpienia związku przyczynowego między ograniczeniem sposobu korzystania a szkodą.

¹ W tym przypadku portu lotniczego.

² Dotyczy również użytkownika wieczystego lub osoby, której przysługuje prawo rzeczowe do nieruchomości.

Biorąc pod uwagę niezupełny charakter regulacji zawartej w p.o.ś., uzupełniające zastosowanie znajdują przepisy k.c., a w szczególności w zakresie szkody, zasad odpowiedzialności cywilnej.

Ustawodawca w p.o.ś. wprowadził następujące roszczenia:

- roszczenie o wykup nieruchomości (art. 129 ust. 1),
- roszczenia odszkodowawcze (art. 129 ust. 2).

Szczególnym roszczeniem przewidzianym w p.o.ś. jest żądanie wykupu nieruchomości (art. 129 ust. 1). Z uwagi na fakt, że roszczenie to nie jest często kierowane do portów lotniczych, odstąpiono od dalszej analizy tego zagadnienia.

Biorąc pod uwagę literalne brzmienie powołanych przepisów, naprawieniu nie podlegają wszelkie szkody, lecz wyłącznie te, które wynikają z ograniczeń w sposobie korzystania z nieruchomości. W pozostałym zakresie szkody mogą zostać naprawione na zasadach określonych w kodeksie cywilnym.

W postępowaniach odszkodowawczych związanych z wprowadzeniem OOU przeciwko portom lotniczym kluczowego znaczenia nabiera pojęcie szkody, gdyż najbardziej sporną kwestią w tych postępowaniach jest jej wysokość.

Ustawodawca w p.o.ś. nie zawarł definicji szkody, jak również zamkniętego katalogu szkód podlegających naprawie, z tego powodu uzasadnione jest odwołanie do przepisów zawartych w prawie cywilnym, jak również odwołanie do doktryny i dorobku judykatury [Górski, 2014].

W doktrynie i judykaturze przyjmuje się, że szkoda oznacza uszczerbek w dobrach prawnie chronionych, których poszkodowany doznaje wbrew swojej woli [Radwański, 2010, s. 90]. Uszczerbek ten może przejawiać się jako: utrata, zmniejszenie, niepowiększenie aktywów lub zwiększenie pasywów [Kaliński, 2011, s. 168].

Przy ustalaniu wysokości szkody wymagane jest uwzględnienie różnicy między aktualnym stanem majątkowym poszkodowanego a stanem majątku przy braku zdarzenia szkodzącego [wyrok SN, 2013].

Zgodnie z art. 361 § 2 k.c. w polskim prawie cywilnym obowiązuje zasada pełnego odszkodowania przewidująca całkowite naprawienie szkody w granicach normalnego związku przyczynowego³. Nadto przepis ten przewiduje dwa elementy szkody, tj.:

- stratę, która obejmuje uszczerbek w majątku poszkodowanego wskutek zdarzenia sprawczego,

³ Rozwiązanie takie ma na celu niedopuszczenie do bezpodstawnego wzbogacenia poszkodowanego.

- utratę korzyści, o które nie powiększył się majątek poszkodowanego, jak miałyby to miejsce w przypadku niewystąpienia zdarzenia sprawczego [Pietrzykowski, 2013, s. 1001].

W przypadku wprowadzenia OOU strata może obejmować zarówno zmniejszenie aktywów, jak i zwiększenie pasywów. Tak rozumiana strata obejmuje zarówno spadek wartości składnika aktywów, jak i obowiązek poniesienia kosztów rewitalizacji akustycznej z uwagi na niewypełnienie nowych wymagań akustycznych budynku przewidzianych w obszarze ograniczonego użytkowania.

Biorąc pod uwagę postępowania toczące się przeciwko wyliczonym portom lotniczym, dotyczą one najczęściej utraty wartości nieruchomości oraz nakładów/kosztów na rewitalizację akustyczną budynków. W postępowaniach tych zachodzi konieczność porównania wartości nieruchomości z zastosowaniem metody dyferencyjnej na datę sprzed zdarzenia szkodzącego i na datę po tym zdarzeniu. Rodzi to konieczność określenia wartości rynkowej nieruchomości zgodnie z zapisami ustawy o gospodarce nieruchomościami (u.g.n.) [ustawa, 1997, art. 149 i 150].

Wprowadzenie OOU dla portu lotniczego może powodować szkody (straty) w postaci utraty wymaganych parametrów akustycznych budynków spowodowane zwiększonym hałasem w granicach OOU. Budynki mogą wymagać przeprowadzenia rewitalizacji akustycznej⁴. Naprawienie tej szkody może nastąpić w jednej z dwóch form:

- zapłaty kosztów już poniesionych,
- zasądzenia kwoty nakładów koniecznych.

Właściciel nieruchomości nie może żądać zasądzenia kosztów z tytułu rewitalizacji akustycznej budynku, które poniósł dobrowolnie przed wprowadzeniem OOU [Pietrzykowski, 2013, s. 1000].

W postępowaniach toczących się przeciwko portom lotniczym często dochodzi do łączenia roszczeń związanych z żądaniem naprawienia szkody z tytułu utraty wartości nieruchomości z roszczeniami z tytułu rewitalizacji akustycznej (czyli naprawienia szkody z tytułu utraty wartości nieruchomości i utraty przez budynek wymaganych walorów technicznych w zakresie akustyki). Dochodzi jednocześnie do ujmowania straty jako sumy obu tych roszczeń. W przypadku uwzględnienia przez sąd obu tych żądań łącznie z wyłączeniem uwzględniania występujących między powyższymi roszczeniami związków (rekurencji) może to doprowadzić do naruszenia zasady pełnego odszkodowania, a tym samym bezpodstawnego wzbogacenia na rzecz poszkodowanego (powoda).

⁴ W zależności od przeznaczenia budynku.

W celu uniknięcia podwójnego uwzględniania straty należy określić wartość nieruchomości, przyjmując, że budynek został zrewitalizowany akustycznie.

Jak wskazano powyżej, drugim elementem szkody są utracone korzyści, których zasądzenia może domagać się poszkodowany od portu lotniczego. Biorąc pod uwagę, że żądania te w warunkach postępowań dotyczących OOU występują bardzo rzadko, odstąpiono od dalszej analizy w tym zakresie.

Podsumowując, można stwierdzić, że najczęściej występującymi roszczeniami kierowanymi do portów lotniczych w związku z utworzeniem OOU są żądania z tytułu straty wynikającej z utraty wartości nieruchomości oraz utraty parametrów technicznych budynków wymaganych przez przepisy. W związku z powyższym dochodzi do konieczności przeprowadzenia postępowania dowodowego zmierzającego do ustalenia wartości szkody, co w praktyce rodzi pewne trudności.

3. Formułowanie treści tez dowodowych przez sądy w postępowaniach cywilnych dotyczących odszkodowań w związku z ustanowieniem OOU

W postępowaniach dotyczących odszkodowania z tytułu ustanowienia obszaru ograniczonego użytkowania zachodzi konieczność przeprowadzenia postępowania dowodowego na okoliczność ustalenia wartości szkód. W tym celu sądy powołują biegłych rzeczoznawców majątkowych, których rola w procesie cywilnym ogranicza się do oceny faktów (por. wyrok SN, 1969). Z kolei rolą sądu jest poczynienie ustaleń faktycznych oraz rozstrzygnięcia zagadnień prawnych [Piotrowska, 2007, s. 197].

Teza dowodowa zawarta w postanowieniu dopuszczającym dowód z opinii biegłego powinna obejmować istotne założenia do wyceny dotyczące:

- wskazania przedmiotu i zakresu wyceny,
- podstawy wyceny (rodzaj wartości),
- określenia merytorycznych dat istotnych dla wyceny.

Prawidłowo sformułowana teza dowodowa dla biegłego powinna zawierać opis stanu nieruchomości oraz jej przeznaczenia.

W ramach badań dokonano analizy prawidłowości formułowania treści postanowień o dopuszczeniu dowodu z opinii biegłego z zakresu wyceny nieruchomości w sprawach dotyczących zasądzenia odszkodowań w związku z utworzeniem obszarów ograniczonego użytkowania odpowiednio dla portów lotniczych: Katowice-Pyrzowice, Poznań-Ławica oraz Gdańsk i oceny ich wpływu na szacowanie wartości szkód.

Badania obejmowały postanowienia wydawane przez sądy różnych instancji. Biorąc pod uwagę właściwość miejscową, analizowano postanowienia sądów właściwych dla trzech okręgów: Katowice, Poznań oraz Gdańsk.

Wyniki przeprowadzonych badań wskazują na występowanie istotnych błędów w formułowaniu tez dowodowych. Zidentyfikowane błędy podzielono na cztery główne grupy, które związane są z poniższymi zagadnieniami:

- 1) problem rekurencji szkód (naruszenie zasady pełnego odszkodowania),
- 2) problem przenoszenia czynności dowodowych na biegłego,
- 3) problem ustalania dat istotnych dla czynności biegłego,
- 4) problem ustalenia zdarzenia sprawczego.

Poniżej przedstawiono zidentyfikowane błędy w formułowaniu tez dowodowych wraz z przykładami tez.

Problem rekurencji szkód wiąże się z stosowaniem art. 129 p.o.ś. w zw. z 361 art. k.c. W przypadku ustanowienia OOU podmioty uprawnione mają możliwość zgłaszania różnych roszczeń przewidzianych w tych przepisach. Roszczenia te dotyczą naprawienia różnych szkód, w tym: zmniejszenia wartości nieruchomości, pokrycia nakładów na rewitalizację akustyczną. Sądy w postępowaniach dopuszczały dowód z opinii biegłego sądowego z zakresu wyceny nieruchomości na okoliczność ustalenia, czy w związku z utworzeniem OOU nastąpiła utrata wartości nieruchomości (jeśli tak, to jaka?) oraz na okoliczność ustalenia wartości nakładów niezbędnych celem dokonania rewitalizacji akustycznej.

Kierując się treścią postanowienia, biegły powinien dokonać odrębnej wyceny spadku wartości nieruchomości, a następnie ustalenia nakładów (kosztów) na rewitalizację budynku. Biorąc pod uwagę tak sformułowaną tezę dowodową, wysokość należnego odszkodowania stanowiłaby suma dwóch szkód (spadek wartości + nakłady/koszty rewitalizacji). Pomędzy wspomnianymi roszczeniami istnieją jednak związki (rekurencja), których nie można pominąć. Sumowanie wartości dwóch (odrębnie wyliczonych) odszkodowań prowadzi do bezpodstawnego wzbogacenia, ponieważ: zasądzenie odszkodowania z tytułu rewitalizacji akustycznej prowadzi do wzrostu wartości budynku, a tym samym może przyczynić się do wzrostu wartości nieruchomości lub ograniczenia utraty wartości nieruchomości, o ile taki spadek w ogóle nastąpił. Sądy, formułując w ten sposób tezy dowodowe, nie brały pod uwagę podstawowej zasady prawa zobowiązaniowego sformułowanej w art. 361 k.c., tj. zasady pełnego odszkodowania, co prowadziło do możliwości bezpodstawnego wzbogacenia powoda i wpływało na wadliwy sposób szacowania wartości szkód. Przykładem

takiej wadliwej tezy dowodowej jest teza wydana przez SO w Katowicach [postanowienie SO, II C 550/16]: „(...) Dopuścić dowód z opinii biegłego na okoliczność ustalenia, czy nastąpiła a jeżeli tak to dlaczego zmiana wartości nieruchomości na skutek utworzenia OOU uchwałą z dnia 25 sierpnia 2014 r., jeżeli tak w jakim stopniu (wartości) nastąpiło obniżenie lub podwyższenie wartości oraz dla ustalenia, czy zmiana tej wartości nastąpiła (dokonała się) już wcześniej i jeżeli tak to z jakimi okolicznościami (okolicznością) należy to wiązać oraz na okoliczność wartości nakładów niezbędnych do dokonania rewitalizacji akustycznej budynku mieszkalnego powodów w celu spełnienia wymagań dotyczących warunków technicznych budynków przewidzianych prawem budowlanym z uwzględnieniem dwóch wariantów w zakresie izolacji akustycznej istniejącej w budynku w dniu wejścia w życie uchwały (...)”. Powyższa teza narusza zasadę pełnego odszkodowania, ponieważ nie uwzględnia wpływu jednego roszczenia na drugie. Taki sposób sformułowania tezy sugeruje jednocześnie biegłemu nieprawidłowy sposób wyceny.

W badanych postanowieniach wykryto różne błędy związane z dokonywaniem ustaleń faktycznych w postępowaniu cywilnym. Rozpoznane błędy dotyczyły powierzania biegłym sądowym dokonywania czynności zmierzających do ustalenia stanu faktycznego sprawy. Zgodnie z powszechnie uznanym stanowiskiem zagadnienia prawne oraz faktyczne rozstrzygane są przez sąd rozpoznający sprawę. Rola biegłego sądowego ogranicza się wyłącznie do oceny faktów w zakresie określonym w przepisie art. 278 § 1 k.p.c., czyli: „W wypadkach wymagających wiadomości specjalnych”. Zadaniem biegłego nie jest ustalanie stanu faktycznego sprawy, lecz naświetlenie i wyjaśnienie przez sąd okoliczności z punktu widzenia posiadanych przez biegłego wiadomości specjalnych, co potwierdza wyrok SN z 1969 r. Zgodnie z wyrokiem SN (1982 r.) sąd jest zobowiązany do skorzystania z opinii biegłego nawet gdyby sąd posiadał wiadomości specjalne. Dowód staje się zbyteczny wyłącznie, gdy sąd może dokonać oceny, tak jak każdy człowiek inteligentny (por. wyrok SN, 1939). Ponadto wiadomości specjalne, o których mowa w art. 278 § 1 k.p.c., zgodnie z wyrokiem SN z 1975 r. to szczególna wiedza specjalistyczna z danej dziedziny sztuki, techniki etc. Obejmująca wiadomości wykraczające poza zakres tych, którymi dysponuje ogół osób inteligentnych i ogólnie wykształconych.

Poniżej przedstawiono dwa rodzaje błędów związane z omawianym problemem. W analizowanych postępowaniach sądy delegowały czynności w zakresie dokonywania ustaleń faktycznych biegłym wbrew dyspozycji art. 278 § 1 k.p.c. i wbrew powołanemu orzecznictwu SN, co dotyczyło ustalania: stanu faktycznego nieruchomości na datę historyczną oraz związku przyczynowego między zdarzeniem szkodzącym a szkodą.

W badanych sprawach zachodziła konieczność ustalenia stanu faktycznego nieruchomości na datę historyczną. W przypadku MPL Katowice-Pyrzowice stan ustalano na datę: 15 września 2014 r. Ustalenia te powinny zostać dokonane w ramach przeprowadzenia postępowania dowodowego. Jednak ukształtowana błędna praktyka sądów była odmienna. Sądy delegowały poczynienie ustaleń w tym zakresie na biegłych, co obrazują poniższe przykłady tez dowodowych sformułowane odpowiednio przez SO w Katowicach [postanowienie SO, II C 550/16] oraz SO w Poznaniu [postanowienie SO, XII C 577/16]: „(...) Wskazanie wartości rynkowej nieruchomości powodów na dzień 15 września 2014 r. ma nastąpić w dwóch wariantach: stanu faktycznego nieruchomości po ustanowieniu OOU; stanu hipotetycznego przy założeniu braku zdarzenia sprawczego (...)”, „(...) Przeprowadzić dowód z opinii biegłego rzeczoznawcy majątkowego na okoliczność ustalenia czy w okresie od 28.02.2012 r. doszło do obniżenia wartości nieruchomości powodów – a jeżeli tak o ile obniżyła się ta wartość po wyżej wymienionej dacie tj. po dniu wejścia w życie uchwały Sejmiku Województwa Wielkopolskiego nr XVIII/302/12 z dnia 30.01.2012 r. w przedmiocie utworzenia obszaru ograniczonego użytkowania Portu Lotniczego Poznań Ławica (...)”. W obu przypadkach sądy powinny podjąć czynności zmierzające do ustalenia stanu faktycznego nieruchomości na wskazaną datę historyczną czego, jednak tego nie uczyniły, lecz delegowały tę kompetencję na biegłego sądowego.

W niektórych postanowieniach SO w Katowicach teza dowodowa nakładała na biegłego obowiązek ustalenia związku przyczynowego: „(...) dopuścić dowód z opinii biegłego (...) na okoliczność ustalenia związku przyczynowego pomiędzy wydaniem uchwały nr 4/53/12/2014 z dnia 25.08.2014 r. w sprawie utworzenia OOU a ewentualną utratą wartości (...)” [postanowienie SO, II C 766/16]. W świetle utrwalonych poglądów doktryny prawnej nie budzi wątpliwości, że ustalenie związku przyczynowego jako jednej z przesłanek odpowiedzialności należy do sądu rozpoznającego sprawę, nie zaś do biegłego, którego rola ogranicza się do oceny stanu faktycznego w zakresie wymagającym wiadomości specjalnych.

Wyraźne rozbieżności rozpoznano w zakresie sposobu ustalania dat istotnych dla czynności biegłego. Poniżej przedstawiono przykłady wadliwych tez dowodowych formułowane przez SO w Katowicach (w różnych składach orzekających): „(...) jednocześnie wypowiedzenia się co do wartości rynkowej dla dwóch stanów nieruchomości na dzień 15.09.2014 r., tj. stanu faktycznego nieruchomości po ustanowieniu OOU stanu hipotetycznego przy założeniu braku zdarzenia szkodzącego, określenie wartości rynkowej dla obu stanów nieruchomości, tj. wg aktualnego stanu rynku na dzień wykonywania opinii, przy ustaleniu obniżenia wartości rynkowej

nieruchomości należy uwzględnić jej stan aktualny związany z położeniem na OOU, określenia wartości rynkowej nieruchomości zgodnie z legalną definicją wynikającą z ustawy o gospodarce nieruchomościami (...)” [postanowienie SO, II C 735/16], „(...) przy czym biegły powinien wskazać wartości rynkowe nieruchomości wszystkich powodów na dzień 15.09.2014 r. w dwóch wariantach: stanu faktycznego nieruchomości po ustanowieniu OOU, stanu hipotetycznego przy założeniu braku zdarzenia sprawczego (...)” [postanowienie SO, II C 378/16]. Sąd w postanowieniu powinien wskazać prawidłową datę niezbędną dla ustalenia stanu faktycznego oraz datę istotną dla oceny rynku nieruchomości.

Najpoważniejsze wątpliwości budzi jednak kwestia ustalenia zdarzenia sprawczego. W orzecznictwie sądowym upowszechnił się błędny pogląd przewidujący, że zdarzeniem sprawczym w sprawach dotyczących odszkodowań w związku z ustanowieniem OOU jest ustatecznienie się uchwały sejmiku województwa. Zgodnie z literalnym brzmieniem art. 129 p.o.s. właściciel może żądać odszkodowania: „Jeżeli w związku z ograniczeniem sposobu korzystania z nieruchomości korzystanie z niej lub z jej części w dotychczasowy sposób lub zgodny z dotychczasowym przeznaczeniem stało się niemożliwe lub istotnie ograniczone (...)”. Ustawodawca przesądził, że roszczenie aktualizuje się, jeżeli doszło do ograniczenia sposobu korzystania, nie zaś jeżeli doszło do samego uchwalenia uchwały o OOU. Sąd w związku z powyższym winien ustalić, czy w konkretnym przypadku doszło do ograniczenia sposobu korzystania z nieruchomości. Analiza postanowień dowodowych w tym zakresie prowadzi jednak do odmiennych wniosków. Błędy w tym zakresie mogą prowadzić do oszacowania szkody, w przypadku gdy rzeczywiście szkoda taka nie powstała z uwagi na brak wystąpienia ograniczenia sposobu korzystania z nieruchomości (zdarzenia sprawczego). Poniżej przedstawiono przykładową tezę dowodową SO w Katowicach [postanowienie SO, II C 550/16]: „(...) dopuścić dowód z opinii biegłego na okoliczność ustalenia, czy nastąpiła a jeżeli tak to dlaczego zmiana wartości nieruchomości na skutek utworzenia OOU uchwałą z dnia 25 sierpnia 2014 r., jeżeli tak w jakim stopniu (wartości) nastąpiło obniżenie lub podwyższenie wartości oraz dla ustalenia, czy zmiana tej wartości nastąpiła (dokonała się) już wcześniej i jeżeli tak to z jakimi okolicznościami (okolicznością) (...)”. Taki sposób formułowania tezy powtarzał się w zdecydowanej większości badanych postanowień. W powyższym przypadku sąd wziął pod uwagę błędną przyczynę powstania szkody (tj. sam fakt uchwalenia uchwały o OOU). Pewnym sygnałem zmiany sposobu interpretacji przepisu art. 129 p.o.s. są poniższe tezy odpowiednio SO w Gdańsku [postanowienie SO, XV C 153/18] i Poznaniu [postanowienie SO, XII C 466/18]: „(...) Dopuszczyć

dowód z opinii biegłego ds. szacowania nieruchomości na okoliczność, na podstawie przepisu art. 129 ust. 2, ustalenia wysokości ewentualnej szkody w związku z ograniczeniem sposobu korzystania z nieruchomości powoda wynikającym z Uchwały Sejmiku Województwa Pomorskiego nr 203/XVIII/16(...)", „(...) czy istnieją inne, a jeżeli tak to jakie ograniczenia w sposobie korzystania z nieruchomości lub jej przeznaczenia wynikające z ustanowienia Obszaru Ograniczonego Użytkowania (...)”. Zgodnie z przepisem art. 129 p.o.ś. sąd powinien przeprowadzić postępowanie dowodowe zmierzające do ustalenia, na czym polega ograniczenie sposobu korzystania w konkretnym przypadku, nie zaś wiązać z uchwaleniem uchwały OOU źródła powstania szkody.

Zakończenie

W ramach przeprowadzonych badań dokonano identyfikacji błędów w formułowaniu tez dowodowych zawartych w postanowieniach w postępowaniach odszkodowawczych w związku z ustanowieniem obszarów ograniczonego użytkowania dla portów lotniczych w Katowicach, Poznaniu i Gdańsku. Zidentyfikowane błędy dotyczyły pomijania zjawiska rekurencji między roszczeniami, co prowadziło do nieprawidłowego szacowania wartości szkód.

Istotnym, rozpoznany błąd wpływającym na szacowanie wartości szkód było błędne rozumienie zdarzenia sprawczego, polegające na przyjęciu jako zdarzenia sprawczego wprowadzenia uchwały ustanawiającej obszar ograniczonego użytkowania, podczas gdy zgodnie z literalnym brzmieniem przepisów p.o.ś. rekompensacji podlegają wyłącznie szkody wynikające z ograniczenia sposobu korzystania z nieruchomości. Taki sposób formułowania tezy dowodowej bezpośrednio przekładał się na proces szacowania wartości szkody w oparciu o wadliwe zdarzenie szkodzące, co może prowadzić do bezpodstawnego wzbogacenia.

W badanych postępowaniach sądy delegowały czynności w zakresie dokonywania ustaleń faktycznych biegłym wbrew przepisowi art. 278 § 1 k.p.c. oraz orzecznictwu SN.

Wyniki przeprowadzonych badań prowadzą do wniosku, że istnieje konieczność zmiany sposobu formułowania tez dowodowych, która doprowadzi do wyeliminowania stwierdzonych naruszeń, które mogą wpływać na ustalenie wartości szkód w związku z ustanowieniem OOU.

Literatura

Górski M., Pchałek M., Radecki W. (2014), *Prawo ochrony środowiska. Komentarz*, wyd. 2, C.H. Beck, Warszawa.

- Kaliński M. (2011), *Szkoda na mieniu i jej naprawienie*, Instytucje Prawa Prywatnego, C.H. Beck, Warszawa.
- Pietrzykowski K. (2013), *Kodeks cywilny. Tom I. Komentarz art. 1 – 449¹⁰*, wyd. 7, C.H. Beck, Warszawa.
- Piotrowska I. (2007), *Pozycja i rola biegłego sądowego w świetle oczekiwań organu procesowego*, „Archiwum Medycyny Sądowej i Kryminologii”, nr 57.
- Postanowienie SO w Gdańsku z dnia 15 maja 2018 r., II C 153/18.
- Postanowienie SO w Katowicach z dnia 30 czerwca 2017 r., II C 550/16.
- Postanowienie SO w Katowicach z dnia 25 kwietnia 2017 r., II C 735/16.
- Postanowienie SO w Katowicach z dnia 18 lipca 2017 r., II C 378/16.
- Postanowienie SO w Katowicach z dnia 25 października 2017 r., II C 766/16.
- Postanowienie SO w Poznaniu z dnia 6 lipca 2018 r., XII C 577/16.
- Postanowienie SO w Poznaniu z dnia 14 maja 2018 r., XII C 466/18.
- Radwański Z., Olejniczak A. (2010), *Zobowiązania – część ogólna*, C.H. Beck, Warszawa.
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 9 listopada 2010 r. w sprawie przedsięwzięć mogących znacząco oddziaływać na środowisko, t.j. Dz. U. z 2016 r., poz. 71 z późn. zm.
- Stawicka E. (2012), *Czy art. 129 ustawy-prawo ochrony środowiska stanowi wyczerpującą podstawę roszczeń właścicieli nieruchomości o wyrównanie strat wynikających z ustanowienia obszaru ograniczonego użytkowania wokół lotnisk, tras komunikacyjnych i tym podobnych zakładów?*, „Palestra”, nr 11–12.
- Szuma K. (2011), *Odszkodowanie w związku z utworzeniem obszaru ograniczonego użytkowania*, „Monitor Prawniczy”, nr 15.
- Uchwała Sejmiku Województwa Śląskiego nr IV/53/12/2014 z dnia 25 sierpnia 2014 r.
- Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. o gospodarce nieruchomościami, t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 2204 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny, t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 1025 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 27 kwietnia 2001 r. – Prawo ochrony środowiska, t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 799 z późn. zm.
- Wyrok SN z dnia 11 lipca 1969 r., I CR 140/69.
- Wyrok SN z dnia 18 lipca 1975 r., I CR 331/75.
- Wyrok SN z dnia 28 czerwca 1939 r., II 4 K 448/32.
- Wyrok SN z dnia 3 maja 1982 r., I KR 319/81, OSNPG 11/1982, poz. 149.
- Wyrok SN z dnia 6 lutego 2013 r., I PK 102/12, LEX nr 1308035.

Użyte skróty

k.c. – kodeks cywilny,

OOU – obszar ograniczonego użytkowania,

p.o.ś. – ustawa prawo ochrony środowiska,

SN – Sąd Najwyższy,

SO – Sąd Okręgowy,

u.g.n. – ustawa o gospodarce nieruchomościami.

Streszczenie

Niniejszy artykuł poświęcony jest tematyce formułowania tez dowodowych w postępowaniach odszkodowawczych toczących się w związku z ustanowieniem obszarów ograniczonego użytkowania dla Portu Lotniczego Katowice-Pyrzowice, Portu Lotniczego Poznań-Ławica oraz Portu Lotniczego im. L. Wałęsy w Gdańsku.

Celem artykułu jest identyfikacja błędów popełnianych w związku z formułowaniem zakresu opinii biegłych sądowych w sprawach o odszkodowania za szkody powstałe w związku z utworzeniem OOU i oceny ich wpływu na szacowanie wartości szkód.

Przedmiotem badań objęto postanowienia o dopuszczeniu dowodu z opinii biegłego wydawane przez Sądy Okręgowe w Katowicach, Poznaniu i Gdańsku.

Słowa kluczowe

obszar ograniczonego użytkowania, teza dowodowa, odszkodowanie, prawo ochrony środowiska

The impact of shaping the evidence content on the calculation of the value of damages in connection with the establishment of a limited use area (Summary)

This paper discusses the issues related to the functioning of the areas of limited usufruct in Poland in connection with the judicial decisions. The author has reviewed selected judgments that concern undertaken subject. The study concentrates on the problem of the formulating theses in connection with the establishment of the limited usufruct for Airport Katowice-Pyrzowice, Airport Poznań-Ławica and Airport Gdańsk.

Keywords

area of restricted usage, subject-matter of the proof, compensation, the Environmental Protection Law

Dariusz Wieczorek*

Warunki skutecznej kontroli kosztów projektów

Wstęp

Z przedsięwzięciami o charakterze projektów mamy do czynienia praktycznie we wszystkich obszarach życia – w budownictwie, IT, kulturze, badaniach naukowych itd. Cechą charakterystyczną dla projektów jest jednak relatywnie duże ryzyko i niepewność oraz powiązana z tym zmienność. Przykładowo, w branży budowlanej często obserwuje się przekroczenie kosztów nawet o 25–33%, co prowadzi do szeregu problemów i konfliktów [http://www.constructionweblinks.com/resources/industry_reports_newsletters, b.d.]. Podobnie wygląda sytuacja w branży informatycznej. Badania Standish Group [2014] wskazują, że 18% projektów polegających na tworzeniu nowego oprogramowania jest wstrzymanych przed uruchomieniem tego oprogramowania, zaś w przypadku 53% projektów tego typu planowane koszty oraz czas są przekraczane, przy jednoczesnym niewykonaniu planowanego pierwotnie zakresu.

Przyjęta hipoteza badawcza zakłada niepełną efektywność metody zarządzania wartością uzyskaną (*earned value management*) w zakresie kontroli kosztów. Wydaje się, że jej skuteczne wykorzystanie nadal stanowi istotny problem praktyczny. Tymczasem rozwiązania w tym zakresie są stosunkowo rzadko omawiane w literaturze.

Celem artykułu jest przegląd literatury światowej w zakresie kontroli kosztów projektów oraz podjęcie próby określenia obszarów badawczych dotyczących większej skuteczności tejsze kontroli.

W pracy wykorzystano metody adekwatne do przyjętego celu badawczego. Przeprowadzono analizę krytyczną źródeł, wspartą obserwacją zjawisk występujących w przykładowych podmiotach. Taki dobór metod, w połączeniu z bogatym doświadczeniem praktycznym autora, w zamierzeniu miał doprowadzić do analizy problemu badawczego oraz określenia potencjalnych nowych obszarów badań.

W artykule w pierwszej kolejności przedstawiono istotę metody zarządzania wartością uzyskaną, wraz z identyfikacją kluczowych problemów związanych z wykorzystaniem tej metody, tj. stosowaniem oceny procentowego zaawansowania zadań, opóźnieniami w prezentacji wyników analiz.

* Dr, Katedra Finansów Przedsiębiorstw, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, ul. Armii Krajowej 101, 81-824 Sopot, dariusz.wieczorek@ug.edu.pl

Następnie zaprezentowano wybrane aspekty kontroli kosztów, takie jak: ocena odchyień i koncentracji na negatywnych odchyleniach, właściwa kalkulacja kosztów zamówień, znaczenie mechanizmu samokontroli, kontrola zmian projektu, istota kontroli formalnej i nieformalnej.

Artykuł ma charakter poglądowy z elementami aplikacyjnymi.

1. Praktyczne aspekty korzystania z metody zarządzania wartością uzyskaną

1.1. Istota metody

Jedną z najważniejszych metod monitorowania projektów, uważaną powszechnie za skuteczną, jest metoda zarządzania wartością uzyskaną (EVM – *Earned Value Management*), pozwalająca na kontrolowanie kosztów i terminowości zadań projektowych [Fleming, Hoppelman, 1996; Dałkowski, 2001; PMI, 2011]. Obecnie jednym z najważniejszych źródeł wiedzy na temat zarządzania wartością uzyskaną jest wydany przez Project Management Institute *Practice Standard for Earned Value Management-Second Edition* [2011]. Opracowanie to opisuje wypracowane normy, metody i procesy, wywodzące się z dobrych praktyk wypracowanych i odkrytych przez praktyków zarządzania projektami w zarządzaniu wartością uzyskaną. Standard odzwierciedla to, co może być uważane za dobre praktyki w projektach zarządzanych zgodnie z EVM. Zawiera on wytyczne dla zarządzania pojedynczymi projektami, nie uwzględnia natomiast informacji na temat zarządzania programami lub portfelami projektów.

Standard ten został opracowany jako uzupełnienie wydawanego przez PMI przewodnika zarządzania projektami *A Guide to the Project Management Body of Knowledge (PMBOK Guide)* [2008]. Standard zawiera wytyczne dla zarządzania pojedynczymi projektami, nie uwzględnia natomiast informacji na temat zarządzania programami lub portfelami projektów.

Mimo że podstawowe pojęcia EVM mogą, i zapewne powinny, być stosowane w odniesieniu do każdego projektu, w którym istotne jest zarządzanie zasobami oraz wyniki harmonogramu lub budżetu, najczęściej uważa się, że implementacja tej metody jest szczególnie zasadna w odniesieniu do dużych projektów.

1.2. Problem oceny procentowego stopnia zaawansowania projektu

W pomiarze skuteczności realizacji projektów przy użyciu metody *earned value* jednym z kluczowych problemów jest ocena procentowego stopnia zaawansowania projektu. Zagadnienie to jest doskonale znane praktykom zarządzania projektami. Niejednokrotnie było też opisywane w literaturze przedmiotu, w której jednak bardzo rzadko wskazuje się praktyczne rozwiązania. Problemy te wynikają głównie z dominującej w praktyce metody oceny zaawansowania poszczególnych zadań projektowych, polegającej

na tzw. ocenie eksperckiej, która w wielu przypadkach, zwłaszcza gdy ekspertem jest osoba realizująca zadanie, prowadzi do zawyżania w ocenie deklarowanego stopnia zaawansowania prac. Zjawisko to można określić mianem „syndromu 99% zaawansowania”.

Istotę syndromu 99% zaawansowania dobrze ilustruje przykład projektów polegających na budowie statków zaprezentowany przez Bakera, Murphy’ego i Fischera [1976, s. 35], którzy przedstawili następujące obserwacje: „Obszar, doskonale znany autorowi, to wykorzystanie raportów z procentowego zaawansowania dotyczących zgłaszania postępów w budowie okrętów dla amerykańskiej marynarki wojennej. Mimo że narzędzie to zostało pierwotnie zaprojektowane, aby zapewnić kierowanie projektem zgodnie ze ścieżką bazową, raporty z procentowego zaawansowania w tego typu projektów zwykle wskazują zawyżone zaawansowanie pozwalające na uzyskiwanie optymistycznego obrazu w tym zakresie. Prowadząc analizy w czterech niezależnych stocznicach, autor odkrył, że gdy raportowano o osiemdziesięciopięcioprocentowym zaawansowaniu budowy okrętów, przeciętnie projekty te były zrealizowane tylko w około 70%. Kiedy z kolei twierdzono, że stopień ich zaawansowania wynosił 95%, faktycznie stan ich realizacji stanowił średnio jedynie 82% zaawansowania projektu. W jednym przypadku okręt był prezentowany w raportach z procentowego zaawansowania projektu jako ukończony w 99,99% przez ponad rok!” [Baker i inni, 1976, s. 35].

Zjawisko syndromu 99% zaawansowania po raz pierwszy opisano na bazie projektu budowlanego realizowanego w Melbourne na początku lat 60. XX wieku. Realizatorzy tamtego projektu zdali sobie sprawę z zafałszowania uzyskiwanych raportów, co nastąpiło jednak zbyt późno, aby odzyskać pełną kontrolę nad sytuacją i zrealizować projekt zgodnie z budżetem i harmonogramem. Już wówczas zwracano jednak uwagę na konieczność wprowadzenia znacznych zmian w zakresie procedury kontroli kosztów [Stretton, 2009].

Zaproponowane rozwiązanie było w istocie proste, jednak w praktyce wymagało przeprowadzenia uprzednio szczegółowej analizy i wyciągnięcia na tej podstawie stosownych wniosków. Zmiany w procedurach dotyczyły głównie modyfikacji w Strukturze Podziału Pracy (WBS – *Work Breakdown Structure*). Zmiany w WBS ukierunkowane na poprawę kontroli kosztów polegały na podziale zadań na jednostki, których czas trwania nie był dłuższy niż odstępy pomiędzy poszczególnymi okresowymi raportami dotyczącymi przeglądu i kontroli kosztów (zwykle miesiąc w przypadku większości projektów długoterminowych).

Zastosowanie takiego rozwiązania sprawia, że w poszczególnych raportach okresowych większość zadań ujętych w strukturze podziału pracy

i związanych z nimi kosztów oraz harmonogramu jest już zakończona (zaawansowanie wynoszące 100%) lub jeszcze nie jest rozpoczęta (zaawansowanie zerowe). Problem oceny zaawansowania zadań dotyczy w takim przypadku jedynie krótkotrwałych zadań, które zostały rozpoczęte i nie zostały zakończone do dnia analizy. Jednak praktyka pokazuje, że jest ich relatywnie mało. Ponadto w sytuacji niedokładnej lub nierzetelnej oceny procentowego zaawansowania tych zadań nie ma to zwykle znaczącego wpływu na ogólną ocenę stopnia realizacji prac do dnia analizy.

Podejście to może być stosowane nie tylko w odniesieniu do projektów budowlanych, czy też produkcyjnych. W odniesieniu do wielu swoich projektów taką procedurę wspomagającą kontrolę kosztów zastosował IBM [<http://www.pmi.org/-/media/pmi/documents/public/pdf/white-papers/ibm-coe-whitepaper.pdf>, b.d.]. Może to stanowić potwierdzenie, że skuteczność tego podejścia nie ogranicza się jedynie do projektów „twardych”. Warto przy tym zwrócić uwagę, że podejście to nie zostało dotąd w znaczącym stopniu rozwinięte w literaturze dotyczącej zarządzania projektami.

1.3. Ocena stanu aktualnego i prognozowanie kosztów końcowych

Z problemem procentowego zaawansowania, ale w znacznie bardziej szczegółowym ujęciu, związane są pytania dotyczące sposobu oceny wydajności kosztów (CPI – *Cost Performance Index*) i harmonogramu (SPI – *Schedule Performance Index*) w okresie od rozpoczęcia projektu do daty analizy w kontekście tego, jaki wpływ może mieć ta wydajność na końcowe rezultaty projektu.

Warto w tym miejscu zwrócić uwagę, że wszelkie informacje zwrotne mają zasadniczo charakter historyczny, co oznacza, że odnoszą się do przeszłości. Zjawisko to już w 1978 r. opisali Koontz i O'Donnell: „Problemem związanym z takimi historycznymi danymi jest to, że pokazują one menedżerom w listopadzie, że stracili pieniądze w październiku (lub nawet we wrześniu) ze względu na coś, co zostało zrobione w lipcu. Po tak długim czasie informacje takie są jedynie niezwykle interesującym faktem historycznym... Tym, czego menedżerowie potrzebują do kontroli skuteczności zarządzania jest system kontroli, który powie im w odpowiednim czasie, aby podjęli działania korygujące, lub też że wystąpią problemy, jeśli nie zrobią czegoś teraz” [Koontz, O'Donnell, 1978, s. 472].

Jako rozwiązanie tego problemu Koontz i O'Donnell zaproponowali wprowadzenie pojęcia „sterowania wyprzedzającego”: „Czas opóźnienia w procesie kontroli zarządzania pokazuje potrzebę kontroli ukierunkowanej na przyszłość, jeśli kontrola ta ma być skuteczna. (...) Jednym z powszechnych sposobów, w jaki wielu menedżerów korzystało ze »sterowania wyprzedzającego«, jest uważne sporządzanie szczegółowych i powtarzających się prognoz („forecastów”) przy wykorzystaniu

najnowszych dostępnych informacji, porównywanie tego co jest pożądane z prognozami, i podejmowanie działań mających na celu wprowadzanie zmian w działaniach, tak aby kolejne prognozy były bardziej obiecujące” [Koontz, O’Donnell, 1978, s. 488].

Spostrzeżenia dotyczące niedoskonałości systemów kontroli, bazujących tylko na danych historycznych, dotyczą także oceny wyników projektów. Najlepszym rozwiązaniem tego problemu w odniesieniu do praktyki zarządzania projektami wydaje się tworzenie systemu kontroli kosztów projektu, bazującego na prognozach zarządczych. Oznacza to konieczność zmiany akcentów i kierunków analizy kosztów i koncentrację nie na dotychczasowych kosztach i odchyleniach, a na ciągłym dookreślaniu przez zespół projektowy szacunków ostatecznych kosztów i odchyłeń jako podstawowym narzędziem kontroli kosztów i – w istocie – sterowania projektem.

Rozwiązanie to jest także zalecane przez Project Management Institute jako prognoza zarządcza (Management Estimate-At-Complete) [PMI, 2011, s. 73]. Jest ono traktowane przez autorów standardu Earned Value Management jako opcja lepsza od bazujących na danych historycznych wskaźników EVM. Standard ten zaleca systematyczne stosowanie podejścia zarządczego do prognozowania przyszłości projektu łącznie z podejściem wskaźnikowym, które można traktować jako wstępne, automatyczne, choć jednocześnie łatwo dostępne i przez to tanie w użyciu.

Główną zaletą takiego podejścia jest to, że kierownicy projektu są zmuszeni do analizy bieżących kosztów i odchyłeń, po to aby przewidzieć ich ostateczny poziom, ale także na bieżąco uzasadniać ich prognozy oraz proponować podejmowanie różnych działań korygujących.

2. Usprawnienia kontroli kosztów projektu

2.1. Ocena odchyłeń negatywnych i pozytywnych odchyłeń

Niezwykle istotną kwestią, właściwie pomijaną w literaturze przedmiotu, jest niemal uniwersalna tendencja do koncentrowania akcentów kontrolnych na minimalizowaniu negatywnych odchyłeń, pomimo że podobny nakład pracy ukierunkowany na maksymalizowanie pozytywnych odchyłeń mógłby być bardziej produktywny. Zagadnienie to, jako jeden z nielicznych, opisał Drucker: „Biznes zazwyczaj uważa budżet za system wczesnego ostrzegania o niebezpieczeństwie i braku skuteczności i jest to jego ważna funkcja. Jednak skuteczność w stosunku do budżetu powinna być postrzegana również jako system wczesnego ostrzegania o możliwościach, to znaczy o lepszych wynikach niż oczekiwano” [Drucker, 1977, s. 420].

W podobnym duchu wypowiedali się Burt i Masters: „Warto zastanowić się nad faktem, że większość pozycji literatury dotyczącej kontroli

w procesach zarządzania zakłada, że wszystkie odchylenia od celu będą negatywne lub niepożądane. Koncepcja stosowania kontroli w celu wykorzystania szans jest znamienne nieobecna” [Burt, Masters, 1982, s. 55].

W praktyce zarządzania niewątpliwie można przytoczyć wiele przykładów, w których możliwe było zmnożenie efektu pozytywnych odchyleń. Powszechnie jednak w przedsiębiorstwach dominuje koncentracja kierownictwa na działaniach ukierunkowanych na zdarzeniach negatywnych, zwłaszcza w sytuacji występujących lub prognozowanych znacznych ujemnych odchyleń [Thomas, Mullaly, 2008; Pollack, 2007].

Nierównowaga w tym zakresie może negatywnie wpływać na motywację i zaangażowanie pracowników, skupiających się głównie na zabezpieczeniu przed potencjalnymi zarzutami o nieefektywnym działaniu. Na zjawisko to zwracał uwagę m.in. Crawford [2005, s. 39], z którego badań wynikało, że aż 73% project managerów narzekało na biurokratyzację i nadmierną sztywność ich organizacji. Taka sytuacja może powodować wprost zmianę funkcji menedżerów projektów z kierowników zarządzających kreatywnością, zmianą i ryzykiem w biurokratów, w pierwszej kolejności skoncentrowanych na ograniczaniu ryzyka potencjalnych zarzutów niegospodarnego lub nieskutecznego działania.

2.2. Kalkulacja kosztów zamówień

Konieczność prowadzenia prawidłowej kalkulacji kosztów zamówień w kontekście projektów wynika z jednej strony z zasad rachunkowości, w tym zwłaszcza zasady memoriału, zaś z drugiej – z praktyki i systemu rejestrowania kosztów przez kierowników projektów na potrzeby ewidencji zarządczej, w tym prognozowania. Zgodnie z zaleceniami standardów PMI kierownicy projektów powinni prowadzić tzw. dziennik budżetu projektu (*project budget log*), w którym niezależnie od oficjalnej ewidencji w księgach rachunkowych powinni na bieżąco rejestrować wszelkie koszty.

Istotą prawidłowego rachunku kosztów zamówień jest odnotowywanie kosztów i związanych z nimi zobowiązań bezpośrednio po złożeniu zamówienia na produkty i usługi po uzgodnionej cenie. Moment ten wydaje się właściwy do zarejestrowania w systemie kontroli kosztów projektu „kosztu zaangażowanego”, nawet jeśli nie nastąpił jeszcze wydatek, lub też nie pojawił się dokument księgowy potwierdzający powstanie kosztu. Taka koncepcja wydaje się prosta i zrozumiała, a jej wdrożenie w praktyce spotyka się zwykle z akceptacją. Co jednak najważniejsze, rozwiązanie to ułatwia skuteczną kontrolę kosztów projektu.

2.3. Mechanizm samokontroli

W literaturze przedmiotu nadal dominują prace koncentrujące się na kontroli zewnętrznej stosowanej poprzez rozmaite sformalizowane procedury i narzędzia. To tradycyjne postrzeganie kontroli zostało wyrażone

wiele lat temu przez Kasta i Rozensweiga w następujący sposób: „Zgodnie z dominującym, tradycyjnym poglądem, kontrola jest funkcją struktury formalnej i relacją władzy (prawem do dowodzenia)” [Kast, Rozensweig, 1981, s. 454].

Autorzy ci utożsamili się z podejściem McGregory’ a (teoria Y) do zarządzania otwartymi, adaptacyjnymi i organicznymi formami organizacyjnymi, charakterystycznymi dla projektów: „Jeśli jesteśmy w elementarnym stopniu optymistycznie nastawieni co do zdolności naszych podwładnych, prawdopodobnie będziemy bardziej skłonni do delegowania na nich swoich zadań i uprawnień, stosowania luźnych form kontroli i polegania na tym, że ludzie będą sami kontrolowali swoją własną pracę i zachowania” [McGregory, 1981, s. 457].

Nawet tak konserwatywny autor jak Allen [1964] dostrzegał korzyści płynące z koncepcji kontroli poprzez samokontrolę, przedstawiając następujące obserwacje na temat oceny i podejmowania działań korygujących: „Odpowiedzialny menedżer jest na ogół w najlepszej sytuacji, aby oceniać własne wyniki i podejmować działania korygujące w miarę oceny swoich postępów”.

Allen podkreślał jednak przy tym, że samokontrola nie jest wystarczającym środkiem. Autor ten zaproponował stosowanie dwóch uzupełniających form kontroli, zapewniających równowagę w tym obszarze:

- zapewnianie, aby odpowiedzialny menedżer był w pełni informowany o swoich wynikach i miał możliwość podejmowania działań korygujących,
- zgłaszanie utrzymujących się odchyień, zwłaszcza jeśli są znaczące, do wyższego szczebla zarządzania.

Wydaje się, że w procesach zarządzania projektami konieczne jest położenie większego nacisku na stosowanie samokontroli. Menedżerowie projektów powinni być obligowani do przeprowadzania własnych pomiarów wydajności, ocen i prognoz wyników, a także podejmowania odpowiednich działań korygujących. System raportowania zasadniczo powinien polegać na zgłaszaniu wyjątków (zgodnie z formułą *management by exception*), co powinno pomagać wyższemu poziomowi zarządzania w sprawnej identyfikacji obszarów, które mogą wymagać ścisłej kontroli, szczególnie w sytuacji stosunkowo mało doświadczonych menedżerów projektów [Thomas, Mullaly, 2008]. Wydaje się też, że istotne może okazać się tu również właściwe dobieranie słów. Wyższe szczeble zarządzania powinny wspierać kierowników projektów w lepszej pracy, jednak głównie poprzez stosowanie pozytywnych bodźców. Tymczasem pojęcia takie jak „monitoring” lub „controlling” posiadają w odczuciu wielu osób konotacje negatywne i bardziej sugerują pełnienie funkcji policjanta niż wspierającej.

2.4. Kontrola zmian projektu

Zagadnienie kontroli zmian ma ogromne znaczenie dla powodzenia projektów. Niezwykle ważne jest, aby projekty posiadały skuteczne systemy kontroli zmian, obejmujące potencjalne i rzeczywiste zmiany odnośnie do zakresu, czasu, kosztów i jakości projektu [van Donk, Molloy, 2008; Madziar, 2000].

Wydaje się, że najtrudniejsze do kontrolowania są zmiany dotyczące zakresu projektu, gdyż zwykle obejmują one jednocześnie zmiany w obrębie mierzalnych ograniczeń projektu: czasie, kosztach oraz celach jakościowych.

W odniesieniu do kontrolowania zmian w poziomie kosztów wynikających z rekomendacji zmiany (*change request*) możliwe jest dużo prostsze wprowadzenie skutecznych procedur [Al-Jibouri, 2003].

Ważne jest, aby zmiany w projekcie były dokonywane w drodze formalnej poprzez przygotowanie i akceptację określonego dokumentu. Dokumentem inicjującym zmiany może być formularz „change request”, który zasadniczo jest wnioskiem o rozważenie dokonania określonej zmiany w projekcie wraz z uzasadnieniem. W ramach dokumentu „change request” można wyróżnić cztery kategorie rekomendacji zmian:

- zmiana niepowodująca zmian w kosztach,
- zmiana pod warunkiem akceptacji zmiany ceny przez klienta projektu,
- zmiana zainicjowana przez klienta, z ceną niezgodną niezwłocznie, przy czym wdrażanie zmiany nie rozpocznie się dopóki cena nie zostanie uzgodniona,
- zmiana zainicjowana przez klienta, z ceną niezgodną niezwłocznie, przy czym wdrażanie zmiany rozpocznie się zanim cena zostanie uzgodniona (ten rodzaj zmian wymaga choćby prowizorycznej akceptacji zmiany przez klienta).

Generalnie w ramach kontroli zmian projektu należy stosować sformalizowane procedury akceptacji zmian w postaci np. potwierdzenia rekomendacji zmiany lub zawiadomień o zmianach jako dokumentów potwierdzających przyjęcie zmian i inicjujących odpowiednie zmiany w systemie kontroli kosztów.

Zakończenie

W literaturze poświęconej zarządzaniu można zauważyć koncentrację na formalnych aspektach kontroli, natomiast stosunkowo niewielu autorów porusza zagadnienia znaczenia kontroli nieformalnej. Większość autorów kładzie silny nacisk na formalne systemy kontroli i monitorowania. Mimo że systemy te przyczyniają się do skuteczności zarządzania projektami, są

one zbyt często mylnie traktowane jako kluczowe atrybuty zarządzania projektami.

Opisując praktyki stosowane w NASA, Chapman [1972] stwierdził, że większość menedżerów agencji kosmicznej jedynie w ograniczonym stopniu stosowała narzędzia formalnego systemu kontroli i informacji. Podstawą realizacji przez nich funkcji kontrolnej były działania nieformalne, ustne, realizowane głównie w formie bezpośredniej, osobistej lub telefonicznej rozmowy. Wydaje się, że sposób prowadzenia kontroli nieformalnej jest szczególnie ważnym obszarem do dalszych badań.

Zjawisko to jest znane w praktyce przedsiębiorstw oraz instytucji, co więcej – wydaje się absolutnie naturalne i słuszne. Doświadczenia osób uczestniczących w realizacji projektami potwierdzają powszechne występowanie takiego podejścia w zarządzaniu projektami praktycznie w różnych kulturach i różnych branżach. Mimo że nie ma wątpliwości, iż skuteczne formalne systemy kontroli są niezbędne z punktu widzenia skuteczności kontroli projektu, wydaje się, że codzienna, ciągła kontrola stanowi równie ważny, jeśli nie ważniejszy czynnik powodzenia projektu. Ich zasadniczym elementem są prowadzone na co dzień nieformalne działania.

Warto przytoczyć tu także Koontza i O'Donnella [1978, s. 466], którzy zwrócili uwagę, że „najskuteczniejszą formą kontroli jest zapewnienie wysokiej jakości menedżerów”. Czynnik ten był również wspomniany przez Druckera [1977, s. 411], który stwierdził, że „decyzje ludzi stanowią podstawową formę kontroli organizacji”.

Literatura

- A Guide to the Project Management Body of Knowledge. PMBOK Guide* (2008), Project Management Institute, Newtown Square.
- Al-Jibouri S.H. (2003), *Monitoring systems and their effectiveness for project cost control in construction*, „International Journal of Project Management”, Vol. 21.
- Allen L.A. (1964), *The Management Profession*, McGraw-Hill, London.
- Baker B.N., Murphy D.C., Fischer D. (1976), *The Maturation of Project Management*, Fifth INTERNET World Congress.
- Burt W.J., Masters P.R. (1982), *The Australian Manager*, Macmillan, South Melbourne.
- Chapman J.L. (1972), *Project Management in NASA: The systems and the men*, Scientific and Technical Information Office, National Aeronautics and Space Administration, US Government Printing Office, Washington.
- Crawford L., Hobbs J., Turner J. (2005), *Project categorization systems: aligning capability with strategy for better results*, Project Management Institute, Newtown Square.
- Dałkowski B. (2001), *W trosce o publiczne pieniądze. Zarządzanie projektami metodą Earned Value*, SPMP, Gdańsk.
- Drucker P.F. (1977), *Management*, Pan Books, London.

- Fleming Q.W., Hoppelman J.M. (1996), *Earned Value Project Management*, PMI, Newtown Square.
- http://www.constructionweblinks.com/resources/industry_reports_newsletters/, dostęp: 3.03.2018.
- Kast F.E., Rosenzweig J.E. (1981), *Organisation and Management*, McGraw-Hill, Tokyo.
- Koontz H., O'Donnell C. (1978), *Essentials of Management*, Tata McGraw-Hill, New Delhi.
- Madziar J.B. (2000), *Procedury pozwalające na efektywną realizację procesu inwestycyjnego*, Wyd. SPMP, Gdańsk.
- PMI (2011), IBM: *Keys to Building a Successful Enterprise Project Management Office*, <http://www.pmi.org/-/media/pmi/documents/public/pdf/white-papers/ibm-coe-whitepaper.pdf>, dostęp: 10.09.2018.
- Pollack J. (2007), *The changing paradigms of project management*, „International Journal of Project Management”, Vol. 25, No. 3.
- Practice Standard of Earned Value Management. Second Edition* (2011), Project Management Institute, Newtown Square.
- Stretton A. (2009), *Notes on Effective Project Cost Control*, „PM World Today”, Vol. XI, Issue X, <http://www.pmworldtoday.net>, dostęp: 30.01.2018.
- The Standish Group (2014), *The Standish Group. Chaos*, <https://www.projectsmart.co.uk/white-papers/chaos-report.pdf>, dostęp: 3.03.2018.
- Thomas J., Mullaly M. (2008), *Researching the Value of Project Management*, Project Management Institute, Newton Square.
- Van Donk D.P., Molloy E. (2008), *From organizing as projects to projects as organisations*, „International Journal of Project Management”, Vol. 26, No. 3.

Streszczenie

Celem artykułu jest refleksja na temat kontroli kosztów projektu. Wydaje się, że skuteczna kontrola kosztów projektu nadal stanowi istotny problem w wielu podmiotach. Tymczasem rozwiązania w tym zakresie są stosunkowo rzadko omawiane w literaturze.

W artykule w pierwszej kolejności przedstawiono istotę metody zarządzania wartością uzyskaną (*earned value management*), wraz z identyfikacją kluczowych problemów związanych ze stosowaniem tej metody, tj. stosowania oceny procentowego zaawansowania zadań, opóźnień w prezentacji wyników analiz. Następnie zaprezentowano wybrane aspekty kontroli kosztów, takie jak: problem oceny odchyżeń i koncentracji na negatywnych odchyleniach, właściwa kalkulacja kosztów zamówień, znaczenie mechanizmu samokontroli, kontrola zmian projektu, istota kontroli formalnej i nieformalnej.

Słowa kluczowe

zarządzanie projektami, koszty, earned value management, budżetowanie

Conditions of efficient project cost control (Summary)

The aim of the paper is to present reflections on project cost control. It seems that effective cost control of the project continues to be a significant problem in many entities. The practical solutions dealing with this problem are relatively rarely discussed in the literature.

The article first presents the essence of the earned value management approach, and also identifies the key problems connected with using this methodology, i.e. the application of the percent complete method in project evaluation process, or delays in the reporting of the results of the analysis. In the second part of the paper selected aspects of cost control were presented, i.e. the problem of variations' evaluation and concentration on negative variations, the correct calculation of costs of procurement, the significance of the self-control mechanisms, control of project changes, and the essence of formal and informal control.

Keywords

project management, costs, earned value management, budgeting

Magdalena Wysocka*

Determinanty rozwoju innowacyjności w województwie warmińsko-mazurskim

Wstęp

Dobrostan gospodarczy, ekonomiczny i społeczny kraju i danego regionu (województwa) zdeterminowany jest wieloma zmiennymi. Współcześnie podkreśla się, że tempo dochodzenia do tego stanu zależy przede wszystkim od zdolności do opracowywania i wprowadzania rozwiązań innowacyjnych. W literaturze przedmiotu wskazuje się wiele sposobów i uwarunkowań rozwoju potencjału innowacyjnego. Wśród tych sposobów wymienia się konieczność komercjalizacji wiedzy i opracowań naukowców oraz przenoszenie ich do podmiotów gospodarczych. W praktyce jednakże zachowania takie napotykają szereg barier. Identyfikacja barier utrudniających współpracę nauki, biznesu i administracji w województwie warmińsko-mazurskim była celem badań, których wyniki prezentowane są w tym artykule.

Wykonując badania, zastosowano metody sondażu diagnostycznego i burzy mózgów. Technikami badawczymi były badania ankietowe w formie wywiadu telefonicznego (CATI), e-wywiadu (CAWI), wywiadu bezpośredniego (PAPI) oraz zogniskowanego wywiadu grupowego (FGI). Narzędziami badawczymi były autorskie kwestionariusze ankiety oraz scenariusze sesji fokusowych.

Badania wykonano w ramach projektu *Model współpracy interesariuszy dialogu innowacji* realizowanego przez Instytut Upowszechniania Nowych Technologii i Rozwoju w Olsztynie. Instytucją finansującą badania było Ministerstwo Nauki i Szkolnictwa Wyższego w ramach programu DIALOG.

1. Komercjalizacja wiedzy jako determinanta innowacyjności

Od wielu lat naukowcy i praktycy biznesu podkreślają, iż przyspieszenie rozwoju gospodarczego, a tym samym i społecznego, jest możliwe w gospodarkach opartych na wiedzy (GOW), a jednym z warunków takiego stanu rzeczy jest innowacyjność tych gospodarek [Matusiak i inni, 2010, s. 20]. W tym kontekście zasadne jest nieustanne poszukiwanie uwarunkowań rozwoju innowacyjności.

* Dr, Katedra Ubezpieczeń i Polityki Społecznej, Wydział Nauk Ekonomicznych, Uniwersytet Warmińsko-Mazurski w Olsztynie, ul. M. Oczapowskiego 4, 10-719 Olsztyn, magdalena.wysocka@uwm.edu.pl

W rankingach innowacyjności Polska zajmuje odległe 25 miejsce wśród krajów europejskich i jest zaliczana do grupy tzw. umiarkowanych innowatorów [European ..., 2017, s. 6]. Stan ten wynika z innowacyjności poszczególnych regionów w kraju. Niestety w rankingu tym woj. warmińsko-mazurskie zajmuje pozycję outsidera [Raport okresowy ..., 2017, s. 69], co wynika z niskiego poziomu innowacyjności głównie mikro i małych podmiotów, które stanowią 99,1% wszystkich instytucji zarejestrowanych w województwie [Podmioty gospodarki ..., 2016, s. 2]. Podmioty te powinny być głównymi adresatami wsparcia w zakresie innowacji, bowiem z badań nad innowacyjnością mikroprzedsiębiorstw w Polsce wynika, że „im mniejsza firma, tym rzadziej prowadzi działalność innowacyjną” [Diagnoza Programu ..., 2013, s. 19] oraz że „tylko 2% spośród badanych podmiotów (z sektora MSP – przyp. M.W) podjęło współpracę z polskim sektorem nauki” [Skawińska, 2014, s. 30].

W literaturze przedmiotu [m.in. Bojar, Machnik-Słomka, 2014, s. 99–111] spotyka się opisy wzorcowych modeli skutecznego transferu. Jednym z nich jest współdziałanie według koncepcji Triple Helix (TH). W modelu tym głównymi aktorami na rzecz innowacji są instytucje naukowe (szkoły wyższe, centra badawczo-rozwojowe, inkubatory przedsiębiorczości i innowacji), przedstawiciele biznesu (przedsiębiorcy, stowarzyszenia naukowo-techniczne, organizacje branżowo-zawodowe) oraz administracja państwowa (organizacje rządowe i samorządowe, komercyjne i nonprofit instytucje otoczenia biznesu). Wymienione instytucje tworzą specyficzną sieć współpracy, sieć, w której każdy z podmiotów jest równie ważny, i którego nie powinno zabraknąć w tworzeniu i wdrażaniu innowacji. Praktyka wskazuje, że źródłem dobrego działania w sieci jest przede wszystkim możliwość uczenia się współpracujących partnerów [Pyka, Küppers, 2002, s. 5 i nast., za: Książek, Pruvot, 2011, s. 7]. Dzięki uczeniu sieć może mieć walory sieci innowacyjnej rozumianej jako „zorganizowana forma kooperacji (porozumienia) pomiędzy firmami, wzmacniana zaufaniem, normami i zasadami współpracy, która stymuluje aktywność innowacyjną firm” [Regional clusters ..., 2002, s. 14, za: Szczepaniak, 2014, s. 160].

2. Organizacja badań

Badania przeprowadzono od grudnia 2017 r. do marca 2018 r. w czterech komplementarnych modułach badawczych:

1. Badanie pilotażowe (CATI) – badanie jakościowe, którego celem była weryfikacja trafności pytań sformułowanych w kwestionariuszach ankiet kierowanych do przedstawicieli instytucji wspierania innowacji oraz przedstawicieli innowacyjnych podmiotów biznesowych.

2. Badanie właściwe (CAWI) wśród przedstawicieli Instytucji Otoczenia Biznesu (IOB)¹ oraz innowacyjnych podmiotów biznesowych.
3. Badanie właściwe (PAPI) wśród potencjalnych menedżerów².
4. Zogniskowany wywiad grupowy (FGI) z udziałem przedstawicieli IOB oraz innowacyjnych podmiotów gospodarczych.

Liczebność respondentów i ich dobór ustalono w badaniach wtórnych w ten sposób, że kwestionariusze ankiety rozesłano do wszystkich tych instytucji, które w swoich statutach, regulaminach organizacyjnych i sprawozdaniach z działalności umieszczały treści wskazujące na aktywność w zakresie przedsiębiorczości i innowacji. Na tej podstawie do badań zakwalifikowano 313 osób reprezentujących ww. instytucje (tab. 1). W badaniach kwestionariuszowych w technice on-line uczestniczyło 246 osób (13 osób w badaniach pilotażowych oraz 233 osoby w badaniach zasadniczych). Kwestionariusze ankiet w formie papierowej wręczono osobiście 55 potencjalnym menedżerom, a do sesji fokusowych zaproszono 12 osób (dwie sesje po 6 osób). Dane liczbowe w zakresie zwrotów poprawnie wypełnionych kwestionariuszy wskazują stosunkowo niski udział zaproszonych do badań przedstawicieli Instytucji Otoczenia Biznesu oraz innowacyjnych przedsiębiorstw. Konstatacja ta wynika z tego, że odpowiedzi udzieliła zaledwie co piąta osoba – przedstawiciel instytucji, do której wysłano kwestionariusz ankiety (20,6% zwrotu).

W kontekście celowego doboru kandydatów na respondentów, których kwalifikacja wynikała z dotychczasowej działalności w zakresie wspierania innowacji w województwie, tj. ich osiągnięć (nagrody, wyróżnienia, certyfikaty) oraz zapisów na własnych stronach internetowych, spodziewano się większego zaangażowania się w badania, a tym samym wyższego zwrotu kwestionariuszy.

¹ Do Instytucji Otoczenia Biznesu zaliczono szkoły wyższe, instytuty naukowe, centra transferu innowacji i technologii, parki naukowo-technologiczne, centra badawczo-rozwojowe, inkubatory przedsiębiorczości, izby gospodarcze, stowarzyszenia naukowo-techniczne, cechy rzemieślnicze oraz stowarzyszenia klastrowe.

² Potencjalni menedżerowie to osoby pracujące w instytucjach IOB oraz w podmiotach biznesowych. Tę grupę ankietowanych stanowili studenci niestacjonarnych studiów magisterskich i studiów podyplomowych doskonalący swoje kompetencje zarządcze na kierunku zarządzanie oraz III roku studiów inżynierskich w specjalności zarządzanie innowacjami na Uniwersytecie Warmińsko-Mazurskim w Olsztynie. Dobór tej grupy respondentów uwarunkowany był ich deklaracjami, że w instytucjach, w których pracują, dokonywane są działania innowacyjne.

Tablica 1. Uczestnicy badań

Nazwa badań	Liczba zaproszonych do badań	Kwestionariusze ankiet		
		Liczba wysłanych/ dostarczonych osobiście	Liczba zwrotnie otrzymanych	% zwrotu
Badania pilotażowe CATI	13	13	13	100,0
Badania właściwe CAWI	233	233	48	20,6
Badania właściwe PAPI	55	55	55	100,0
Badania właściwe FGI	12	–	–	–
Razem	313	301	116	38,5

Źródło: Opracowanie własne.

3. Wyniki badań

Instytucje biorące udział w badaniu deklarują, iż świadczą różnego rodzaju usługi o charakterze innowacyjnym. Szczegółowe rezultaty dotyczące rodzajów świadczonych usług przedstawiono w tablicy 2.

Wielkości zawarte w tablicy wskazują, iż najczęściej świadczone są usługi szkoleniowe oraz doradczo-ekspertskie (suma odpowiedzi w kolumnach 4 + 5). Najrzadziej natomiast świadczone są usługi, które można zaliczyć do istotnych usług wsparcia przedsięwzięć innowacyjnych. Chodzi tutaj o usługi w zakresie diagnoz potrzeb technologicznych, promocji technologicznych, transferu technologii oraz udzielania poręczenia finansowego i udzielania pożyczek/kredytów na działalność innowacyjną.

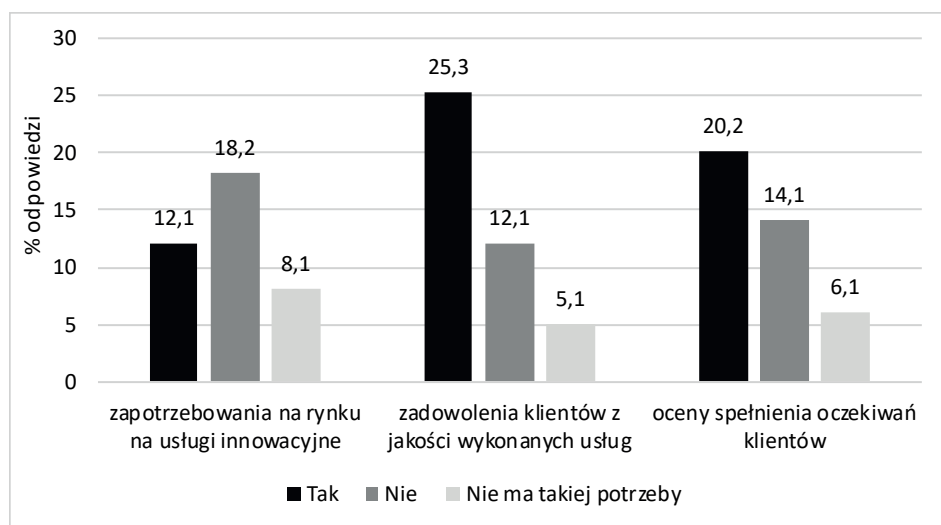
W samoocenie respondentów instytucje, w których pracują, w niewielkim stopniu angażują się w aktywne promowanie zachowań innowacyjnych. Informacje o sposobie przygotowywania ofert gotowości świadczenia przez nich usług innowacyjnych przedstawiono na rysunku 1.

Wielkości zamieszczone na rysunku wskazują, że co czwarty z ankietowanych (26,3% ogółu) deklarował, iż w instytucji, w której pracuje, pakiet usług budowany jest w oparciu o zapotrzebowanie rynkowe. Natomiast blisko co piąty (17,2% ogółu) stwierdzał, że w pierwszej kolejności szukane są źródła dofinansowania danego rodzaju przedsięwzięć innowacyjnych, a dopiero potem następuje dopasowanie (sformułowanie) oferty usługowej. Uzyskane rezultaty wskazują, że zaledwie co dziesiąty respondent (12,1% ogółu) zadeklarował wykonywanie badań rynku. Jednocześnie w blisko 20% instytucji takich badań nie wykonuje się, a niespełna co dziesiąty respondent stwierdził, że nie ma potrzeby wykonywania badań informujących o potrzebach rynku.

Tablica 2. Charakter i rozmiar usług innowacyjnych świadczonych w woj. warmińsko-mazurskim

Usługa	Liczba odpowiedzi				
	1	2	3	4	5
usługi szkoleniowe	13	6	9	24	40
usługi doradcze/eksperckie	13	7	17	22	34
diagnoza potrzeb technologicznych	23	15	19	16	7
promocje technologiczne	32	11	18	11	9
transfer technologii	27	13	17	17	9
kojarzenie partnerów gospodarczych	25	16	10	17	12
kojarzenie nauki z przedsiębiorstwami	18	10	17	15	19
zarządzanie programami pomocowymi	23	7	19	15	19
udzielanie wsparcia finansowego	31	2	11	17	22
udzielanie poręczenia finansowego	42	3	12	11	9
udzielanie pożyczek/kredytów na działalność innowacyjną	42	4	12	14	9
pomoc w tworzeniu nowych podmiotów start-up, spin-off	29	9	15	13	13
udostępnianie infrastruktury (sale szkoleniowe, laboratoria)	25	6	14	19	15

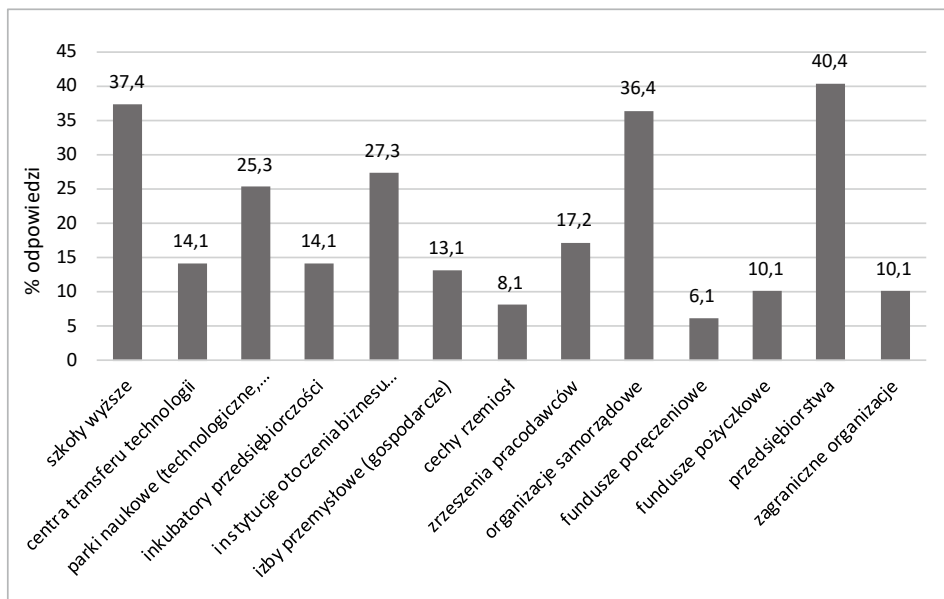
gdzie „1” – nie świadczymy tej usługi, „5”- przede wszystkim tym się zajmujemy.
Źródło: Opracowanie własne.

Rysunek 1. Podstawy przygotowywania ofert świadczenia usług innowacyjnych

Źródło: Opracowanie własne.

Przedstawiciele instytucji biorących udział w badaniu wskazali adresatów ich współpracy w zakresie wspierania innowacyjności. Uzyskane wyniki przedstawiono na rysunku 2.

Rysunek 2. Interesariusze współpracy w zakresie wspierania innowacyjności



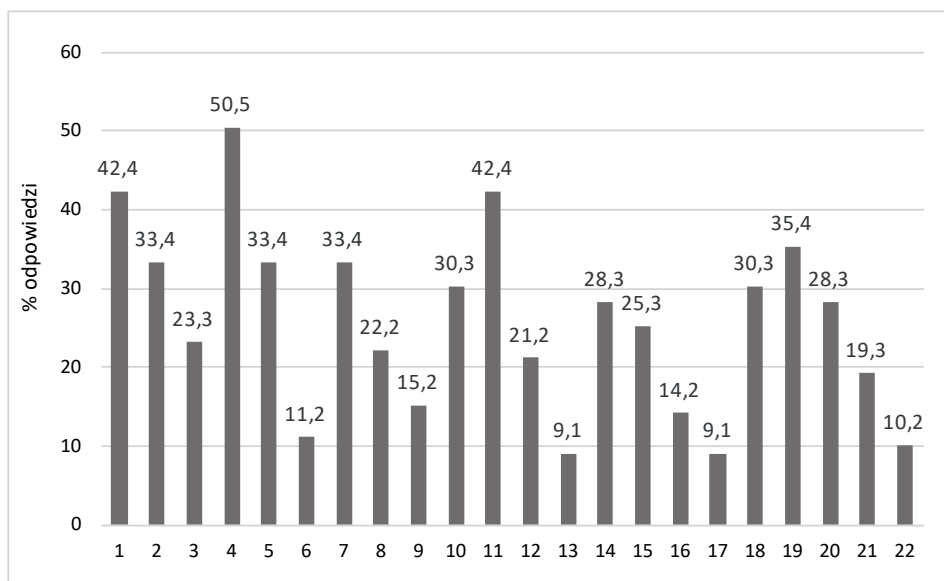
Źródło: Opracowanie własne.

Rezultaty zamieszczone na rysunku 2 informują, że ankietowani współpracują głównie z przedsiębiorcami (40 wskazań), szkołami wyższymi (37 wskazań) oraz z jednostkami samorządu terytorialnego (36 wskazań). Jednocześnie zidentyfikowano niezadowalającą współpracę z instytucjami powołanymi niejako z definicji do wspierania zachowań innowacyjnych, a mianowicie z izbami gospodarczymi, inkubatorami przedsiębiorczości oraz z centrami transferu przedsiębiorczości.

Respondenci wskazywali także bariery i utrudnienia w zakresie wspierania innych organizacji w podejmowaniu przez nich działalności innowacyjnej (rys. 3). Prezentowane na rysunku dane wskazują hierarchię ważności poszczególnych barier i utrudnień towarzyszących wspieraniu zamierzeń innowacyjnych. Oczywiście wszystkie bariery są istotne i należy dążyć do ich wyeliminowania bądź minimalizacji. Niemniej jednak w opinii przedstawicieli instytucji otoczenia biznesu i przedsiębiorców najwięcej utrudnień wynika z niedoboru na rynku specjalistów ds. audytu i wdrażania innowacji. Respondenci wskazali także na niewystarczającą infrastrukturę własną (kubaturową, techniczną, personalną), wysokie koszty prowadzenia działalności, nieznaną potrzebą na innowacje,

trudne w interpretacji i niestabilne przepisy prawne w zakresie innowacji, brak strategii rozwoju w podmiotach do potencjalnego wsparcia oraz małe zainteresowanie przedsiębiorców na usługi proinnowacyjne świadczone na zasadach rynkowych (komercyjnych).

Rysunek 3. Bariery w zakresie wspierania innowacyjności w woj. warmińsko-mazurskim



Opis:

- 1 – niewystarczająca infrastruktura własna
- 2 – brak strategii rozwoju w podmiotach do potencjalnego wsparcia
- 3 – brak umiejętności promocji własnych usług
- 4 – braki kadrowe – specjalistów ds. audytu i wdrażania innowacji
- 5 – nieznaną rynek potrzeb (zapotrzebowania) na innowacje
- 6 – duża konkurencja wśród instytucji wspierających działalność innowacyjną
- 7 – trudne w interpretacji i niestabilne przepisy prawne w zakresie innowacji
- 8 – niepewność co do stabilności sytuacji gospodarczej w kraju
- 9 – niewystarczająca e-baza informacyjna dotycząca informacji
- 10 – brak wiedzy o formach wspierania innowacji i komercjalizacji nauki
- 11 – wysokie koszty prowadzenia działalności
- 12 – niestabilne rynki odbiorców innowacji i komercjalizacji opracowań naukowych
- 13 – niezadowolająca jakość świadczonych usług innowacyjnych
- 14 – niskie zainteresowanie przedsiębiorców korzystaniem z instrumentów wsparcia z udziałem własnym
- 15 – duże obciążenie administracyjne dla instytucji udzielającej wsparcia
- 16 – brak doświadczenia do świadczenia usług na zasadach komercyjnych
- 17 – niewystarczające nasycenie rynku instytucjami wspierania innowacyjności
- 18 – małe zainteresowanie przedsiębiorców na usługi proinnowacyjne świadczone na zasadach rynkowych (komercyjnych)
- 19 – trudności z pozyskaniem partnerów finansowych do realizacji projektów proinnowacyjnych
- 20 – ograniczenia prawne i brak procedur transferu technologii
- 21 – brak interesujących projektów do komercjalizacji
- 22 – brak zapotrzebowania rynku na nowoczesne produkty i technologie

Źródło: Opracowanie własne.

Wyniki badań sondażowych uzupełniono rezultatami wypracowanymi w zogniskowanych wywiadach grupowych. W sesji fokusowej przedstawiciele Instytucji Otoczenia Biznesu zwrócono uwagę na niewystarczającą liczbę instytucji, które mogłyby zarządzać projektami innowacyjnymi. Krytycznie odniesiono się także do „braku świadomości w zakresie potrzeby innowacji, u niektórych pracowników IOB – głównie tych z krótkim stażem pracy, którzy uważają, że przedsiębiorstwa nie potrzebują usług proinnowacyjnych”. W opinii rozmówców na rynku usług proinnowacyjnych występuje niedobór organizacji lub osób, które profesjonalnie pomagałyby w pisaniu specjalistycznych projektów, a następnie zarządzały nimi. Wypełnienie tej luki jest konieczne i pilne, bowiem we wnioskach składanych przez przedsiębiorców (głównie mikro i małych) spotyka się „dużą liczbę błędów formalnych”. Sytuacje takie mają negatywny wpływ na aktywność przedsiębiorców, co wyraża się zniechęceniem ich do składania kolejnych wniosków oraz demotywuje finansowo, ponieważ „już raz wydali swoje pieniądze, a wsparcia nie otrzymali”.

Przedstawiciele Instytucji Otoczenia Biznesu wskazywali, że wymienione niedomagania wynikają często z obowiązujących wytycznych i procedur prawnych (np. z prawa o zamówieniach publicznych). Ich zdaniem nierzadko zdarza się tak, że przedsiębiorca oczekuje na szybkie wsparcie ze strony IOB, którego jednak nie może otrzymać w świetle np. procedur przetargowych. Podobna sytuacja występuje z udzielaniem pomocy eksperckiej ze strony szkół wyższych. Dla pracowników dydaktyczno-naukowych usługi takie są dodatkowym obciążeniem, często uniemożliwiającym im szybkie dostosowanie się do wykonania usługi w wymaganym czasie. Ponadto eksperci z IOB wskazywali na braki specjalistycznej wiedzy wśród nowych pracowników (notuje się dużą rotację pracowników IOB), nieczytelność przepisów (duża liczba odniesień do kolejnych przepisów), zbyt duże koszty uzyskania opinii o walorach innowacyjności danego przedsięwzięcia oraz brak możliwości i czasu na myślenie innowacyjne w małych organizacjach (natłok „przyziemnych” problemów).

W drugiej sesji fokusowej uczestniczyli przedstawiciele przedsiębiorców. W ich opinii główną przeszkodą wspierania i wdrażania innowacji są regulacje prawne i biurokracja. Przedsiębiorcy zgłaszali również potrzebę zwiększenia liczby firm, które świadczyłyby usługi przygotowania i zarządzania projektami, co wynika z „rosnącego i skomplikowanego poziomu tworzenia (opracowywania), procedowania, wdrażania i rozliczania wniosków (projektów)”. Podkreślano, iż trudności występują od samego początku składania wniosku, co wynika z konieczności robienia przetargu na każdą część przedsięwzięcia projektowego. Wskazywano, że mikro i małe organizacje wiedzą gdzie „pójść” w sprawach pomocy we wdrażaniu

innowacji. Jednakże ze względu na koszty, jakie muszą ponieść „na dzień dobry”, takich działań nie podejmują. Jako przykłady podawano sytuacje mikro lub małych przedsiębiorców kooperujących z dużymi innowacyjnymi podmiotami publicznymi. Ci „mali” sami muszą być innowacyjni, aby sprostać wymaganiom zlecającego mu usługi/produkty. Tymczasem umowy o współpracy obowiązują maksymalnie trzy lata, po upływie których ponownie mikro/mały przedsiębiorca musi przystąpić do przetargu. Zatem to on bierze na siebie całe ryzyko inwestowania (wprowadzania innowacji) bez gwarancji wygrania przetargu. Oczywiście przedsiębiorcy nie postulują odejścia od przepisów o zamówieniach publicznych, ale zgłaszają potrzebę modyfikacji rygorów przetargowych, przez wprowadzenie preferencji dla innowacyjnych lokalnych przedsiębiorców. W opinii przedsiębiorców pewnym ułatwieniem byłoby zwiększenie partycypacji „państwa” (stosownych urzędów) w szacowaniu i ponoszeniu ryzyka podejmowania szczególnie drogiej innowacji. Jednocześnie w tej kwestii mają pewną wątpliwość i twierdzą, że „państwo nie jest w stanie ocenić skuteczności pomysłu innowacyjnego” ze względu na brak „odpowiednich narzędzi oraz niewystarczające kompetencje urzędników, co mogłoby skutkować wydawaniem różnych (sprzecznych) opinii w zależności od osoby oceniającej dane przedsięwzięcie innowacyjne”.

Podsumowując otrzymane rezultaty, można stwierdzić, iż nie są one charakterystyczne tylko dla woj. warmińsko-mazurskiego, bowiem nie odbiegają one od rezultatów uzyskanych w badaniach wykonanych w innych regionach Polski [zob. m.in. Stańczuk, 2009, s. 83–88; Matusiak, Guliński, 2010a, s. 30, 44; Matusiak, Guliński, 2010b, s. 12; Bąkowski, 2012, s. 96; Kilian-Kowerko, 2013, s. 28; Orłowski, 2013, s. 4–5, 16; Korpysa, 2016, s. 159; Borowy, Sawicka, 2016, s. 48–49 oraz *Komercjalizacja ...*, 2016, s. 8]. Omawiane kwestie można zatem uogólnić i stwierdzić, że procesy komercjalizacji wiedzy i technologii realizowane w różnych regionach Polski napotykają na podobne bariery i utrudnienia.

Zakończenie

Analiza materiału, którego źródłem były badania sondażowe oraz sesje fokusowe, wskazuje szereg niedomagań w zakresie wspierania tworzenia i wdrażania rozwiązań innowacyjnych w podmiotach działających w woj. warmińsko-mazurskim. W celu zminimalizowania tych niedomagań zasadne wydaje się uruchomienie programów (projektów) ustawicznego doskonalenia i uzupełniania portfela kompetencyjnego w zakresie wiedzy, umiejętności, doświadczenia, predyspozycji osobowościowych, postaw i zachowań wszystkich interesariuszy procesów wspierania innowacji. Wymienione komponenty kompetencji powinny być nakierowane

na świadczenie usług prorynkowych i proinnowacyjnych. Kompetencje prorynkowe są niezbędne do bardziej sprawnych (merytorycznie i organizacyjnie) badań rynku w zakresie zapotrzebowania na usługi wspierania innowacji, przygotowywania oferty (tematy, formy) oraz ilościowej i jakościowej oceny świadczonych usług. Zaś kompetencje proinnowacyjne są konieczne do nawiązywania merytorycznego dialogu z potrzebującymi wsparcia (głównie z mikro i małymi podmiotami) oraz z instytucjami gotowymi do uczestniczenia w tych procesach (np. uczelnie, instytuty naukowe oraz centra innowacji i transferu technologii). Ponadto rekomenduje się utworzenie interaktywnej sieci interesariuszy procesów innowacyjnych oraz zaprojektowanie i wdrożenie ustawicznie aktualizowanej bazy danych o innowacjach, w tym o ekspertach i specjalistach działających na rzecz wzrostu innowacyjności województwa warmińsko-mazurskiego. Zaproponowane działania powinny wpłynąć na zwiększenie sprawności procesów komercjalizacji wiedzy z nauki do biznesu, a w konsekwencji spowodować wzrost innowacyjności województwa warmińsko-mazurskiego.

Literatura

- Bąkowski A. (2012), *Centra Transferu Technologii*, w: A. Bąkowski, M. Mażewska (red.), *Osrodki innowacji i przedsiębiorczości w Polsce. Raport 2012*, PARP, Warszawa.
- Bojar M., Machnik-Słomka J. (2014), *Model potrójnej i poczwórnej helisy w budowaniu współpracy sieciowej dla rozwoju innowacyjnych projektów regionalnych*, „Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej – Organizacja i Zarządzanie”, nr 21.
- Borowy M., Sawicka J. (2016), *Transfer innowacji z sektora nauki do otoczenia gospodarczego – teoria i praktyka. Przykład polskich uczelni przyrodniczych*, „Roczniki Naukowe Ekonomii Rolnictwa i Rozwoju Obszarów Wiejskich”, t. 103.
- Diagnoza Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój 2014–2020. Analiza wyzwań, potrzeb i potencjałów – podejście tematyczne i terytorialne* (2013), Warszawa, <http://www.mg.gov.pl/Fundusze+UE/POIR+2014–2020/Dokumenty/Diagnoza>, dostęp: 20.06.2018.
- European Innovation Scoreboard* (2017), https://www.rvo.nl/sites/default/files/2017/06/European_Innovation_Scoreboard_2017.pdf, dostęp: 10.06.2018.
- http://olsztyn.stat.gov.pl/files/gfx/olsztyn/pl/defaultaktualnosci/749/4/10/1/podmioty_regon_2015.pdf, dostęp: 10.06.2018.
- http://ris.warmia.mazury.pl/userfiles/file/Monitoring/Raport_VI_RSI_W-M_-_stan_na_2015.pdf, dostęp: 10.06.2018.
- <https://www.nik.gov.pl/kontrol/wyniki-kontroli-nik/pobierz,nik-p-15-027-komercjali...>, dostęp: 10.06.2018.
- Kilian-Kowerko K. (2013), *Bariery komercjalizacji prac badawczych w Polsce*, „e-mentor”, nr 4.
- Komercjalizacja wyników badań naukowych* (2016), Najwyższa Izba Kontroli, Warszawa,

- Korpysa J. (2016), *Przedsiębiorczość jako proces tworzenia i funkcjonowania akademickich mikroprzedsiębiorstw spin off w Polsce*, „Rozprawy i Studia” t. (MXIII) 939, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Książek E., Pruvot J.-M. (2011), *Budowa sieci współpracy i partnerstwa dla komercjalizacji wiedzy i technologii*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa.
- Matusiak K., Guliński J. (red.) (2010a), *Rekomendacje zmian w polskim systemie transferu technologii i komercjalizacji wiedzy*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa.
- Matusiak K., Guliński J. (red.) (2010b), *System transferu technologii i komercjalizacji wiedzy w Polsce – siły motoryczne i bariery*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Poznań–Łódź–Wrocław–Warszawa.
- Orłowski W., M. (2013), *Komercjalizacja badań naukowych w Polsce. Bariery i możliwości ich przełamania*, PwC Polska, Warszawa.
- Podmioty gospodarki narodowej w rejestrze regon w województwie warmińsko-mazurskim. Stan na koniec 2015* (2016), Urząd Statystyczny w Olsztynie,
- Raport okresowy nr VI z realizacji Regionalnej Strategii Innowacyjności Województwa Warmińsko-Mazurskiego do roku 2020* (2017),
- Skawińska E. (2014), *Czy polscy naukowcy mają obecnie coś do zaoferowania praktyce w zakresie innowacji, a jeśli tak, to co?* „Biuletyn PTE”, nr 1.
- Stańczuk J. (2009), *Bariery i szanse rozwoju przedsiębiorczości akademickiej*, „Folia Pomeranae Universitatis Technologiae Stetinensis, Oeconomica”, nr 270 (55).
- Szczepaniak M. (2014), *Znaczenie sieci współpracy w rozwoju innowacji społecznych*, „Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej – Organizacja i Zarządzanie”, z. 76.

Streszczenie

Innowacyjność danego regionu i całego kraju zdeterminowana jest szeregiem czynników, wśród których od lat wymienia się zdolności do transferu wiedzy z nauki do biznesu. Przeprowadzone badania sondażowe ukazały szereg niedomagań zlokalizowanych u wszystkich odpowiedzialnych za komercjalizację wiedzy. Do głównych barier można zaliczyć braki specjalistów ds. audytu i wdrażania innowacji, trudności z pozyskaniem partnerów finansowych do realizacji projektów innowacyjnych, nieznaną rynkową zapotrzebowania na innowacje oraz małe zainteresowanie przedsiębiorców na usługi innowacyjne świadczone na zasadach rynkowych. Uogólniając otrzymane rezultaty oraz wnioski z innych badań, można stwierdzić, że interesariusze innowacyjności nie współdziałają w sprawnych sieciach, przez co ich działania nie są skoordynowane i często dublują się, a odbiorcy ich usług, szczególnie przedsiębiorstwa sektora MSP, nie otrzymują oczekiwanego wsparcia nakierowanego na wprowadzanie innowacyjnych rozwiązań.

Słowa kluczowe

komercjalizacja wiedzy, sieci współpracy, komercjalizacja badań naukowych, transfer wiedzy

Determinants of innovation development in the Warmian-Masurian Voivodeship (Summary)

The innovation of each region and the whole country is determined by a number of factors, among which the ability to transfer knowledge from science to business has been mentioned for years. The conducted surveys showed a number of ailments located in all those who are responsible for the commercialization of knowledge. The main barriers are the shortages of specialists in the field of audit and implementation of innovations, difficulties in acquiring financial partners for the implementation of innovative projects, the unacquaintance of the market for innovation demand and low interest of entrepreneurs on innovative services provided on market terms. Generalizing the results obtained and conclusions from other studies, it can be stated that the innovation stakeholders do not cooperate in efficient networks that is why their actions are not coordinated and often overlap, and recipients of their services – especially enterprises of the SME sector, do not receive the expected support aimed at introducing innovative solutions.

Keywords

commercialization of knowledge, cooperation networks, commercialization of scientific research, knowledge transfer