

**GRANICE WOLNEGO RYNKU I ROZSĄDKU
W ŚWIETLE KRYZYSÓW FINANSOWYCH
GOSPODARKI AMERYKAŃSKIEJ**

Piotr Borowski

Abstrakt: Celem niniejszego opracowania jest przedstawienie rozwoju gospodarki amerykańskiej przez pryzmat okresowych zaburzeń w niej zachodzących, spowodowanych przez zmiany podaży pieniądza oraz wahadłowe ruchy produkcji i zatrudnienia (cykl koniunkturalny), które stanowią immanentną cechę wzrostu gospodarczego. Główny temat i teza pracy nie są jednak jedynym istotnym zagadnieniem skupiającym uwagę autora. Kwestią w pewnym sensie ważniejszą, rozważaną równoległe, są przyczyny kryzysu wynikające z właściwości amerykańskiego rynku finansowego i papierów wartościowych. Z tego powodu autor starał się nie tyle opisać wszystkie kryzysy finansowe, jakie wydarzyły się w gospodarce amerykańskiej, ile dokonać ich wyboru z punktu widzenia ich powiązań ze współczesnym kryzysem finansowym.

Słowa kluczowe: bank centralny, kryzys finansowy, panika bankowa, stabilność finansowa, system bankowy.

1. Wprowadzenie

Kryzys finansowy, który rozpoczął się w Stanach Zjednoczonych w sierpniu 2007 r. załamaniem rynku nieruchomości, osiągnął największą skalę od zakończenia drugiej wojny światowej. Nie tylko wstrząsnął gospodarką Stanów Zjednoczonych i Europy, lecz także zdaje się burzyć kanony polityki gospodarczej i finansowej. Podobnie jak wielki kryzys lat 1929–1933 pokazuje, że samoregulujący mechanizm wolnego rynku nie jest czynnikiem mogącym samodzielnie zapewnić optymalną alokację zasobów i podtrzymać wzrost gospodarczy. Aby przeciwdziałać negatywnym skutkom braku płynności w segmencie pożyczek

subprime (czyli tych udzielanych osobom o niskiej zdolności kredytowej), rząd federalny Stanów Zjednoczonych bardzo szybko zdecydował się na aktywne wykorzystanie instrumentów polityki fiskalnej obok niemalże natychmiastowego zastosowania nad wyraz ekspansywnej polityki pieniężnej przez amerykański bank centralny (tzw. System Rezerwy Federalnej – Federal Reserve, FED) jeszcze w sierpniu 2007 roku. Analogiczny sposób postępowania przejęła większość państw członkowskich Unii Europejskiej, zwłaszcza te należące do tzw. starej piętnastki. W rezultacie Stany Zjednoczone oraz państwa wchodzące w skład Unii Europejskiej opracowały doraźne programy złagodzenia skutków tego kryzysu oraz jego przezwyciężenia. W ramach tych programów przewiduje się wydatkowanie ogromnych środków publicznych na wsparcie sektora bankowego i nacjonalizację jego upadłych uczestników. Szacuje się, że pomoc amerykańskiego banku centralnego oraz rządu federalnego mająca na celu przywrócenie płynności sektora instytucji depozytowych, w tym zwłaszcza banków, w ciągu 29 miesięcy trwania kryzysu (sierpień 2007 – grudzień 2009) wyniosła prawie 30 bilionów USD. Z tej kwoty jedynie około 700 mld USD wyasygnowano w ramach jednego programu pomocowego, tzw. planu Paulsona (od nazwiska jego promotora, urzędującego ówczesnie sekretarza skarbu), a więc z budżetu federalnego, na wykup bezwartościowych papierów wartościowych (*junk bonds*), będących w posiadaniu instytucji depozytowych. Z kolei tylko w UE łączne zaangażowanie środków publicznych na wsparcie sektora bankowego do końca 2008 r. przekroczyło sumę 1,8 bilionów EUR.

Skala i zasięg obecnego kryzysu zmuszają do poszukiwania analogii z innymi tego rodzaju załamaniem rynków finansowych w przeszłości oraz odpowiedzi na pytanie o jego przyczyny i przewidywalne skutki. Dyskusja ta będzie dotyczyć z pewnością wielu płaszczyzn funkcjonowania szeroko rozumianego systemu finansowego, społeczno-gospodarczego, a nawet politycznego współczesnego państwa. Jej przedmiotem będzie zapewne dylemat, czy nadrzędnym celem działalności banków centralnych będzie, tak jak przez ostatnie dwadzieścia lat, utrzymanie stabilności cen czy też, jak proponuje Paul Volcker, były prezes FED, gwarantowanie stabilności systemu finansowego, bo dopiero ona jest warunkiem osiągnięcia stabilności cenowej.

2. Kryzysy finansowe gospodarki amerykańskiej jako główne czynniki wzrostu gospodarczego

Należy jednak skonstatować, że rynki finansowe w Stanach Zjednoczonych od chwili powstania tego państwa charakteryzowały się immanentną niestabilnością. Pierwszy kryzys finansowy pojawił się już podczas amerykańskiej wojny o niepodległość, kiedy wydatki wojenne trzynastu stanów były finansowane z emisji pieniądza papierowego, ponieważ Kongres Kontynentalny nie miał bezpośredniej władzy nakładania podatków. W rezultacie po dwóch latach kon-

fliktu zbrojnego z Wielką Brytanią w amerykańskich koloniach wszechobecna była już nie tyle inflacja, ile hiperinflacja. Nawet Benjamin Franklin zaczął ironizować: *Pieniądż, którymi operujemy, są wspaniałym instrumentem. Spełniają one zadanie, dla którego je emitujemy: opłacają i ubierają wojsko oraz zaopatrują je w żywność i amunicję. A kiedy jesteśmy zmuszeni do emitowania nadmiernej ich liczby, spłacają się same przez deprecjację*¹. Te bezwartościowe banknoty Kongresu Kontynentalnego uratowały jednak amerykańską rewolucję, a z czasem stały się bardzo wartościową lokatą. W 1791 r. został powołany pierwszy amerykański bank centralny, instytucja publiczno-prywatna, której akcje można było uzyskać za „kontynentale”. Później okazało się, że także dywidendę, gdyż Pierwszy Bank Stanów Zjednoczonych (First Bank of the United States) od początku swojego istnienia przynosił dochód. Jednak w 1811 r. większością zaledwie jednego głosu – oddanego przez wiceprezydenta George’a Clintona – bank ten przestał istnieć, a w następnym roku Stany Zjednoczone wdały się w ponowny konflikt z Wielką Brytanią. Warto zaznaczyć, że była to, obok wojny w Wietnamie, najbardziej kompromitująca wojna w historii Stanów Zjednoczonych, z tą różnicą, że ostatnia bitwa w tej kampanii była dla Amerykanów zwycięska, a w Wietnamie armia Stanów Zjednoczonych nie doznała żadnej porażki, choć interwencja militarna zakończyła się zupełną klęską. Jednak i wówczas o utrzymaniu niepodległości zdecydowała w dużym stopniu emisja pieniądza papierowego. Nie doprowadziła ona wszak do rujnującej hiperinflacji, gdyż procederem tym zaczęły się zajmować głównie banki prywatne, a one dbały już o to, by nie podcinać gałęzi, na której się siedzi. Nagły wzrost cen pozostawał jednak faktem, a młode państwo było faktycznym bankrutem. W tej sytuacji prezydent James Madison, notabene przeciwnik dużych banków, a w szczególności banku centralnego, zgodził się na utworzenie Drugiego Banku Stanów Zjednoczonych (Second Bank of the United States), który przejąłby odpowiedzialność za spłatę długów państwowych. Poza tym jego podstawowym celem miały być ustabilizowanie sytuacji pieniężnej w kraju, przywrócenie wymiany na rynkach finansowych oraz stworzenie jednolitej waluty narodowej. Ustępującemu prezydentowi Madisonowi i jego następcy Jamesowi Monroe wydawało się, że aby zrealizować te cele, nowy bank centralny przyjmie restrykcyjną politykę pieniężną. Było to bardzo prawdopodobne, gdyż skarb państwa przy pobieraniu podatków od 1817 r. przestał przyjmować banknoty, których nie można było wymienić na złoto lub srebro. Prezes banku centralnego miał jednak zupełnie inną wizję, toteż rozpoczął swoje funkcjonowanie od mocnego uderzenia, tyle że w przeciwnym w stosunku do życzeń obu jego politycznych mocodawców kierunku².

¹ Cyt. za Galbraith J. K., *Pieniądż. Pochodzenie i losy*. Warszawa: Państwowe Wydaw. Ekonomiczne, 1982, s. 95.

² Por. Rothbard M. N., *Tajniki bankowości. Podręcznik akademicki*. Warszawa: Fijorr Publishing Company, 2007, s. 210–221; Galbraith J. K., dz. cyt., s. 93–97, 105–118; Solarz J. K., *Rozwój systemów bankowych*. Warszawa: Zarządzanie i Finanse, 1996, s. 50–52; Trescott P., *Central Banking*. W: Porter G. (red.), *Encyclopedia of American Economic History. Studies of the Principal Movements*

Powstanie Drugiego Banku Stanów Zjednoczonych zbiegło się mianowicie z zasiedlaniem doliny Missisipi, co bardzo szybko stało się kolebą zamachowym spekulacyjnym obrotem gruntami federalnymi. Obok różnego rodzaju instytucji pośrednictwa finansowego, w tym jednoosobowych spółek w rodzaju Bezpiecznej Kasy Oszczędności Lecha Grobelnego, szczególnie wyróżniły się w tym względzie centrala banku w Filadelfii i jego oddział w Baltimore. Pomoc kredytowa dla spekulantów i osadników udzielona przez te dwa oddziały wyniosła w sumie $\frac{3}{5}$ wszystkich pożyczek banku centralnego. W rezultacie w 1818 r. oddział w Baltimore zbankrutował. Ten sam problem ominął centralę w Filadelfii tylko dlatego, że prawnicy z Pensylwanii dokonali elastycznej interpretacji stanowego prawa upadłościowego. Z tego pewnie powodu aktualnie obowiązujące prawo upadłościowe w Stanach Zjednoczonych jest jednolite i pozostaje domeną sądów federalnych. Mimo to spekulacja gruntami trwała nadal, gdyż udzielony przez południowe i zachodnie oddziały banku centralnego kredyt w postaci wyemitowanych banknotów zaczął być przedstawiany do wymiany na kruszec w bardziej konserwatywnych oddziałach zlokalizowanych w Nowym Jorku i Bostonie, które spełniały żądania wierzycieli, dyskontując papiery wartościowe według ich wartości nominalnej. W ten sposób konserwatywne oddziały traciły posiadane rezerwy kruszczowe, a zachodnie oddziały kontynuowały swą inflacyjną działalność bez przeszkód.

Wszystko pozostałoby jednak w zupełnym porządku, gdyby luźna polityka pieniężna banku centralnego nie oddziaływała zupełnie na innych uczestników rynku finansowego, wykazując się szczelną autonomią. Ten aksjomat pozostaje wszelako wciąż pobożnym życzeniem, gdyż podobnie jak obecnie, tak i na początku XIX w. polityka monetarna banku centralnego w niewidoczny sposób decyduje o stopniu aktywności gospodarczej, a ten z kolei determinuje wzrost zamożności całego społeczeństwa. Tak więc ekspansja kredytowa najważniejszego banku w państwie stymulowała pozostałe banki do udzielania własnych pożyczek. W dodatku zamiast korygować te zapędy poprzez kontrolne przedstawianie do wymiany na złoto lub srebro biletów prywatnych instytucji finansowych, Drugi Bank Stanów Zjednoczonych sam zaniechał zgromadzenia w metalach szlachetnych 7 mln USD rezerw kruszczowych, do czego obligowała go ustawa. Skutkiem tego jego zapasy kruszczowe nigdy nie przekroczyły 2,5 mln USD. W zamian za to przez półtora roku podaź pieniądza ze strony tego podmiotu zwiększyła się o prawie 100%. Nic dziwnego zatem, że spowodowało to inflacyjny boom na terenie całego kraju.

W 1819 r. wszystko się jednak zmieniło. Nowy prezes i rząd federalny wreszcie zaczęli zdawać sobie sprawę, w jakich znaleźli się opałach. Potężna inflacyjna emisja pieniądza wystawiła bank centralny Stanów Zjednoczonych na

and Ideas. New York: Charles Scribner's Sons, 1980, Vol. 2, s. 737–740; Cowen D., *The First Bank of the United States*. 2001. W: *EH.net* [Dostęp 27.07.2009]. Dostępny w World Wide Web: http://eh.net/encyclopedia/article/cowen.banking.first_bank.us.

niebezpieczeństwo konieczności nielegalnego wstrzymania wypłat kruszcu. Aby zminimalizować to zagrożenie, jeszcze w tym samym roku zaczął on na ogromną skalę zmniejszać podaż kredytu, szczególnie na południu i zachodzie, redukując liczbę pożyczek, odmawiając wykupu banknotów z mniej odpowiedzialnych oddziałów zgodnie z ich nominałem i wreszcie domagając się od zadłużonych w nim banków wypłaty w zlocie bądź srebrze. Wszystkie te działania spowodowały drastyczny spadek podaży pieniądza w Stanach Zjednoczonych o około 30% w ciągu roku, co pociągnęło za sobą upadłość wielu instytucji pośrednictwa finansowego. To z kolei uderzyło przede wszystkim w sektor rolniczy, zwłaszcza w drobnych farmerów i plantatorów, gdyż spekulanci w znacznej mierze zdolali się wycofać, a społeczność Wschodniego Wybrzeża wolała posługiwać się banknotami ich własnych szacownych banków. Na marginesie warto zaznaczyć, że tak imponujący spadek wolumenu środków płatniczych znajdujących się w obiegu i na rachunkach bankowych (płatnych na żądanie i terminowych) zdarzył się w historii Stanów Zjednoczonych jeszcze dwa razy – dwadzieścia lat później oraz podczas wielkiego kryzysu lat 1929–1933. Różnica polega na tym, że w obu późniejszych wypadkach spadek ten trwał cztery lata, podczas gdy Drugi Bank Stanów Zjednoczonych osiągnął ten sam wynik w przeciągu zaledwie dwunastu miesięcy³.

Zaostrzenie polityki kredytowej i zmniejszenie podaży pieniądza zbiegło się jednak ze zjawiskiem, które jeszcze nigdy nie wystąpiło w młodej gospodarce amerykańskiej ani w żadnej innej, w której dokonała się pierwsza rewolucja przemysłowa, a mianowicie z pojawieniem się depresji na ścieżce długofalowego wzrostu, czyli cyklu koniunkturalnego. Cykl koniunkturalny albo gospodarczy jest wahadlowym ruchem produktu narodowego brutto, dochodu i zatrudnienia, zwykle obejmującym okres od dwóch do dziesięciu lat, któremu towarzyszy szeroko zakrojony wzrost lub spadek poziomu aktywności gospodarczej w większości sektorów gospodarki⁴. Bezpośrednią przyczyną takiego stanu rzeczy była nagła obniżka cen amerykańskiej bawełny na rynku angielskim, która w 1819 r. spadła o ponad 50% w stosunku do roku poprzedniego. W tym miejscu trzeba zaznaczyć, że to właśnie dynamiczny wzrost cen tego surowca na rynku dawnej metropolii był głównym motorem boomu ekonomicznego w Stanach Zjednoczonych i stymulował wzrost cen ziemi. Przed nastaniem korekty w 1819 r. bogaciły się bowiem wszystkie najważniejsze grupy społeczne: plantatorzy, farmerzy, kupcy, rzemieślnicy, bankierzy, właściciele zakładów pracy i armatorzy. Zmiana *terms of trade* przez przemysłowców brytyjskich i rozpoczęcie przez nich importu z Indii Wschodnich zapoczątkowały zaś efekt domina wyrażający się w spadku popytu nie tylko na bawełnę, lecz także na inne amerykańskie towary, w wyniku czego przez najbliższe cztery lata społeczność

³ Por. Rothbard M. N., dz. cyt., s. 222–225; Galbraith J. K., dz. cyt., s. 117–119.

⁴ Por. Samuelson P. A., Nordhaus W. D., *Ekonomia*. Warszawa: Wydaw. Naukowe PWN, 2007, t. 2, s. 99–101.

stwo młodej republiki doświadczało rosnącej pauperyzacji. Ponieważ jednak załamanie dotychczasowych powiązań handlowych, choć spektakularne, było niewidoczne dla ówczesnego obserwatora, równocześnie zaś otrzymanie kredytu stało się niezwykle utrudnione, by nie powiedzieć iluzoryczne, a realne odsetki od pożyczek niepomrotnie wzrosły, winnym całej tej sytuacji w ocenie przeważającej części społeczeństwa był nade wszystko bank centralny⁵.

Bezpośrednim skutkiem tej pierwszej czteroletniej depresji w historii gospodarki Stanów Zjednoczonych, którą zwińczył kolejny kryzys finansowy, był wybór na prezydenta generała Andrew Jacksona, pogromcy Brytyjczyków spod Nowego Orleanu, a zarazem bogatego plantatora, który po 1819 r. pojmował już dobrze, że Stany Zjednoczone i bank centralny to wewnętrzna sprzeczność. Mimo to niezwykle determinacja prezydenta Jacksona w dążeniu do zlikwidowania Drugiego Banku Stanów Zjednoczonych wynikała przede wszystkim z tego, że jego prezes nieopatrznie opowiedział się po stronie przeciwników prezydenta w wyścigu do Białego Domu. Nic zatem dziwnego, że generał do rozprawy z tą instytucją – notabene będącą poza systemem trójpodziału władzy, ale w znacznym stopniu wpływającą na system ustrojowy zapisany w ustawie zasadniczej – przygotował się jak do walnej bitwy. Po przeprowadzeniu rozpoznania i usunięciu dwóch sekretarzy skarbu popierających zasadność istnienia naczelnego podmiotu prawnofinansowego w państwie federacyjnym, na początku drugiej kadencji wycofał depozyty rządowe przechowywane w tym banku do opanowanych przez swoich zwolenników „banków pieszczoszków” (*pet banks*), a w ostatnim roku swojej prezydentury nie zgodził się na przedłużenie jego mandatu. W rezultacie Amerykanie rozstali się z bankiem centralnym na okres niemal stu lat⁶.

Nie zapobiegło to jednak zmianom w poziomie aktywności gospodarczej, przy czym każdej z nich towarzyszył kryzys finansowy. Dodać również trzeba, że do wybuchu wojny domowej między przeżywającą rozkwit przemysłowy Północą a wciąż rolniczym i w głównej mierze plantatorskim Południem kryzysy takie występowały w zasadzie co dwadzieścia lat: w latach 1819, 1837 i 1857, a po ustanowieniu systemu bankowości narodowej (*national banking system*) w 1863 r. do objęcia urzędowania przez Franklina Delano Roosevelta ich częstotliwość wzrosła ponad dwukrotnie. Tak więc trapiły one gospodarke amerykańską niemalże w odstępach dziesięcioletnich, a mianowicie pojawiły się w latach: 1873, 1884, 1893, 1907, 1920 i 1930–1933⁷. W przeciwieństwie jednak do kryzysu z 1819 r. pozostałym zawsze towarzyszyła panika bankowa, podczas

⁵ Por. Brown Tindall G., Shi D. E., *Historia Stanów Zjednoczonych*. Poznań: Zysk i S-ka Wydawnictwo, 2002, s. 360–361.

⁶ Por. Rothbard M. N., dz. cyt., s. 226–228; Brown Tindall G., Shi D. E., dz. cyt., s. 391–402; Galbraith J. K., dz. cyt., s. 118–125.

⁷ Por. Mishkin F. S., *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*. Warszawa: Wydaw. Naukowe PWN, 2002, s. 278–280; Deane M., Pringle R., *The Central Bank*. New York: Viking, 1995, s. 51.

której depozytariusze wycofywali swoje wkłady. Warto również dodać, że ich bezpośrednią przyczyną była nadprodukcja poprzedzona zazwyczaj spekulacją, przy czym ta ostatnia stanowiła czynnik powodujący wzrost niepewności społeczeństwa odnośnie wypłacalności niektórych instytucji finansowych. Szerzenie się obaw o bezpieczeństwo powierzonych im środków prowadziło z kolei do pojawienia się masowych żądań wypłaty przez depozytariuszy, co szybko przenosiło się na inne podmioty depozytowo-kredytowe. Równoległe postępujący silny wzrost stóp procentowych jeszcze bardziej pogłębiał ciasnotę na rynku pieniężnym i wzmagał szoki monetarne. Najpoważniejszy z tych kryzysów – obok oczywiście tzw. wielkiej depresji, choć często z nią porównywany – nastąpił w latach 1837–1841. Rzecz znamienna, rozpoczął się on rok po zniszczeniu banku centralnego, a dwa miesiące po upływie kadencji Jacksona. Jego pojawienie się zostało jednak spowodowane przez ponowny spadek cen bawełny w Anglii i wstrzymanie inwestycji w Stanach Zjednoczonych przez brytyjskich przedsiębiorców. 10 maja 1837 r. banki handlowe w Nowym Jorku zawiesiły wymiennalność swoich banknotów na złoto i srebro. Automatycznie pociągnęło to za sobą spadek cen produktów rolnych i pęknięcie kolejnej bańki spekulacyjnej w obrocie gruntami federalnymi. W rezultacie w ciągu zaledwie dwóch miesięcy na terenie całego kraju upadło 350 banków, a przez następne trzy lata bezrobocie wśród robotników przekroczyło 30%. Płace niektórych grup ludności do chwili osiągnięcia dna przez ten kryzys zmniejszyły się z kolei nawet o połowę. W dodatku w 1839 r. rekordowy urodzaj pszenicy wywołał przeladowanie rynku, a związany z nim spadek cen jeszcze bardziej pogłębił i przedłużył depresję⁸. Jak zatem widać, finalne skutki kryzysów finansowych zawsze najbardziej odbijają się na położeniu najuboższych grup społecznych.

Bank centralny mógłby przeciwdziałać kryzysom finansowym i panice bankowej, udzielając niskoprocentowanych pożyczek bankom handlowym zagrożonym niewypłacalnością. Mógłby także pomagać przedsiębiorcom, dokapitalizowując ich firmy w trudnym okresie. W końcu mógłby również pomagać osadnikom z doliny rzeki Missisipi, udzielając im kredytów sezonowych. Ale ponieważ każdy z kryzysów finansowych po 1816 r. miał deflacyjny, a nie inflacyjny charakter, tzn. rozwój gospodarczy krępowany był brakiem dostatecznej ilości pieniądza w obiegu, a w świadomości społecznej pozostała niezwykle restrykcyjna polityka pieniężna Drugiego Banku Stanów Zjednoczonych i to akurat podczas kryzysu finansowego, to części składowe federacji za aprobatą prezydenta Jacksona wdrożyły własny pomysł na ustabilizowanie rynków finansowych. W kwietniu 1837 r. parlament stanu Michigan uchwalil tzw. wolne prawo bankowe (*Free Banking Act*). Zgodnie z przepisami tej ustawy własny bank mógł założyć każdy, gdziekolwiek i bez opłaty koncesyjnej, ale dysponujący odpowiednią ilością papierów wartościowych tego stanu na pokrycie przy-

⁸ Por. Rothbard M. N., dz. cyt., s. 230–232; Brown Tindall G., Shi D. E., dz. cyt., s. 403–404, 406–407.

szłych zobowiązań. Oczywiście, bank z chwilą powstania, bez wpisu do odpowiedniego rejestru, uzyskiwał prawo emisji własnej waluty, którą opłacał m.in. zobowiązania podatkowe. I choć eksperyment ten w stanie Michigan zakończył się zupełnym niepowodzeniem (zbyt wiele banków powstawało na odludziu, zwłaszcza w puszczy), a w następnym roku pojawił się wielki kryzys finansowy, to idea ta znalazła wielu naśladowców. Do wybuchu wojny secesyjnej wolne prawo bankowe przyjęło kilkanaście stanów, w tym Nowy Jork, Illinois i Pensylwania⁹. Jak napisał John Kenneth Galbraith, entuzjazm społeczeństwa amerykańskiego do tworzenia banków i emisji pieniądza był tak wielki, że [...] *każde osiedle na tyle duże, żeby mieć kościół, karczmę albo kuźnię, uznawane było za odpowiednie miejsce do założenia banku. Inne korporacje i indywidualni kupcy emitowali pieniądze. Nawet fryzjerzy i szynkarze współzawodniczyli w tym zakresie z bankami [...]. Niemal każdy obywatel uważał emitowanie pieniędzy za swe konstytucyjne prawo*¹⁰. Dopiero zwycięstwo Północy w wojnie secesyjnej nieco zmieniło tę sytuację, ale nawet sam Abraham Lincoln i jego następcy nie zdecydowali się na utworzenie trzeciego banku centralnego. Tymczasem kryzysy finansowe pojawiały się coraz częściej i były coraz groźniejsze.

3. Powstanie i pierwsze lata działalności Systemu Rezerwy Federalnej. Polityka pieniężna w dobie wielkiego kryzysu

W 1908 r. kongres wyraził wreszcie zgodę na utworzenie trzeciego już banku centralnego¹¹. System Rezerwy Federalnej, bo taką enigmatyczną otrzymał on nazwę, zaczął funkcjonować pod koniec roku 1914¹². Pomógł rządowi federalnemu gładko sfinansować wydatki wojenne, ale w 1920 r. popełnił poważny błąd. Próbując przywrócić stabilność rynkom finansowym i nie dopuścić do powojennej zapaści, nadmiernie podniósł oprocentowanie kredytów dyskontowych, tzn. pożyczek udzielanych przez bank centralny bankom handlowym na warunkach korzystniejszych od rynkowych. Spowodowało to jednak zamrożenie obrotu handlowego i drastyczne zmniejszenie inwestycji, i to akurat w sytuacji, gdy dolar amerykański zde tronizował funta brytyjskiego w roli najważniejszej waluty transakcyjnej, lokacyjnej i rezerwowej na świecie. W rezultacie Stany

⁹ Por. Rothbard M. N., dz. cyt., s. 232–236; Bodenhorn H., *Antebellum Banking in the United States*. W: *EH.net* [Dostęp 27.07.2009]. Dostępny w World Wide Web: <http://eh.net/encyclopedia/article/bodenhorn.banking.antebellum>; Grossman R. S., *US Banking History, Civil War to World War II*. W: *EH.net* [on-line]. [Dostęp 27.07.2009]. Dostępny w World Wide Web:

<http://eh.net/encyclopedia/article/grossman.banking.history.us.civil.war.wvii>.

¹⁰ Cyt. za: Galbraith J. K., dz. cyt., s. 116 oraz tego samego autora: *Ekonomia w perspektywie. Krytyka historyczna*. Warszawa: Państwowe Wydaw. Ekonomiczne, 1992, s. 159–160.

¹¹ Por. Brown Tindall G., Shi D. E., dz. cyt., s. 924–925; Deane M., Pringle R., dz. cyt., s. 51–52.

¹² Por. Morawski W., *Historia finansów współczesnego świata od 1900 roku*. Warszawa: Difin, 2008, s. 14–15.

Zjednoczone, podobnie jak wyniszczona pierwszą wojną światową Europa, doświadczyły powojennej recesji¹³. Pokłosiem tego była zaś międzynarodowa konferencja ekonomiczna w Genui mająca na celu odbudowanie przedwojennego systemu monetarnego. I chociaż zakończyła się ona niepowodzeniem, to jej dwaj uczestnicy, niedopuszczeni do negocjacji traktatu wersalskiego, czyli Niemcy i Związek Radziecki, zawarły traktat handlowy i tajny układ militarny. Przy okazji zobowiązali się wzajemnie, że Niemcy nie będą spłacać narzuconych im reparacji wojennych, a państwo komunistyczne nie uzna długów carskich. Jednak w 1923 r. gospodarka amerykańska wkroczyła na ścieżkę długotrwałego wzrostu, a nowa polityka ekonomiczna firmowana nazwiskiem sekretarza Departamentu Skarbu, Andrew Mellona, stała się synonimem „szalonych lat dwudziestych”.

Ponownie okazało się jednak, że szybki wzrost gospodarczy, wynikający przede wszystkim z proinflacyjnej polityki pieniężnej banku centralnego i pożyczek rządowych dla zadłużonych państw europejskich, umożliwiających nabywanie przez te kraje towarów „made in the USA”, nie jest możliwy bez spekulacji. Należy wyjaśnić pokrótce, że spekulacja zachodzi zawsze wtedy, gdy ceny jakiegoś aktywa rosną, ale tylko dlatego, ponieważ ludzie myślą, że będą one rosły w przyszłości. Tak więc spekulacja jest po prostu emanacją ludzkiej zachłanności i dlatego pod jej wpływem ceny aktywów wzrastają szybko, wręcz nieracjonalnie¹⁴. Oprócz tego na uwagę zasługuje fakt, że o ile podczas dwóch pierwszych kryzysów finansowych aktywem takim była ziemia, a w drugiej połowie XIX stulecia koleje i złoto, o tyle podczas „szalonych lat dwudziestych” stały się nim papiery wartościowe. Ceny tych walorów od 1925 r. do „czarnego czwartku” w 1929 r. wzrosły przeciętnie aż o 400%, mimo że perspektywy koniunktury gospodarczej i poprawa rentowności przedsiębiorstw wcale tego wzrostu nie usprawiedliwiały. Dodatkowym problem było to, że aż 90% akcji kupowane było „na krawędzi” (*on margin*), tzn. za pomocą dźwigni finansowej, a nie za oszczędności gospodarstwa domowego. Odbywało to się w następujący sposób: osoba fizyczna za własne pieniądze nabywała tylko niewielką część pakietu akcyjnego, a reszta finansowana była za pomocą kredytu bankowego, który w imieniu i na rachunek tej osoby zaciągany był przez maklera. Zakupione akcje zgłaszane były natychmiast do sprzedaży, pożyczka bankowa natomiast była spłacana z osiągniętego zysku. Działalność ta nie służyła zatem finansowaniu realnych przedsięwzięć gospodarczych, gdyż akcje kupowane były za pożyczone pieniądze z myślą o ich szybkiej odsprzedaży po wyższej cenie. Równocześnie coraz bardziej realnego kształtu nabierało niebezpieczeństwo, że sztucznie stymulowany wzrost notowań musi w konsekwencji spowodować,

¹³ Por. Rothbard M. N., dz. cyt., s. 260–268; Kokoszczyński R., *Współczesna polityka pieniężna w Polsce*. Warszawa: Polskie Wydaw. Ekonomiczne, 2004, s. 66–68 i przytoczone tam przypisy 12, 13 i 14.

¹⁴ Por. Samuelson P. A., Nordhaus W. D., dz. cyt., s. 176–177.

że i w podobnym, jeśli nawet nie szybszym tempie, ich wartość zacznie spadać w dniach wielkiego krachu giełdowego. Oczywiście, bank centralny mógłby ukrócić ten proceder za pomocą instrumentu polityki dyskontowej, ale skutki takiego działania dały się poznać w roku 1920. Jeszcze lepszym sposobem byłoby zduszenie bańki spekulacyjnej przez weryfikację, czy wzrost cen papierów wartościowych ma pokrycie w rzeczywistej wartości majątku spółki, ale tak się składało, że zabezpieczenia wpisane do systemu bankowego nie obejmowały funkcjonowania giełdy. Innymi słowy, aż do utworzenia Komisji ds. Papierów Wartościowych i Giełdy (Securities and Exchange Commission, SEC) w 1933 r. to najwięksi inwestorzy Wall Street sami stanowili obowiązujące prawo obrotu papierami wartościowymi. Rozwiązaniem mogła też być ingerencja rządu w funkcjonowanie giełdy lub uchwalenie ustawy zmuszającej organy spółek publicznych do podawania pewnych informacji odnośnie realnej kondycji zarządzanych przedsiębiorstw. Prezydent Herbert Hoover nie zdecydował się jednak na podjęcie jakichkolwiek działań w tym segmencie finansów. Oznaczało to, że jedyną opcją wciąż pozostawała polityka pieniężna¹⁵.

Boom na Giełdzie Papierów Wartościowych w Nowym Jorku w latach 1928–1929 zaniepokoił władze Rezerwy Federalnej, które zamierzały wyhamować spekulacyjną koniunkturę, podwyższając stopę dyskontową, zarazem jednak nie były skłonne do podniesienia stopy dyskontowej, ponieważ oznaczałoby to wzrost oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw i osób fizycznych o uzasadnionych potrzebach kredytowych. Do tego doszły jeszcze konflikty między zakupami na otwartym rynku dokonywanymi przez Bank Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku a polityką stopy dyskontowej kształtowaną przez waszyngtońską Radę Rezerwy Federalnej. Dysonans ten w praktyce polegał na tym, że o ile zakupy na otwartym rynku automatycznie prowadziły do zwiększenia rezerw w systemie bankowym, które następnie banki wykorzystywały w pierwszej kolejności do finansowania spekulacyjnych zakupów papierów wartościowych, o tyle wysokie oprocentowanie pożyczek banku centralnego udzielanych członkowskim bankom handlowym oraz istniejąca arbitralność w ich przyznawaniu zniechęcały je do korzystania z tego źródła pozyskiwania kapitałów. Oprócz tego niebagatelna zaleta zakupów na otwartym rynku wiązała się z tym, że automatycznie zmniejszały one koszty pożyczek na rynku międzybankowym, co bezpośrednio przekładało się na cenę kredytu w gospodarce (jest to tzw. wymuszony efekt operacji otwartego rynku). Pożyczki dyskontowe banku centralnego były natomiast udzielane poszczególnym instytucjom depozytowym przeżywającym akurat kryzys niewypłacalności, więc nawet po otrzymaniu dodatkowej płynności i tak nie były one skłonne, przynajmniej przez pewien czas, do zwiększenia akcji kredytowej. Występująca rozbieżność w polityce pie-

¹⁵ Por. Kaźmierczak A., *Polityka pieniężna w gospodarce otwartej*. Warszawa: Wydaw. Naukowe PWN, 2008, s. 157; Michalek K., *Amerykańskie stulecie. Historia Stanów Zjednoczonych Ameryki 1900–2001*. Warszawa: Mada, 2004, s. 157–159; Brown Tindall G., Shi D. E., dz. cyt., s. 1018–1019.

nieżnej Rezerwy Federalnej przyczyniła się nie tylko do przedłużenia narastającego kryzysu, który w przeciwnym wypadku mógłby stać się zwykłą recesją, lecz także w rezultacie doprowadziła do istotnych zmian w organizacji Systemu Rezerwy Federalnej. Podkreślić w tym miejscu bowiem trzeba, że walka ze spekulacyjnym balonem przekształciła się w walkę o władzę wewnątrz Systemu Rezerwy Federalnej. Pierwszym krokiem na drodze przyznania większych prerogatyw waszyngtońskiemu Zarządowi było zahamowanie aktywności nowojorskiego Banku Rezerwy Federalnej. Nic zatem dziwnego, że w sporze o najbardziej adekwatny instrument polityki pieniężnej przeważało stanowisko Rady, która w sierpniu 1929 r., na przekór zaleceniom prezesa nowojorskiego FED, podjęła decyzję o nieudzielaniu pożyczek członkowskim bankom handlowym zorientowanym w swojej działalności głównie na finansowanie zakupów akcji oraz podniosła stopę dyskontową o zaledwie 1 punkt procentowy, z 5 do 6%. Tym samym przyspieszyła jedynie krach na giełdzie i popchnięcie gospodarki w odmetę recesji, nazwanej później wielką depresją¹⁶.

Załamanie na rynku kapitałowym w ciągu roku przekształciło się w największy kryzys deflacyjny w historii gospodarki kapitalistycznej. Pogłębiający się w latach 1929–1933 spadek cen akcji oraz wzrost niepewności w sektorze bankowym, związany z niestabilnymi warunkami ekonomicznymi, spowodowały 25% spadek cen, zmniejszenie wolumenu udzielanych kredytów konsumpcyjnych o połowę, a wydatków inwestycyjnych o 90% i olbrzymie bezrobocie, przekraczające 25% osób w wieku produkcyjnym. Co gorsza, upadłość ponad 12 tys. banków spośród 30 tys. działających przed krachem giełdowym nie tylko przyczyniła się do olbrzymiej pauperyzacji społecznej, w szczególności drobnych ciulaczy, którzy często potracili oszczędności całego życia, lecz także pogłębiła i przedłużyła kryzys, ponieważ małe i średnie przedsiębiorstwa mogły się rozwijać tylko dzięki kredytom bankowym. Tymczasem przeżywające kryzys niewypłacalności i zagrożone upadłością banki i inne instytucje finansowe nie chciały udzielać kredytów¹⁷.

W tym czasie System Rezerwy Federalnej próbował zwiększyć podaż pieniądza po krachu z 1929 r., dokonując między innymi wielkich zakupów na otwartym rynku i udzielając wielu pożyczek bankom¹⁸. Wkrótce jednak (latem 1930 r.) bank centralny zaniechał prowadzenia operacji otwartego rynku, a skupił się jedynie na prowadzeniu polityki dyskontowej. W praktyce było to tożsame z pozbawieniem sektora bankowości handlowej swobodnego dostępu do źródeł finansowania na rynku międzybankowym w sytuacji zwiększonego odpływu gotówki z banków. Z drugiej strony strach instytucji depozytowych

¹⁶ Por. Mishkin F. S., dz. cyt., s. 602; Friedman M., Schwartz A. J., *A Monetary History of the United States 1867–1960*. Princeton: Princeton University Press, 1963, s. 334.

¹⁷ Por. Mishkin F. S., dz. cyt., s. 281, 703; Michalek K., dz. cyt., s. 144, 165.

¹⁸ Por. Kamerschen D. R., McKenzie R. B., Nardinelli C., *Ekonomia*. Gdańsk: Fundacja Gospodarcza NSZZ „Solidarność”, 1993, s. 329; Friedman M., Schwartz A. J., dz. cyt., s. 335–349; Kaźmierczak, dz. cyt., s. 157.

przed masowymi żądaniem wypłaty środków zgromadzonych na rachunkach bankowych i bankructwami pożyczkobiorców powodował, że gromadziły one nadwyżki rezerw w stopniu nieznanym ani przed, ani po dekadzie lat 30. XX wieku. Oznaczało to zarazem, że instytucje pośrednictwa finansowego nie przeznaczają pożyczek z banku centralnego na udzielanie kredytów, lecz na powiększenie kapitału akcyjnego, rezerwowego i zapasowego¹⁹. Daje to odpowiedź na pytanie, jak to się stało, że podaż pieniądza znajdującego się w obiegu w rzeczywistości spadła o około 30%, mimo że FED w ciągu trzech lat, tj. od marca 1930 r. do marca 1933 r., zwiększył bazę monetarną aż o około 20%²⁰? Z tego względu z pewnej perspektywy czasu wydaje się, że podstawowym błędem polityki pieniężnej Rezerwy Federalnej było niehonorowanie papierów wartościowych upadłych bądź fikcyjnych spółek giełdowych. Ich dyskontowanie według wartości nominalnej lub z potrąceniem pewnej sumy mogłoby przeciwdziałać zjawisku tzw. deflacji długu i relatywnie szybko uzdrowić narodowy rynek finansowy. Zamiast tego interwencjonizm państwowy tzw. nowego ładu, mimo że chwilowo pomógł złagodzić problem bezrobocia, w istocie spowodował zniekształcenie mechanizmów wolnorynkowych i niewłaściwą alokację zasobów. W rezultacie główne problemy amerykańskiego systemu gospodarczego, tzn. wysokie bezrobocie, kryzys nadprodukcji i niezwykle niskie ceny produktów rolnych pomogła rozwiązać dopiero druga wojna światowa²¹.

4. Przyczyny obecnego kryzysu finansowego

Powstanie Międzynarodowego Funduszu Walutowego (International Monetary Fund, IMF) i Banku Światowego (World Bank) przez ponad 50 lat skutecznie przeciwdziało pojawieniu się kryzysu finansowego na miarę lat 30. i łagodziło okresowo występujące regionalne cykle koniunkturalne. Zauważyć przy tym należy, że największe znaczenie miały w tym względzie pożyczki Międzynarodowego Funduszu Walutowego dla państw członkowskich służące ustabilizowaniu i zabezpieczeniu kursu waluty narodowej, a przede wszystkim zagwarantowaniu jej pełnej wymienialności. To sprzyjało zaś podtrzymaniu handlu międzynarodowego, który odgrywa główną rolę w podtrzymywaniu aktywności gospodarczej. Jednak kryzys azjatycki w 1997 r. i rosyjski w roku następnym pokazały, że instytucje systemu z Bretton Woods nie są w stanie zagwarantować stabilności światowej gospodarki, a zwłaszcza rynków finansowych. Tajlandia, tradycyjny sojusznik polityczny Stanów Zjednoczonych w Azji Południowo-

¹⁹ Por. Mishkin F. S., dz. cyt., s. 604–605; Galbraith J. K., *Ekonomia...*, s. 216–217; Rothbard M. N., dz. cyt., s. 267.

²⁰ Por. Hubbard R. G., *Money, the Financial System, and the Economy*. New York: Addison – Wesley, 1997, s. 451.

²¹ Por. Michalek K., dz. cyt., s. 158–159, 180; Trescott P., dz. cyt., s. 746–748; Rothbard M. N., dz. cyt., s. 268–269.

Wschodniej, pierwsza otrzymała pożyczkę od IMF (w zamian za co musiała przyjąć plan ratunkowy opracowany przez waszyngtońskich technokratów) i pozostała państwem, które najdłużej borykało się ze skutkami załamania gospodarczego. Z kolei Malezja, inny „tygrys azjatycki”, nie skorzystała z pożyczki od tej instytucji i własnymi siłami uzdrowiła gospodarkę narodową, co przelożyło się na relatywnie szybkie wyjście z kryzysu. Podobnie Chiny i Indie, które również doświadczyły skutków kryzysu, samodzielnie wkroczyły na ścieżkę długotrwałego wzrostu²². Zupełnie inna była jednak sytuacja w Rosji. Ponieważ Kremlowi wydawało się, że Rosja jest „zbyt nuklearna, aby upaść”, ekipa Borysa Jelcyna spodziewała się, że bez wielkich wysiłków otrzyma pożyczkę od międzynarodowych instytucji finansowych. Jednak w czerwcu 1998 r. Fundusz odmówił zasilenia gospodarki tego kraju miliardami dolarów, motywując to m.in. potężną korupcją w aparacie administracyjnym, która uniemożliwiłaby właściwą alokację tych środków. Skutkiem tego doszło do przesilenia politycznego i objęcia władzy przez Władimira Putina, co oznaczało koniec zainicjowanych dzieś lat wcześniej reform demokratycznych²³.

Nic zatem dziwnego, że po ataku terrorystycznym 11 września 2001 r. na wieżę Światowej Organizacji Handlu w Nowym Jorku świat oczekiwał decyzji nie od Michela Camdessus, dyrektora Międzynarodowego Funduszu Walutowego, lecz od Alana Greenspana, prezesa amerykańskiego Systemu Rezerwy Federalnej. Tymczasem w Stanach Zjednoczonych rozpoczynał się największy kryzys od prawie 20 lat nieustannego wzrostu, wywołany gwałtownym spadkiem indeksów giełdowych spółek informatycznych i telekomunikacyjnych. Sytuacja na rynku kapitałowym systematycznie pogarszała się przez cały rok 2002, a rytm tego zjawiska wyznaczały kolejne upadłości firm, które w okresie boomu stosowały tak zwaną twórczą księgowość. Przy okazji wychodziła na jaw skala zarobków członków organów zarządzających tych firm oraz fikcyjność kontroli sprawowana przez władze statutowe. Na początku roku 2002 Ameryką wstrząsnął skandal teksańskiej firmy Enron, w czerwcu – jeszcze większy WorldComu. W takiej sytuacji, aby przywrócić wzrost gospodarczy, amerykański bank centralny przez blisko trzy lata, od września 2001 r. do lipca 2004 r., systematycznie obniżał stopy procentowe (do poziomu zaledwie 1% w 2003 r.), co pod koniec 2003 r. doprowadziło do dynamicznego wzrostu rynku nieruchomości²⁴.

Łatwa dostępność kredytu i optymizm sprzyjały przedsięwzięciom inwestycyjnym przedsiębiorstw, a zatem również oczekiwaniom co do generowania wyższych zysków w niedalekiej przyszłości. Dzięki temu rosło zainteresowanie nabywaniem papierów wartościowych emitowanych przez przedsiębiorstwa, co

²² Por. Kolodko G. W., *Moja globalizacja, czyli dookoła świata i z powrotem*. Toruń: TNOiK „Dom Organizatora”, 2001, s. 79–82; Barczyk R. i in., *Nowe oblicza cyklu koniunkturalnego*. Warszawa: Polskie Wydaw. Ekonomiczne, 2006, s. 34–46.

²³ Por. Kolodko G. W., dz. cyt., s. 68–74; Morawski W., dz. cyt., s. 108–110.

²⁴ Por. Morawski W., dz. cyt., s. 117–118.

w rezultacie prowadziło do wzrostu rynkowych cen tych walorów. Typowo inwestycyjny charakter rynku papierów wartościowych w Stanach Zjednoczonych sprawia natomiast, że wzrost cen na tym rynku rozbudza tendencje spekulacyjne inwestorów, którzy popadają w gorączkę zakupów w następstwie wysokich i rosnących stóp zwrotu w niedalekiej przyszłości, co w konsekwencji jeszcze z większą dynamiką podwyższa ceny papierów wartościowych na rynku. Ponadto do cyklu spekulacyjnego na rynku nieruchomości oraz na rynku papierów wartościowych włączyły się również różnego rodzaju instytucje pośrednictwa finansowego, w szczególności konglomeraty finansowe i duże banki, które walczyły między sobą o utrzymanie bądź powiększenie udziału w rynku kredytowym. Istniejąca od 2003 r. gorączka zakupu nieruchomości stymulowana niskimi stopami procentowymi oraz łatwą dostępnością kredytu przyczyniła się do powstania w ramach rynku kredytów hipotecznych tzw. subryнку. Kredytodawcami w tym segmencie były z jednej strony banki, z drugiej strony inne, w części nowo powstałe instytucje finansowe niepodlegające nadzorowi Systemu Rezerwy Federalnej. W tym miejscu należy wspomnieć przede wszystkim o tzw. funduszach hedgingowych, które stały się w tym czasie de facto ubezpieczycielami instytucji kredytowych. Tym niemniej praktyka udzielania kredytów osobom bez dochodów, bez zatrudnienia i bez majątku, tzw. *ninja loans* (ninja – ang. *no income, no job, no assets*), przyczyniła się do dodatkowego wzrostu cen nieruchomości, gdyż te grupy społeczne zgłosiły aktywny popyt na domy²⁵.

Środki przyznane osobom niekwalifikującym się wcześniej do otrzymania kredytu podtrzymywały jednak spekulację na rynku nieruchomości i powodowały dalszy wzrost cen domów mieszkalnych, a także papierów wartościowych emitowanych przez przedsiębiorstwa z branży budowlanej i banki hipoteczne. W takich warunkach zarabianie pieniędzy nigdy nie wydawało się łatwiejsze, a ponieważ gorączka spekulacyjna nie pozwalała na normalne, racjonalne zachowania inwestycyjne, zarówno na rynku nieruchomości, jak i na rynku papierów wartościowych, tworzyła się „bańka”, a tym samym rosło też ryzyko jej ewentualnego pęknięcia, zwłaszcza że każdy, nawet najbardziej dynamiczny wzrost, tym razem na rynku nieruchomości, musi się kiedyś skończyć.

Załamaniem nastąpiło 6 sierpnia 2007 r., kiedy American Home Mortgage, jedna z największych amerykańskich agencji kredytów hipotecznych, złożyła wniosek o upadłość, zwolniwszy większość pracowników. W rzeczywistości jednak pierwsze oznaki słabnącej koniunktury na rynku nieruchomości i kredytów hipotecznych pojawiły się pod koniec 2005 r., a przyczynił się do tego wzrost stopy oprocentowania pożyczek udzielanych przez instytucje finansowe na rynku międzybankowym. Mimo to dynamiczny spadek cen domów i mieszkań w Stanach Zjednoczonych w 2006 r., choć rodził pewne obawy co do moż-

²⁵ Por. Nawrot W., *Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*. Warszawa: Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, 2009, s. 42–44, 55; Soros G., *Nowy paradygmat rynków finansowych. Kryzys kredytowy 2008 i co to oznacza*. Warszawa: MT Biznes, 2008, s. 15–23.

liwości załamania się rynku, nadal przez większość jego instytucjonalnych uczestników traktowany był jako „korekta” w jego trendzie wzrostowym. Dopiero wydarzenia z lutego 2007 r. ograniczyły wciąż dominujący optymizm. Bezpośrednią tego przyczyną było ogłoszenie przez trzeci co do wielkości w świecie bank HBSC niższych od oczekiwanych wyników finansowych i wzrostu kredytów zagrożonych, zwłaszcza w segmencie *subprime*. Po ogłoszeniu tych wyników ceny akcji tego banku spadły o 25%, co w rezultacie pociągnęło za sobą spadek walorów innych instytucji finansowych. W rzeczywistości to właśnie problemy w segmencie kredytów *subprime* doprowadziły do pęknięcia „bańki nieruchomościowej” i obecnego światowego kryzysu finansowego²⁶.

5. Konkluzja

Pewien student ekonomii na egzaminie z polityki gospodarczej usłyszał pytanie: „W jaki sposób Pana zdaniem skończy się ten kryzys?”. Odpowiedział, że owszem, zna odpowiedź, tylko – podobnie jak na poprzednie pytania – zapomniał. Szkoda, bo z pewnością otrzymałby nie tylko bardzo dobrą ocenę z egzaminu, lecz także zostałby polskim kandydatem w dziedzinie ekonomii do Nagrody Nobla. Abstrahując wszelako od konstruowania możliwych wariantów rozwoju współczesnego kryzysu, które z zasady i tak bardzo rzadko okazują się trafne, należy skonstatować, że upadek tak wielu instytucji pośrednictwa finansowego w Stanach Zjednoczonych i w Unii Europejskiej oraz niewypłacalność tylu funduszy inwestycyjnych, ubezpieczeniowych oraz emerytalnych z pewnością negatywnie odbije się na kondycji światowej gospodarki²⁷. Zjawisko to stanowi również przyczynek do rozważań na temat reform instytucjonalnych i funkcjonalnych międzynarodowych instytucji finansowych. Pocięszające jest jednak to, że w przeciwieństwie do wydarzeń wielkiego kryzysu lat 30. banki centralne i rządy najbogatszych państw świata bez wahania zastosowały ekspansywną politykę pieniężną i aktywną politykę fiskalną mającą na celu ustabilizowanie rynków finansowych. W tym miejscu należy zauważyć, że interwencjonizm państwowy jest szczególnie uzasadniony właśnie podczas kryzysu, a polityka fiskalna może odgrywać bardzo ważną rolę w walce z załamaniem cyklu koniunkturalnego, gdyż poprzez zmianę struktury wydatków i stymulowanie przedsięwzięć inwestycyjnych może doprowadzić do ożywienia gospodarczego. Przede wszystkim jednak polityka budżetowa, w przeciwieństwie do polityki pieniężnej, może zapobiec upadłości dużych zakładów pracy zatrudniających wiele tysięcy osób, czy to poprzez dokapitalizowanie przedsiębiorstw niewypłacalnych bądź zagrożonych niewypłacalnością, czy to poprzez ich faktyczną nacjonalizację. Utrzymanie bowiem wysokiej stopy zatrudnienia powinno być

²⁶ Por. Nawrot W., dz. cyt., s. 25–40; Soros G., dz. cyt., s. 13–15.

²⁷ Por. tamże, s. 83–122.

najważniejszym i pierwszoplanowym celem państwa²⁸. W tym względzie Polska powinna korzystać z doświadczeń bogatych krajów, a zwłaszcza niemieckiego sąsiada.

Jak wynika bowiem z wcześniejszych rozważań, kryzysy finansowe i wahania poziomu aktywności gospodarczej są immanentną cechą gospodarki kapitalistycznej, obecny kryzys zatem z pewnością nie będzie ostatni. Głównym założeniem w tym artykule było zwrócenie uwagi na to, że depresje gospodarcze w Stanach Zjednoczonych i powodujące je bądź wynikające z nich kryzysy finansowe są immanentnie związane z rozwojem gospodarczym. W aspekcie długookresowym wywierają także często pozytywny wpływ na dalszy rozwój społeczno-ekonomiczny, gdyż kongres i administracja federalna stabilizują te negatywne zjawiska poprzez powoływanie różnych instytucji publicznych mających na celu zagwarantowanie stabilności rynkom finansowym. Co ciekawe, dopiero po ich ustanowieniu tworzono w Stanach Zjednoczonych systemy ochrony zdrowia i zabezpieczenia społecznego. Dlatego też, być może, obecny globalny kryzys stanie się katalizatorem powstania nowej architektury światowego systemu finansowego, który w większym stopniu niż obecnie uwzględni też słuszne postulaty państw Drugiego i Trzeciego Świata.

Stany Zjednoczone, najbogatsze państwo świata o najbardziej wolnorynkowej i zaawansowanej technologicznie gospodarce, w której nie istnieją praktycznie państwowe podmioty gospodarcze, bez wahania udzieliło wsparcia własnym przedsiębiorstwom, zwłaszcza przemysłowi bankowemu i samochodowemu, bez względu na to, że pomoc publiczna faworyzuje słabszych uczestników rynku. Z kolei Rezerwa Federalna aktywnie wspiera sektor bankowości inwestycyjnej, przyjmując do redyskonta bezwartościowe papiery wartościowe upadłych przedsiębiorstw. Taka polityka prawdopodobnie zapobiegła zupełnemu zanikowi bankowości inwestycyjnej w tym kraju, a dopowiedzieć trzeba, że banki inwestycyjne są o wiele większe od tradycyjnych banków handlowych, jakie istnieją w większości krajów świata. Co więcej, w przypadku nieskuteczności działań Rezerwy Federalnej administracja republikańska i demokratyczna nie obawiają się przejmować odpowiedzialności za zobowiązania nie tylko pojedynczych spółek bankowych, lecz także koncernów i konglomeratów finansowych. A skoro działania te nie ograniczają się tylko do jednego państwa, lecz są charakterystyczne dla państw najbardziej rozwiniętych, dlaczego Polska nie może pójść w ich ślady?

²⁸ Por. Kamerschen D. R., McKenzie R. B., Nardinelli C., dz. cyt., s. 211.

Literatura

- Barczyk R. i in., *Nowe oblicza cyklu koniunkturalnego*. Warszawa: Polskie Wydaw. Ekonomiczne, 2006. ISBN 83-208-1654-8.
- Bodenhorn H., Antebellum Banking in the United States. W: *EH.net* [Dostęp 27.07.2009]. Dostępny w World Wide Web: <http://eh.net/encyclopedia/article/bodenhorn.banking.antebellum>;
- Brown Tindall G., Shi D. E., *Historia Stanów Zjednoczonych*. Poznań: Zysk i S-ka Wydawnictwo, 2002. ISBN 83-7150-709-7.
- Cowen D., The First Bank of the United States. 2001. W: *EH.net* [Dostęp 27.07.2009]. Dostępny w World Wide Web: http://eh.net/encyclopedia/article/cowen.banking.first_bank.us.
- Deane M., Pringle R., *The Central Banks*. New York: Viking, 1995. ISBN 0-670-84823-9.
- Friedman M., Schwartz A. J., *A Monetary History of the United States 1867–1960*. Princeton: Princeton University Press, 1963.
- Galbraith J. K., *Ekonomia w perspektywie. Krytyka historyczna*. Warszawa: Państwowe Wydaw. Ekonomiczne, 1992. ISBN 83-208-0847-2.
- Galbraith J. K., *Pieniądz. Pochodzenie i losy*. Warszawa: Państwowe Wydaw. Ekonomiczne, 1982. ISBN 83-208-269-5.
- Grossman R. S., US Banking History, Civil War to World War II. W: *EH.net* [Dostęp 27.07.2009]. Dostępny w World Wide Web: <http://eh.net/encyclopedia/article/grossman.banking.history.us.civil.war.wyii>.
- Hubbard R. G., *Money, the Financial System, and the Economy*. New York: Addison – Wesley, 1997. ISBN 83-208-0847-2; 0-201-84759-0.
- Kamerschen D. R., McKenzie R. B., Nardinelli C., *Ekonomia*. Gdańsk: Fundacja Gospodarcza NSZZ „Solidarność”, 1993. ISBN 83-00-03545-1.
- Kaźmierczak A., *Polityka pieniężna w gospodarce otwartej*. Warszawa: Wydaw. Naukowe PWN, 2008. ISBN 978-83-01-15496-7.
- Kokoszcyński R., *Współczesna polityka pieniężna w Polsce*. Warszawa: Polskie Wydaw. Ekonomiczne, 2004. ISBN 83-208-1498-7.
- Kołodko G. W., *Moja globalizacja, czyli dookoła świata i z powrotem*. Toruń: TNOiK „Dom Organizatora”, 2001. ISBN 83-7285-027-5.
- Michalek K., *Amerykańskie stulecie. Historia Stanów Zjednoczonych Ameryki 1900–2001*. Warszawa: Mada, 2004. ISBN 83-89624-04-4.
- Mishkin F. S., *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*. Warszawa: Wydaw. Naukowe PWN, 2002. ISBN 83-01-13597-2.
- Morawski W., *Historia finansów współczesnego świata od 1900 roku*. Warszawa: Difin, 2008. ISBN 978-83-7251-932-0.
- Nawrot W., *Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*. Warszawa: Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, 2009. ISBN 978-83-7556-136-4.
- Rothbard M. N., *Tajniki bankowości. Podręcznik akademicki*. Warszawa: Fijorr Publishing Company, 2007. ISBN 83-89812-25-8.
- Samuelson P. A., Nordhaus W. D., *Ekonomia*. Warszawa: Wydaw. Naukowe PWN, 2007, t. 2. ISBN 978-83-01-15120-1.
- Solarz J. K., *Rozwój systemów bankowych*. Warszawa: Zarządzanie i Finanse, 1996. ISBN 978-83-61040-60-6.

Trescott P., Central Banking. W: Porter G. (red.), *Encyclopedia of American Economic History. Studies of the Principal Movements and Ideas*. New York: Charles Scribner's Sons, 1980, Vol. 2. ISBN 0-684-16511-2.

Soros G., *Nowy paradygmat rynków finansowych. Kryzys kredytowy 2008 i co to oznacza*. Warszawa: MT Biznes, 2008. ISBN 978-83-61040-60-6.

**RYZIKO WALUTOWE
W WARUNKACH ŚWIATOWEGO KRYZYSU FINANSOWEGO**

Michał Buszko

Abstrakt: Ryzyko walutowe jest jednym z kluczowych rodzajów ryzyka działalności finansowej. W praktyce obejmuje ono kilka różnych kategorii związanych z operacjami walutowymi, przy czym najczęściej utożsamiane jest z ryzykiem nieoczekiwanej zmiany kursów walutowych. W warunkach kryzysu finansowego lat 2007–2009 ryzyko wymiany walutowej silnie wzrosło, co przejawiało się zwiększeniem dziennej zmienności kursów walut światowych, wzrostem marż kursowych, a także odwróceniem wieloletnich trendów wyceny walut. W szczególności wzrost ryzyka walutowego odczuwany był w krajach rozwijających się, także w Polsce. Objawił się on m.in. szybkim umocnieniem polskiej waluty w początkowej fazie kryzysu światowego, a następnie nienotowanym wcześniej w historii gwałtownym spadkiem jej wartości. Zjawisko to doprowadziło do istotnego zwiększenia ryzyka prowadzenia działalności przez banki, fundusze inwestycyjne czy przedsiębiorstwa sfery realnej, zmieniło strukturę tworzenia produktu krajowego brutto, a także spowodowało wielomilionowe straty finansowe wśród eksporterów stosujących hedging walutowy oparty na strategiach opcyjnych.

Słowa kluczowe: kryzys finansowy, kurs walutowy, pozycje walutowe, ryzyko walutowe, zmienność kursu walutowego.

1. Wprowadzenie

Ryzyko jest nieodłącznym elementem każdego aspektu życia człowieka i towarzyszy działalności praktycznie wszystkich podmiotów gospodarczych. Wiąże się z koniecznością gospodarowania zasobami materialnymi i niematerialnymi oraz podejmowaniem decyzji dotyczących przyszłości, w niepewnych i zmienia-

jących się warunkach rynkowych, społecznych, prawnych, politycznych czy też klimatycznych. Zmiany zachodzące w otoczeniu oraz wewnątrz podmiotów gospodarczych, przy jednoczesnym braku możliwości dokładnego przewidzenia przyszłości, powodują, że działania podejmowane przez te podmioty nie zawsze przynoszą zamierzone efekty oraz wpływają na pojawienie się odchyleń między rzeczywistością osiąganymi wynikami a wynikami oczekiwanymi. W praktyce ryzyko może być rozpatrywane w dwóch znaczeniach, tzn. negatywnym lub neutralnym¹. W znaczeniu negatywnym utożsamiane jest z osiągnięciem gorszego wyniku od oczekiwanego w momencie podejmowania decyzji gospodarczej. W znaczeniu neutralnym oznacza natomiast osiągnięcie wyniku innego (lepszego lub gorszego) niż oczekiwany.

Procesy deregulacji, liberalizacji handlu oraz globalizacji w ostatnich trzydziestu latach wpłynęły niewątpliwie na zmienność warunków prowadzenia działalności gospodarczej, a tym samym na wzrost ryzyka. Upadek systemu walutowego z Bretton Woods, stosowanie coraz bardziej złożonych instrumentów i technik finansowych, zawirowania polityczne, chęć osiągania coraz większych zysków spekulacyjnych doprowadziły w szczególności do zwiększenia ryzyka działalności finansowej. Jednocześnie wraz z tym zjawiskiem narodziły się koncepcje i systemy zarządzania różnymi rodzajami ryzyka, w tym stóp procentowych, ryzyka walutowego, zmiany cen akcji i towarów.

Jednym z kluczowych rodzajów ryzyka, które wpływa na działalność instytucji finansowych, przedsiębiorstw, a także konsumentów, jest z pewnością ryzyko walutowe. Wynika ono z wymiany walut obcych, dla których stosowane są płynne kursy wymiany, niemożliwe do dokładnego przewidzenia w przyszłości. Wpływa na konkurencyjność gospodarek, poziom eksportu i importu, a tym samym na tempo wzrostu PKB, a także kształtuje działalność depozytowo-kredytową oraz wyniki instytucji finansowych. Ryzyko walutowe jest czynnikiem cenotwórczym w przypadku wielu rodzajów surowców, energii, produktów rolnych oraz metali szlachetnych. Wywiera wpływ również na możliwość zadłużania się na rynkach międzynarodowych oraz kształtuje cenę pieniądza na rynkach krajowych. Jego oddziaływanie widoczne jest również na rynku akcji, obligacji oraz instrumentów pochodnych.

Celem niniejszego opracowania jest ukazanie istoty i charakterystyki ryzyka walutowego ze szczególnym uwzględnieniem wymiany złotego polskiego oraz euro na waluty obce w warunkach kryzysu finansowego lat 2007–2009. Przedstawiono w nim analizę zmienności kursów walutowych, czynniki kształtujące ryzyko walutowe na rynku polskim i światowym, a także współczesne trendy wymiany walutowej.

¹ Jajuga K. (red.), *Zarządzanie ryzykiem*. Warszawa: Wydaw. Naukowe PWN, 2007, s. 13.

2. Istota ryzyka walutowego

Ryzyko walutowe jest jednym z rodzajów finansowego ryzyka rynkowego². Pod pojęciem ryzyka rynkowego rozumie się wywołującą pozytywne lub negatywne konsekwencje ekonomiczne zmianę cen produktów lub instrumentów na rynkach finansowych bądź powiązanych z nimi rynkach niefinansowych. W praktyce ryzyko rynkowe dzieli się na: walutowe, stóp procentowych, zmiany cen towarów, zmiany cen nieruchomości, zmiany cen papierów wartościowych (akcji, obligacji, praw poboru, praw pierwszeństwa, certyfikatów inwestycyjnych, wartości jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych) i zmiany cen instrumentów pochodnych. Koncentrując się ryzyku walutowym, w najprostszym ujęciu można zdefiniować je jako zmianę kursu walutowego powodującą wystąpienie zysków lub strat w podmiotach posiadających aktywa lub pasywa denominowane w walutach obcych. W nieco szerszym ujęciu może być ono rozumiane jako zmiana wyników oraz wartości rynkowej instytucji finansowych spowodowana fluktuacją kursów walut³.

Ryzyko walutowe dotyczy przede wszystkim transakcji walutowych zawieranych w walutach, dla których obowiązuje płynny kurs walutowy, kurs płynny kontrolowany lub kurs płynny w paśmie wahań. W przypadku kursów stałych, sztywnych lub pełzających ryzyko walutowe występuje w ograniczonym zakresie i dotyczy aspektów innych niż sama zmiana kursu.

3. Ryzyko a pozycje walutowe

W praktyce ryzyko walutowe pojawia się w sytuacji, gdy podmiot gospodarczy lub osoba fizyczna prowadzi rozliczenia, posiada aktywa lub pasywa bądź zawiera kontrakty o odroczonej terminie płatności w walucie obcej. Jeśli wartość aktywów (należności) denominowanych w walucie obcej jest wyższa niż wartość pasywów w tej samej walucie, to podmiot będzie posiadał długą pozycję walutową. W przypadku nadwyżki pasywów nad aktywami będzie on utrzymywał pozycję krótką. Pozycja długa występuje w sposób naturalny u eksporterów lub podmiotów nabywających aktywa materialne lub niematerialne za granicą (np. zagraniczne fundusze inwestycyjne). Pozycję tę przyjmują również osoby otrzymujące wpływy w walutach obcych z tytułu wynagrodzenia np. za pracę. Krótką pozycję w sposób naturalny tworzą importerzy, a także osoby zaciągające kredyty denominowane w walutach obcych. Otwarcie pozycji walutowej długiej lub krótkiej oznacza w praktyce wystawienie podmiotu na ryzyko zmiany

² Ryzyko finansowe dzieli się na: ryzyko rynkowe, kredytowe, operacyjne, płynności, prawne, biznesowe, wydarzeń. Zob. szerzej: Jajuga K., dz. cyt., s. 18–25.

³ Kidwell D. S. i in., *Financial institutions, markets and money*. New York: John Wiley & Sons, 2008, s. 27.

kursu walut. W warunkach wzrostu kursu waluty obcej pozycja długa będzie generowała zyski, a pozycja krótka – straty. Sytuacja ta będzie zatem korzystna dla podmiotów inwestujących w walutę obcą lub utrzymujących składniki majątkowe wyceniane w tej walucie. W przypadku spadku kursu waluty obcej pozycja długa będzie przynosiła stratę, a krótka zysk. Oznacza to, że w powyższych warunkach korzyści będą osiągał importerzy oraz osoby zadłużające się w walutach obcych.

Na rynkach międzynarodowych wśród instytucji finansowych, oprócz długiej i krótkiej pozycji, zachodzi konieczność dodatkowego ustalenia pozycji globalnej, maksymalnej oraz całkowitej. Pozycje te muszą być kalkulowane ze względu na rozliczanie i jednoczesne utrzymywanie przez banki, towarzystwa ubezpieczeniowe czy fundusze inwestycyjne aktywów i pasywów w wielu różnych walutach, a także ze względu na konieczność zarządzania ryzykiem walutowym. Globalna pozycja walutowa to suma wartości długich i krótkich pozycji w walutach obcych po przeliczeniu na walutę krajową. W praktyce oznacza ona wartość kapitału wyrażonego w walucie krajowej wystawioną na ryzyko zmiany kursów walutowych, pozwalającą na ustalenie skali oraz kierunku oddziaływania tego ryzyka⁴. Pozycja maksymalna oznacza z kolei sumę wartości bezwzględnych pozycji długich i krótkich po przeliczeniu na walutę krajową. Pozycja ta wskazuje maksymalną wartość kapitału wystawionego na ryzyko kursu walutowego bez względu na kierunek oddziaływania tego ryzyka. W odróżnieniu od pozycji globalnej nie uwzględnia się tu wzajemnego znoszenia ryzyka pozycji długich i krótkich. Pozycja całkowita to suma długich lub krótkich pozycji walutowych po przeliczeniu na walutę krajową w zależności od tego, która z tych sum jest większa co do wartości bezwzględnej. Pozycja ta wskazuje maksymalną wartość kapitału wystawionego na ryzyko walutowe po stronie aktywów lub pasywów. Ponieważ pozycja globalna, maksymalna i całkowita ustalane są na bazie wielu różnych walut, to wartość kapitału wystawionego na ryzyko ustala się zawsze poprzez wyrażenie poszczególnych częściowych długich i krótkich pozycji w walucie krajowej.

4. Rodzaje ryzyka walutowego

Ryzyko walutowe utożsamiane jest zazwyczaj z ryzykiem zmiany kursu walutowego. W praktyce prowadzenie rozliczeń, zawieranie kontraktów lub posiadanie aktywów bądź pasywów denominowanych w walutach obcych będzie generowało wiele dodatkowych ryzyk wpływających na zyski lub straty podmiotu gospodarczego. Z tego też powodu celowe wydaje się podzielenie ryzyka walutowego na kilka elementów, takich jak ryzyko:

⁴ Wartość pozycji długich oznacza się znakiem (+), wartość pozycji krótkich znakiem (-).

- kursowe,
- spreadu,
- płynności,
- zawieszenia wymiany,
- wycofania waluty,
- dewaluacji (w przypadku stałych kursów),
- inflacji (w przypadku stałych kursów).

Ryzyko kursowe powoduje zasadniczo zmianę wyceny w walucie krajowej wartości aktywów i pasywów denominowanych w walutach obcych, przekładającą się na zyski lub straty księgowe. Ryzyko spreadu dotyczy możliwości rozszerzenia różnicy między kursem sprzedaży (*offer*) i kursem skupu waluty (*bid*), powodującej zmianę opłacalności wymiany walutowej. Ryzyko płynności oznacza z kolei możliwość pojawienia się ograniczenia swobodnego nabycia lub odsprzedaży waluty na rynku bez znaczącej utraty jej wartości. Ryzyko to związane jest zwłaszcza z walutami o statusie lokalnym. Ryzyko zawieszenia wymiany wiąże się z pogorszeniem warunków ogólnogospodarczych lub politycznych prowadzących do urzędowego zawieszenia lub wprowadzenia ograniczeń wymiany danej waluty na inne. Działanie takie może być wprowadzone w celu stabilizacji wyceny waluty krajowej oraz przeciwdziałaniu importowi inflacji z zagranicy. Ryzyko wycofania waluty wiąże się z możliwością zastąpienia w danym kraju waluty lokalnej jedną z walut światowych. Sytuacja taka dzieje się w krajach znajdujących się w trudnej sytuacji gospodarczej i finansowej lub w krajach przystępujących do międzynarodowych obszarów walutowych, w tym strefy euro. W przypadku walut posiadających ustalony urzędowo stały bądź sztywny kurs walutowy możliwe jest wystąpienie dwóch dodatkowych rodzajów ryzyka. Pierwszym z nich jest ryzyko dewaluacji, tzn. urzędowego osłabienia waluty krajowej w stosunku do innych walut, powodujące utratę jej siły nabywczej na rynku międzynarodowym. Drugim jest ryzyko inflacji oznaczające utratę siły nabywczej przez inwestorów zagranicznych w kraju pochodzenia waluty.

5. Ryzyko walutowe w warunkach kryzysu finansowego

Ryzyko walutowe istotnie oddziałuje na światowe finanse już od około czterdziestu lat, tzn. od momentu upadku systemu sztywnych kursów walutowych utworzonego w Bretton Woods oraz upłynnienia kursu dolara i walut najbardziej rozwiniętych krajów świata⁵. W szczególności problem ryzyka walutowego

⁵ Zob. szerzej Lutkowski K., *Finanse międzynarodowe*. Warszawa: Wydaw. Naukowe PWN, 2007, s. 124; Bernaś B. (red.), *Finanse międzynarodowe*. Warszawa: Wydaw. Naukowe PWN, 2006,

uwidacznia się w okresach zawirowań i kryzysów w gospodarce światowej oraz międzynarodowych systemach finansowych. Najczęściej dochodzi wówczas do wycofywania kapitału z inwestycji o podwyższonym stopniu ryzyka (np. rynków akcji i obligacji krajów rozwijających się), koncentracji na bezpiecznym lokowaniu pieniędzy, ograniczaniu strategii spekulacyjnych, a także redukcji lewarowania inwestycji. Okresy kryzysu wiążą się również ze wzrostem zmienności kursów akcji i stóp procentowych, co przekłada się na zmianę popytu oraz podaży walut na rynku światowym. W efekcie dochodzi do wzrostu zmienności kursów walutowych, odwrócenia wieloletnich trendów cenowych, a także do nagłych skoków cen walut.

Ryzyko walutowe uwidoczniło się głównie w okresie ostatniego kryzysu finansowego na rynkach światowych, tzn. w latach 2007–2009⁶. Pierwszym przejawem intensywnych zmian na rynku walutowym obserwowanym do wiosny 2008 r. było silne osłabienie dolara amerykańskiego względem innych walut. W tym przypadku szybkie obniżanie stóp procentowych przez System Rezerwy Federalnej (Federal Reserve) widmo recesji w Stanach Zjednoczonych oraz pogarszająca się sytuacja na rynku kredytów *subprime* doprowadziły do odpływu kapitału z inwestycji dolarowych i w konsekwencji spowodowały osiągnięcie dwunastoletniego minimum wartości waluty amerykańskiej w stosunku do jena japońskiego oraz historycznego minimum w stosunku do euro i franka szwajcarskiego. Również bardzo niekorzystne perspektywy rozwoju gospodarki brytyjskiej przyczyniły się w tym samym czasie do osłabienia funta. Jednocześnie na rynku walutowym widoczne było umocnienie części walut krajów wysokorozwiniętych, nieobjętych bezpośrednio kryzysem *subprime*, a także walut pochodzących z rynków wschodzących, zwłaszcza tych szybko rozwijających się. Do walut zyskujących na wartości w tym okresie należy zaliczyć przede wszystkim: dolara singapurskiego, juana chińskiego, reala brazylijskiego, koronę norweską, koronę czeską, a także złote polskiego⁷.

W warunkach narastającego kryzysu doszło również do rozwiązywania transakcji spekulacyjnych *carry trade* realizowanych poprzez pożyczanie walut o niskim oprocentowaniu (JPY oraz CHF) oraz inwestowanie w waluty o podwyższonym oprocentowaniu (NZD, AUD). W wyniku ograniczenia tych strategii doszło do znaczącego umocnienia dwóch pierwszych walut i czasowego

s. 157; Taylor F., *Mastering foreign exchange & currency options*, Pitman Publishing. London: Pitman Publishing, 1997, s. 4–6.

⁶ Według Banku Rozrachunków Międzynarodowych BIS kryzys finansowy dzieli się na pięć faz: pierwsza – od połowy 2007 r. do marca 2008 r., druga – od marca 2008 r. do września 2008 r., trzecia – od września 2008 r. do listopada 2008 r., czwarta – od listopada 2008 r. do marca 2009 r., piąta – od marca 2009 r. do maja 2009 r. Zob. BIS Annual Report 2008/09. W: *Bank of International Settlements* [on-line]. [Dostęp 20.12.2009]. The global financial crisis. Dostępny w World Wide Web: <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2009e2.pdf>.

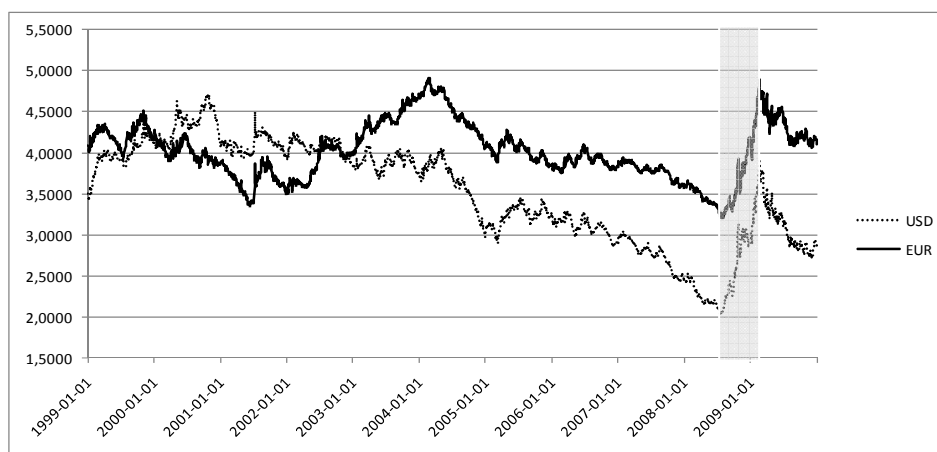
⁷ BIS 78th Annual Report. W: *Bank of International Settlements* [on-line]. [Dostęp 20.12.2009]. Dostępny w World Wide Web: <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2008e.htm>.

osłabienia dwóch ostatnich. Narastanie kryzysu światowego w kolejnych miesiącach spowodowało zwiększenie zainteresowania bezpiecznymi inwestycjami w Stanach Zjednoczonych (zwłaszcza obligacjami skarbowymi). Rynek amerykański w warunkach zawirowań finansowych nadal postrzegany był bowiem jako bardziej stabilny na tle innych krajów wysokorozwiniętych. Wobec informacji o zagrożeniu upadłością części dużych banków na świecie w okresie lipiec – październik 2008 r. dolar amerykański umocnił się w stosunku do euro o ok. 28% na skutek zwiększenia popytu na obligacje skarbu Stanów Zjednoczonych. Poprawa nastrojów na światowych rynkach finansowych oraz wdrożenie planów naprawczych w wielu instytucjach finansowych spowodowały w 2009 r. powrót do bardziej ryzykownych inwestycji, przekładający się na spadek wartości dolara amerykańskiego.

Oceniając wpływ światowego kryzysu finansowego na kurs polskiej waluty, należy podkreślić, że w jego początkowym okresie (do czerwca 2008 r.) polski złoty podlegał bardzo szybkiej aprecjacji. Zjawisko umacniania polskiego pieniądza obserwowano właściwie od wiosny 2004 r., ale w 2008 r. zaczął on osiągać rekordowo wysoką wartość⁸. Tendencja ta działała ściśle na korzyść importerów oraz istotnie ograniczała rentowność eksporterów. We wrześniu 2008 r., wraz z upadkiem banku inwestycyjnego Lehman Brothers oraz potwierdzeniem faktu pogrążenia całego światowego systemu finansowego w kryzysie, pojawiły się oznaki paniki, bardzo emocjonalnych zachowań inwestorów i wycofywania kapitału z rynków o podwyższonym poziomie ryzyka (*emerging markets*). W następstwie takiego zachowania inwestorów złoty polski zaczął gwałtownie tracić na wartości w stosunku do głównych walut światowych. Bardzo trudna sytuacja ekonomiczna na Węgrzech, w krajach nadbałtyckich oraz na Ukrainie, a także koszykowe podejście stosowane do inwestycji w krajach Europy Środkowo-wschodniej spowodowały dalsze pogorszenie nastrojów inwestycyjnych na polskim rynku oraz wyprzedaż złotego. Na osłabienie polskiej waluty wpłynęły również działania spekulacyjne banków krajowych i zagranicznych, a także funduszy hedgingowych. Utrata wartości przez złotego spowodowana była również przesunięciem planowanego terminu wprowadzenia w Polsce euro, a tym samym opóźnieniem wprowadzenia mechanizmu stabilizacji kursu ERM2. Do spadku wartości złotego polskiego przyczyniły się również raporty publikowane przez zagraniczne banki inwestycyjne, w tym JP Morgan oraz Goldman Sachs, zakładające bardzo pesymistyczne warunki funkcjonowania i rozwoju gospodarek krajów Europy Środkowej i Wschodniej w warunkach kryzysu. Choć sytuacja ekonomiczno-finansowa w Polsce w drugiej połowie 2008 r. i pierwszej połowie 2009 r. była dużo lepsza od sytuacji w innych gospodarkach regionu

⁸ Średnie kursy NBP dla głównych walut wymiennalnych: USD/PLN = 2,0220 w dniu 21.07.2008 r., EUR/PLN = 3,2026 w dniu 31.07.2008 r., JPY/PLN = 1,8937 (za 100 JPY) w dniu 28.07.2008 r., GBP/PLN = 4,0336 w dniu 21.07.08 r. oraz CHF/PLN = 1,9596 w dniu 31.07.2008 r.

oraz krajach strefy euro, wyróżniając się dodatnim tempem wzrostu PKB, to polska waluta traciła na wartości aż do lutego 2009 r. w skali niespotykanej od momentu upłynnienia jej kursu (wykr. 1). W okresie lipiec 2008 r. – luty 2009 r. euro w NBP zdrożało o 52,4%, a dolar amerykański o 92,8%⁹. Podstawową konsekwencją tej zmiany był wzrost presji inflacyjnej w polskiej gospodarce, a także wystąpienie w podmiotach stosujących hedging walutowy lewarowanych strat wynikających z wystawionych opcji *call*. Z drugiej strony dzięki spadkowi wartości złotego polskiego spadła dynamika importu, zwiększyła się konkurencyjność eksportu oraz znaczenie popytu krajowego. Płynny kurs walutowy zadziałał jako automatyczny stabilizator w warunkach kryzysu.



Wykr. 1. Kursy USD/PLN oraz EUR/PLN w okresie 1999–2009

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze strony: *Narodowy Bank Polski* [on-line]. [Dostęp 20.12.2009]. Dostępny w World Wide Web: <http://www.nbp.pl/home.aspx?c=/ascx/archa.ascx>.

Oprócz znaczącej utraty wartości złotego polskiego do dolara i euro osłabienie polskiego pieniądza było widoczne również w stosunku do innych walut wymiennalnych. Przykładowo w okresie lipiec 2008 r. – luty 2009 r. w NBP jen japoński zdrożał o 121,7%, frank szwajcarski o 67,2%, a funt brytyjski o 36,7%. Zjawisko osłabienia złotego polskiego widoczne było również w stosunku do innych walut krajów Europy Środkowowschodniej (zwłaszcza CZK i HUF), choć maksima kursowe osiągnięte zostały tu z opóźnieniem, tzn. w czerwcu 2009 roku. Łączny wzrost wartości korony czeskiej oraz forinta węgierskiego do złotego polskiego w okresie lipiec 2008 r. – czerwiec 2009 r. wyniósł odpowiednio 30,4% oraz 24,0%¹⁰.

⁹ Zmiana procentowa liczona na podstawie kursów średnich NBP.

¹⁰ Dla forinta węgierskiego zmiana kursu liczona była w okresie październik 2008 r. – czerwiec 2009 r., tzn. od momentu wystąpienia kryzysu finansowego na Węgrzech, przekładającego się na minimalny kurs wymiany HUF/PLN.

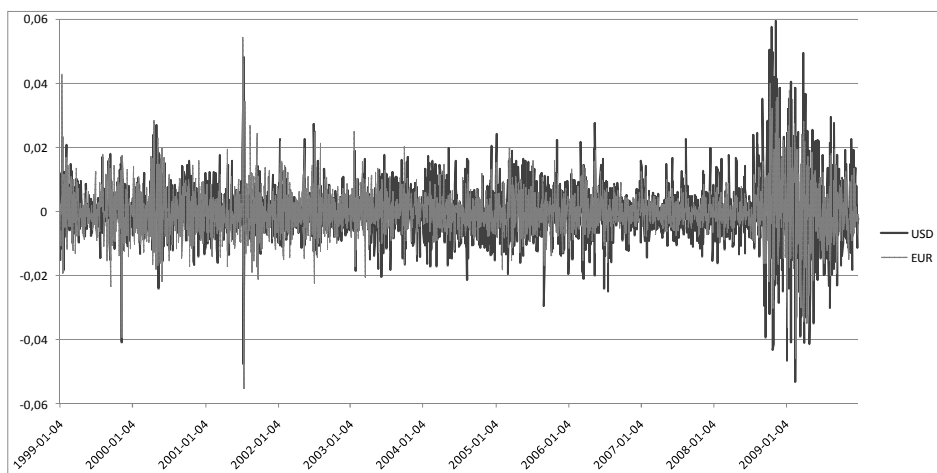
6. Zmienność kursów walut w warunkach kryzysu finansowego

Kryzys finansowy na rynkach światowych przyczynił się do bardzo wyraźnego wzrostu zmienności kursu złotego polskiego w stosunku do innych walut. Zmienność ta widoczna była zwłaszcza w czwartym kwartale 2008 r. i pierwszym kwartale 2009 r. i charakteryzowała się nagłymi, bardzo dużymi skokami kursu. Wykres 2 przedstawia logarytmiczną dzienną stopę zmiany kursu PLN do USD i EUR w okresie 1999–2009.

Podobne zwiększenie zmienności kursów walutowych można było zaobserwować również w przypadku innych walut, w tym euro, które jest główną walutą wymiany dla złotego polskiego. Wykres 3 przedstawia dzienną logarytmiczną stopę zmiany kursów dwóch walut najczęściej wymienianych na euro na rynku światowym.

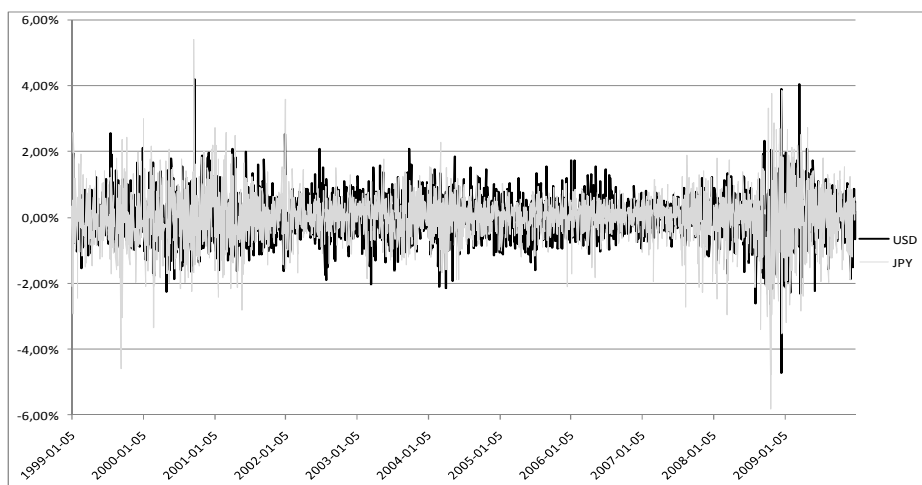
Chociaż tendencja podwyższonej dziennej zmienności była obserwowana zarówno w przypadku polskiego złotego, jak i euro, to skala zmian w warunkach kryzysu była mniejsza w przypadku tej drugiej waluty, potwierdzając jej mniejsze ryzyko wymiany.

Zmienność kursów walutowych w warunkach kryzysu można również przedstawić w postaci odchylenia standardowego dziennych logarytmicznych stóp zmiany kursu. Odchylenie standardowe liczone na podstawie 100 wartości stóp zmiany kursu złotego polskiego w stosunku do wybranych walut obcych przedstawia wykres 4.

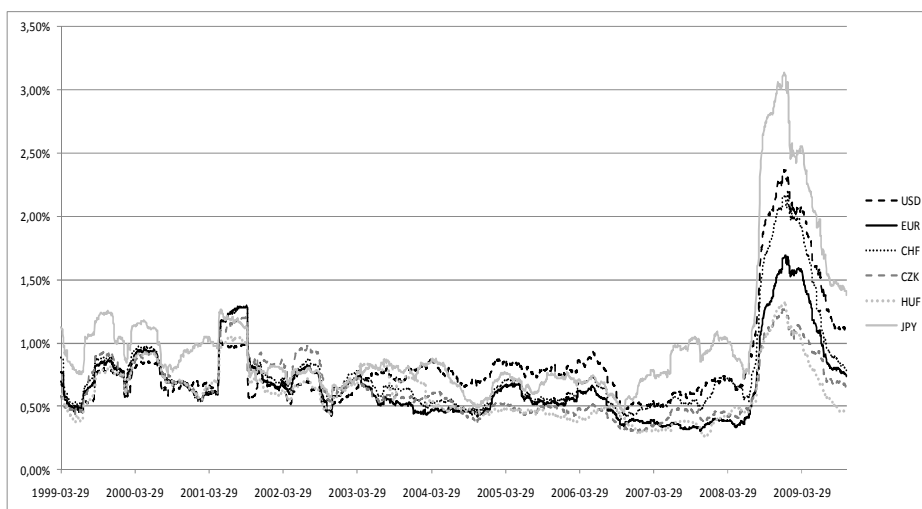


Wykr. 2. Dzienna logarytmiczna stopa zmiany kursu USD/PLN i EUR/PLN

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze strony: *Narodowy Bank Polski* [on-line]. [Dostęp 20.12.2009]. Dostępny w World Wide Web: <http://www.nbp.pl/home.aspx?c=/ascx/archa.ascx>.



Wykr. 3. Dzienna logarymiczna stopa zmiany kursu EUR/USD i EUR/JPY
Źródło: opracowanie własne na podstawie średnich kursów EBC.

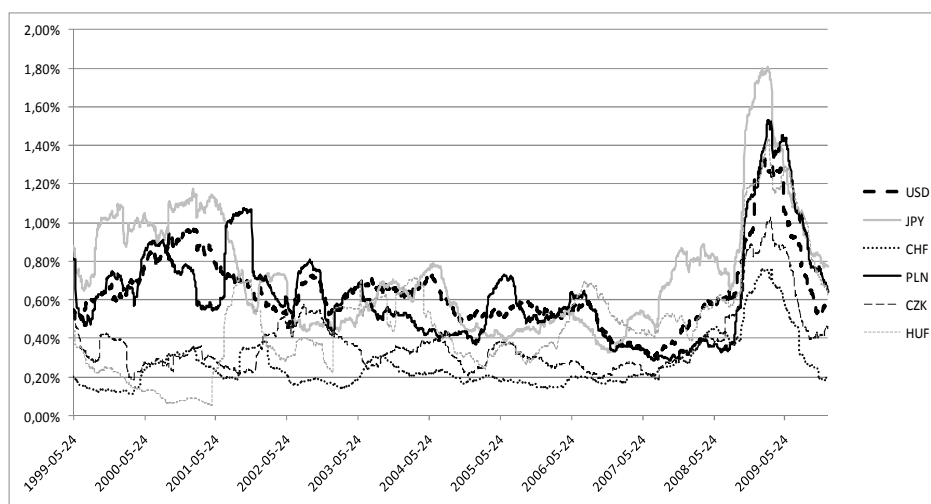


Wykr. 4. Zmienność kursu PLN do wybranych walut obcych
Źródło: opracowanie własne.

Analizując zmienność kursu wybranych walut obcych w stosunku do zło- tego polskiego, należy przede wszystkim wskazać na bardzo wysokie odchylenia w przypadku kursu JPY/PLN. Ponieważ jen japoński nie jest w sposób płynny wymieniany na polską walutę, to przyczyn tej zmienności należy poszukiwać przede wszystkim we wzroście odchyień w wymianie jena na inne waluty świa- towe, poprzez które ryzyko przenoszone jest na kurs JPY/PLN. W warunkach kryzysu istotnie zwiększone ryzyko wymiany obserwowane było także w przy-

padku dolara amerykańskiego oraz franka szwajcarskiego. Spośród głównych walut światowych wymienianych na złoty polski relatywnie najmniej ryzykowna była wymiana na euro. Kurs euro w Polsce kształtowany był bowiem nie tylko na podstawie spekulacji funduszy hedgingowych i transakcji finansowych banków, lecz także był pochodną wymiany handlowej przedsiębiorstw sfery realnej. Najniższą zmienność w stosunku do złotego polskiego posiadały waluty innych krajów Europy Środkowowschodniej (HUF, CZK), co uzasadnione było koszykowym podejściem do inwestycji w waluty regionu, a nie bezpośredniej, płynnej wymiany CZK/PLN oraz HUF/PLN.

Oceniając zmienność kursu złotego polskiego do innych walut w warunkach kryzysu, warto również przedstawić zmienność kursu euro w stosunku do innych wybranych walut światowych oraz walut Europy Środkowowschodniej mierzona odchyleniem standardowym 100 dziennych stop zmiany kursu (wykr. 5).



Wykr. 5. Zmienność kursu EUR w stosunku do wybranych walut

Źródło: opracowanie własne.

Kryzys finansowy nie tylko wpłynął na zmienność walut regionalnych takich jak polski złoty, lecz także ukształtował ryzyko wymiany najbardziej płynnych walut (zob. wykr. 5). W przypadku wyceny euro, podobnie do złotego polskiego, szczególnie wyraźnie uwidocznił się wzrost zmienności wartości jena japońskiego. Przyczyną tego zjawiska było wspomniane wcześniej ograniczenie na rynkach światowych spekulacyjnych transakcji *carry trade* z wykorzystaniem pieniądza japońskiego. Ponadto dużą zmienność kursów obserwowano także w przypadku wymiany euro na dolara amerykańskiego oraz forinta. Relatywnie stabilne w warunkach kryzysu pozostały kursy EUR/CZK oraz EUR/CHF;

szczególnie w przypadku tej ostatniej pary walut w długim okresie obserwowane jest bardzo małe ryzyko wymiany¹¹.

7. Zależność pomiędzy kursami walut

Oceniając ryzyko związane ze zmianami kursów walutowych, warto również wskazać na korelacje między zmianami kursów złotego polskiego do innych walut. Na podstawie takiej analizy możliwe jest ustalenie wzajemnego oddziaływania wycen, co w praktyce pozwala analizować ryzyko zmiany kursu określonej waluty na podstawie zmiany kursu innych walut. W celu ustalenia powiązania zmienności kursów wybranych walut obcych w złotych polskich wykorzystano współczynnik korelacji liniowej Pearsona. Współczynnik ten obliczono dla dziennych stóp zmiany średniego kursu walutowego NBP w okresie od 1 stycznia 1999 r. do 31 grudnia 2009 r. (tab. 1).

Tab. 1. Współczynniki korelacji liniowej dziennych stóp zmian kursu wybranych walut

Zmienna	Korelacje dziennych stóp zmiany średnich kursów NBP*					
	USD/ PLN	EUR/ PLN	CHF/ PLN	CZK/ PLN	HUF/ PLN	JPY/ PLN
USD/PLN	1,00	0,68	0,67	0,53	0,32	0,79
EUR/PLN	0,68	1,00	0,94	0,82	0,64	0,68
CHF/PLN	0,67	0,94	1,00	0,77	0,56	0,73
CZK/PLN	0,53	0,82	0,77	1,00	0,61	0,54
HUF/PLN	0,32	0,64	0,56	0,61	1,00	0,30
JPY/PLN	0,79	0,68	0,73	0,54	0,30	1,00

* Wszystkie współczynniki korelacji są istotne z $p < 0,05$, $N = 2782$.

Źródło: opracowanie własne.

Na podstawie otrzymanych parametrów widoczna jest bardzo wyraźna zależność między kursem najbardziej płynnej pary walut – EUR/PLN, kursami CHF/PLN oraz CZK/PLN. Słabsza korelacja ryzyka występuje w Polsce między kursem EUR/PLN oraz HUF/PLN. Wynik ten może wskazywać na podobne postrzeżenie złotego polskiego i forinta na rynkach międzynarodowych

¹¹ Wykres 5 przedstawia również podwyższoną zmienność kursową w okresie 1999–2002, a więc w latach występowania poprzedniego kryzysu gospodarczego określanego jako *dot-com*. Jego skala i konsekwencje nie były jednak tak daleko idące, jak w przypadku kryzysu lat 2007–2009 (*subprime*).

i podobny schemat wyceny obu walut, niezależnie od zmian kursu euro. Jednocześnie otrzymane wyniki wskazują na istotne powiązanie zmian kursu korony czeskiej, będącej walutą kraju Europy Środkowowschodniej, z kursem euro w Polsce. W przypadku kursu JPY/PLN najsilniejsze powiązanie występuje ze zmianą kursu dolara amerykańskiego. W praktyce oznacza to uzależnienie ryzyka wymiany waluty polskiej i japońskiej od zmiany kursów EUR/PLN, EUR/USD, USD/JPY.

Oprócz analizy korelacji zmian kursów walut obcych wycenionych w złotych polskich warto również ocenić zależność między kursem walut obcych w stosunku do euro, będącego główną walutą wymiany dla polskiego pieniądza (tab. 2).

Tab. 2. Korelacja dziennych stóp zmian kursów wybranych walut do EUR

Zmienna	Korelacje dziennych stóp zmiany kursów średnich EBC*						
	EUR/USD	EUR/JPY	EUR/GBP	EUR/CHF	EUR/PLN	EUR/CZK	EUR/HUF
EUR/USD	1,00	0,6	0,48	0,1	0,17	0,02	-0,08
EUR/JPY	0,60	1,00	0,25	0,35	0,00	-0,01	-0,19
EUR/GBP	0,48	0,25	1,00	-0,02	0,27	0,09	0,08
EUR/CHF	0,10	0,35	-0,02	1,00	-0,16	-0,07	-0,24
EUR/PLN	0,17	0,00	0,27	-0,16	1,00	0,40	0,53
EUR/CZK	0,02	-0,01	0,09	-0,07	0,40	1,00	0,39
EUR/HUF	-0,08	-0,19	0,08	-0,24	0,53	0,39	1,00

* Oznaczone współczynniki korelacji są nieistotne z $p < 0,05$, $N = 2782$.

Źródło: opracowanie własne.

W przypadku wyceny euro w innych walutach widoczny jest niższy stopień korelacji zmiany kursów w porównaniu do zmian kursów walut obcych w złotych polskich. Zjawisko to można uzasadnić kształtowaniem kursu euro bezpośrednio na podstawie oddziaływania rynkowych sił popytu i podaży. W przypadku złotego polskiego kształtowanie poszczególnych kursów odbywa się poprzez przeliczenie przez inną walutę wymienną, tzn. euro lub dolara amerykańskiego.

Podwyższony stopień korelacji kursów EUR/PLN, EUR/HUF oraz EUR/CZK wskazuje na koszykowy charakter inwestycji walutowych w krajach Europy Środkowowschodniej.

8. Podsumowanie

Ryzyko walutowe jest niezwykle istotnym elementem towarzyszącym międzynarodowej działalności finansowej. W praktyce towarzyszy ono nieodłącznie każdej wymianie walut o płynnych kursach. Samo w sobie jest również celem inwestycji, pozwalając na osiąganie zysków spekulacyjnych. Niewątpliwie globalny kryzys finansowy lat 2007–2009 istotnie wpłynął na warunki dokonywania transakcji walutowych. W jego wyniku można było zaobserwować odwrócenie wieloletnich trendów kursowych, wzrost zmienności kursów walutowych oraz ograniczenie wymiany zarówno w zakresie najważniejszych walut światowych, jak i walut o zasięgu lokalnym, w tym złotego polskiego. Na skutek anomalii kursowych występujących w początkowej fazie kryzysu, w tym zwłaszcza szybkiego, nienaturalnego umacniania walut krajów rozwijających się, podejmowane były błędne decyzje dotyczące inwestycji i zabezpieczenia przed ryzykiem kursowym podmiotów sfery realnej. W Polsce jednym z najpoważniejszych efektów tego zjawiska było powstanie wielomilionowych długów nieskutecznego hedgingu walutowego eksporterów, prowadzących część z nich do stanu upadłości.

Literatura

- Bernaś B. (red.), *Finanse międzynarodowe*. Warszawa: Wydaw. Naukowe PWN, 2006. ISBN 978-83-01-14787-7.
- BIS 78th Annual Report. W: *Bank of International Settlements* [on-line]. [Dostęp 20.12.2009]. Dostępny w World Wide Web: <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2008e.htm>.
- BIS Annual Report 2008/09. W: *Bank of International Settlements* [on-line]. [Dostęp 20.12.2009]. The global financial crisis. Dostępny w World Wide Web: <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2009e.htm>
- Jajuga K. (red.), *Zarządzanie ryzykiem*. Warszawa: Wydaw. Naukowe PWN, 2007. ISBN 978-83-01-15403-5.
- Kidwell D. S. i in., *Financial institutions, markets and money*. New York: John Wiley & Sons, 2008.
- Lutkowski K., *Finanse międzynarodowe*. Warszawa: Wydaw. Naukowe PWN, 2007. ISBN 978-83-01-15353-3.
- Narodowy Bank Polski* [on-line]. [Dostęp 20.12.2009]. Dostępny w World Wide Web: <http://www.nbp.pl/>.
- Taylor F., *Mastering foreign exchange & currency options*, Pitman Publishing. London: Pitman Publishing, 1997. ISBN 0273625373.

**POZYSKIWANIE ŹRÓDEŁ FINANSOWANIA
A CYKL ŻYCIA PRZEDSIĘBIORSTWA.
ANALIZA PRZYPADKÓW WYBRANYCH SPÓŁEK
NOTOWANYCH NA RYNKU NEWCONNECT**

Ewa Chojnacka

Abstrakt: Celem artykułu jest scharakteryzowanie prawidłowości procesu pozyskiwania kapitału w poszczególnych fazach cyklu życia przedsiębiorstwa. Ponadto dokonano również oceny cech preferowanych źródeł finansowania w strukturze kapitału typowej w każdej z faz cyklu. Rozważania teoretyczne zostały uzupełnione analizą przypadków wybranych spółek notowanych na rynku NewConnect, w odniesieniu do których można przyjąć, że znajdują się w fazie ekspansji.

Słowa kluczowe: cykl życia przedsiębiorstwa, struktura kapitału, źródła finansowania.

1. Wprowadzenie

Cykl życia przedsiębiorstwa może być użytecznym narzędziem służącym do identyfikacji, a także oceny procesu pozyskiwania źródeł finansowania oraz ukształtowanej struktury kapitału w firmie. Charakterystyki przedsiębiorstw znajdujących się w poszczególnych fazach cyklu, obejmujące m.in.: poziom i zmienność przychodów ze sprzedaży, osiąganą rentowność operacyjną, poziom ryzyka operacyjnego, historię działalności, intensywność konkurencji, determinują wybór odpowiednich źródeł finansowania działalności, a w konsekwencji również kształt struktury kapitału. Celem niniejszego artykułu jest zaprezentowanie ogólnych prawidłowości pozyskiwania wybranych źródeł kapitału w zależności od fazy cyklu życia przedsiębiorstwa. Ponadto dokonano oceny

źródeł finansowania w typowej strukturze kapitału dla każdej z faz cyklu życia przedsiębiorstwa.

Analiza przypadków została skoncentrowana na fazie ekspansji, w której możliwość pozyskania odpowiednich źródeł finansowania rozwoju ma kluczowe znaczenie. Wnioski wypływające z literatury przedmiotu skonfrontowano z wybranymi przypadkami finansowania spółek notowanych na rynku New-Connect. Można bowiem przyjąć w oparciu o charakterystykę i zasady funkcjonowania tego rynku, że podmioty te znajdują się w fazie ekspansji cyklu życia przedsiębiorstwa.

2. Wybór źródeł finansowania w kolejnych fazach cyklu życia przedsiębiorstwa

Podstawowa klasyfikacja źródeł finansowania, uwzględniająca własność zasobów w przedsiębiorstwie, obejmuje ich podział na kapitał własny i obcy. To ujęcie może zostać uzupełnione poprzez przyjęcie kryterium źródła jego pochodzenia i wyodrębnienie kapitału wewnętrznego (własnego¹) oraz zewnętrznego (własnego i obcego).

W tabeli 1 zaprezentowano możliwości wykorzystania kapitału wewnętrznego i zewnętrznego oraz instrumenty, za pomocą których może on zostać pozyskany w zależności od fazy cyklu życia przedsiębiorstwa.

W zaproponowanym zestawieniu Aswath Damodaran nawiązuje do jednej z teorii struktury kapitału – hierarchii źródeł finansowania. Zgodnie z jej założeniami firma korzysta z poszczególnych źródeł kapitału w określonej kolejności: początkowo wykorzystuje wewnętrzne źródła kapitału, natomiast jeżeli są one niewystarczające, występuje zapotrzebowanie na kapitał zewnętrzny, przy czym najpierw wykorzystywany jest kapitał obcy, a następnie własny. Opisywana przez teorię hierarchia jest konsekwencją kosztów wynikających z asymetrii informacji oraz dodatkowo z kosztów transakcyjnych. Na koszty asymetrii informacji są w większym stopniu narażone małe i średnie przedsiębiorstwa, a także młode firmy, czyli podmioty, które znajdują się w pierwszej lub drugiej fazie cyklu życia. Zgodnie z tą przesłanką teoria hierarchii źródeł finansowania powinna dobrze opisywać sposób finansowania małych i średnich przedsiębiorstw w początkowych fazach cyklu życia.

¹ Warto jednak zauważyć, że część rezerw, zwłaszcza długoterminowych (np. rezerwy na świadczenia emerytalne), stanowią zobowiązanie przedsiębiorstwa.

Tab. 1. Źródła kapitału a cykl życia przedsiębiorstwa

	Faza 1 początkowa (start-up)	Faza 2 ekspansji	Faza 3 szybki wzrost	Faza 4 stabilny wzrost	Faza 5 spadek
Kapitał wewnętrzny	Zysk zatrzymany, niski lub nawet ujemny	Zysk zatrzymany, niski lub nawet ujemny	Niski udział zysku zatrzymanego w stosunku do potrzeb inwestycyjnych	Duży udział zysku zatrzymanego w stosunku do potrzeb inwestycyjnych	Zysk zatrzymany z nadmiarem pokrywa potrzeby inwestycyjne
Zapotrzebowanie na kapitał zewnętrzny	Wysokie, lecz ograniczone przez mały udział w rynku	Wysokie w stosunku do wartości firmy	Umiarkowane w stosunku do wartości firmy	Zmniejszające się w stosunku do wartości firmy	Niskie, coraz mniej dostępnych projektów
Kapitał zewnętrzny	Nowi wspólnicy, niewielki kredyt bankowy, emisja akcji	Inwestorzy <i>venture</i> , nowe emisje akcji zwykłych	Akcje zwykłe, warranty, obligacje zamienne	Instrumenty dłużne	Ograniczanie długu, skupowanie akcji własnych
Zmiany instrumentów finansowych firmy	Pozyskiwanie inwestorów <i>venture</i> , alternatywne rynki giełdowe	Pierwsza oferta publiczna	Emitowanie nowych akcji	Emitowanie obligacji	

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Damodaran A., *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*. Gliwice: Wydaw. Helion, 2007, s. 795.

W fazie początkowej większość przedsiębiorstw wykorzystuje dostępny kapitał założycieli. Niski udział w rynku powoduje, że firmy wykazują stratę lub niewielki zysk, co ogranicza możliwości wykorzystania kapitału wewnętrznego. Z drugiej strony w pewnym zakresie w fazie początkowej, a w znaczącym w fazie ekspansji, przedsiębiorstwa mają duże zapotrzebowanie na nowe źródła finansowania, które nie może zostać wyrównane przez niski lub nawet ujemny kapitał wewnętrzny. W konsekwencji powinny korzystać z kolejnego w hierarchii źródeł finansowania kapitału obcego. Jednakże swobodny wybór tego źródła kapitału wiąże się z istotną determinantą struktury kapitału, jaką jest pojemność zadłużeniowa, określająca wystarczająco wysoki poziom zaangażowania kapitału obcego, którego przekroczenie powoduje wystąpienie kosztów trudnej sytuacji finansowej². Poziom pojemności zadłużeniowej jest trudny do jedno-

² Koszty trudnej sytuacji finansowej (zwane też kosztami bankructwa) można określić jako sytuację, gdy firma wywiązuje się ze swych zobowiązań względem wierzycieli z trudnością lub nie wywiązuje się wcale. Por. np. Shyam-Sunder L., Myers S. C., *Testing Static Tradeoff Against*

znacznego wyznaczenia, w literaturze przedmiotu wskazuje się natomiast czynniki, które na niego wpływają³:

- wielkość firmy – zakłada się, że wraz ze wzrostem firmy wzrasta pojemność zadłużeniowa;
- udział aktywów trwałych – zakłada się dodatnią zależność z pojemnością zadłużeniową ze względu na niższe koszty długu oraz zabezpieczenie dla wierzycieli;
- wskaźnik zadłużenia – zakłada się, że im jest wyższy udział kapitału obcego, tym niższa pojemność zadłużeniowa pozostała do wykorzystania;
- wskaźnik płynności – zakłada się zależność dodatnią, wyższy wskaźnik płynności wpływa na wzrost pojemności zadłużeniowej.

Analizując powyższe zmienne, można wnioskować, że przedsiębiorstwa znajdujące się w pierwszych fazach cyklu życia, będące jednocześnie małymi lub średnimi przedsiębiorstwami, charakteryzują się niskim poziomem pojemności zadłużeniowej, przez co nie są w stanie swobodnie korzystać z kapitału obcego. Dodatkowo niska rentowność, a także niski udział aktywów trwałych obniżają ocenę zdolności kredytowej wyznaczaną poniżej pojemności zadłużeniowej. Jedynym dostępnym, a więc i preferowanym źródłem kapitału będzie zewnętrzny kapitał własny w postaci funduszy podwyższonego ryzyka *venture capital / private equity*. Duże znaczenie w finansowaniu przedsiębiorstw znajdujących się w fazie ekspansji mogą mieć tzw. alternatywne rynki giełdowe, charakteryzujące się bardziej liberalnymi zasadami funkcjonowania, co pozwala obniżyć koszt pozyskania kapitału, a także minimalny poziom emisji. Ułatwia to dostęp do zewnętrznego kapitału własnego, który ma podstawowe znaczenie jako źródło finansowania w tej fazie ze względu na niewielki kapitał wewnętrzny oraz ograniczony kapitał obcy.

Wskazanim źródłom kapitału można przyporządkować określone charakterystyki, które w zależności od fazy cyklu życia przedsiębiorstwa stanowią ich zalety lub wady. Zewnętrzny kapitał własny, który jest preferowanym źródłem finansowania w pierwszych dwóch fazach cyklu życia przedsiębiorstwa, jako kapitał zaangażowany bezterminowo zwiększa elastyczność finansową oraz bezpieczeństwo działania. Poprawia także płynność finansową, ponieważ

Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics* 1999, No. 51; Chirinko R. S., Singha A. R., Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure: a critical comment. *Journal of Financial Economics* 2000, No. 58.

³ Lemmon M. L., Zender J. F., Debt capacity and tests of capital structure theories. W: *Social Science Research Network* [on-line]. [Dostęp 15.05.2010], s. 14–15. Dostępny w World Wide Web: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=334780; Vanacker T., Manigart S., Incremental Financing Decisions in High Growth Companies: Pecking Order and Debt Capacity Considerations. W: *Vlerick Leuven Gent Management School* [on-line]. [Dostęp 15.05.2010], s. 9–10. Dostępny w World Wide Web: <http://www.vlerick.com/en/knowres/publications/working/6294-VLK.html>.

wszelkie płatności związane z wynagrodzeniem inwestorów mają charakter rezydualny. Zaangażowanie kapitału obcego jest ograniczone nie tylko przez niską pojemność zadłużeniową, ale również przez cechy tego kapitału. Niska rentowność zmniejsza możliwości wykorzystania zjawiska tarczy podatkowej. W początkowych fazach cyklu nie dochodzi jeszcze do rozdzielenia funkcji właścicielskiej i zarządzania, stąd nie występują koszty agencji kapitału własnego, które mogą zostać zmniejszone w wyniku korzystania z kapitału obcego. W końcu działalność przedsiębiorstw w tych fazach charakteryzuje się wysokim ryzykiem operacyjnym, które nie powinno być powiększanie o dodatkowe ryzyko o charakterze finansowym.

W fazie szybkiego wzrostu wypracowane zyski powiększają kapitał wewnętrzny, który jest wyższy w porównaniu do wcześniejszych faz, może jednak nadal być niewystarczający w stosunku do potrzeb inwestycyjnych. Zapotrzebowanie na kapitał zewnętrzny jest finansowane przede wszystkim z emisji nowych akcji, a także obligacji zamiennych.

W fazie stabilnego wzrostu przedsiębiorstwo dysponuje stałymi, wysokimi przepływami pieniężnymi, a zatem również znaczącym kapitałem wewnętrznym. Jednocześnie maleją wydatki inwestycyjne, co powoduje, że zapotrzebowanie na kapitał zewnętrzny ulega zmniejszeniu. Jest ono głównie finansowane z kapitału obcego, ponieważ firma posiada wyższą pojemność zadłużeniową zdolność kredytową. Zaangażowanie kapitału obcego w tej fazie pozwala na oszczędności podatkowe oraz zmniejszenie kosztów agencyjnych kapitału własnego (potrzeba dyscyplinowania menedżerów) wywołanych problemem wysokich wolnych przepływów pieniężnych.

W tabeli 2 podsumowano charakterystyki kapitału obcego, wskazując zalety korzystania z niego w poszczególnych fazach cyklu życia i koszty z nim związane. Wynikają one z opisywanych w literaturze przedmiotu teorii struktury kapitału⁴.

⁴ Por. np. Gajdka J., *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*. Łódź: Wydaw. Uniwersytetu Łódzkiego, 2002.

Tab. 2. Ocena wybranych charakterystyk kapitału obcego w cyklu życia przedsiębiorstwa

	Faza 1 początkowa (start-up)	Faza 2 ekspansji	Faza 3 szybki wzrost	Faza 4 stabilny wzrost	Faza 5 spadek
Korzyść podatkowa	Zerowa, jeśli firma wykazuje straty	Niska, ponieważ zysk jest niewielki	Wyższa, ponieważ zysk jest wyższy	Wysoka	Wysoka, lecz wskazująca tendencję spadkową
Potrzeba dyscyplinowania menedżerów	Niska, ponieważ firmą zarządzają właściciele	Niska: właściciele nadal aktywnie zarządzają firmą, nawet jeśli wprowadzili ją na giełdę	Wyższa, ponieważ menedżerowie trzymają mniejszy procent akcji	Wysoka, ponieważ akcjonariusze nie zarządzają firmą	Spadkowa, jeśli firma nie rozpoczyna wielu nowych inwestycji
Koszty bankructwa	Bardzo wysokie: firma notuje straty albo marginalny zysk	Bardzo wysokie: zysk jest zmienny i niski	Wysokie: zysk rośnie, lecz nadal jest niestabilny	Coraz niższe, ponieważ zysk z istniejących aktywów jest coraz większy	Niskie, lecz rosną w miarę jak kończy się trwałość istniejących projektów
Koszty agencji	Bardzo wysokie, ponieważ firma ma niewiele aktywów	Wysokie: nowe inwestycje trudno jest monitorować	Wysokie: nowe inwestycje mają wysokie ryzyko	Obniżające się w miarę wzrostu istniejących aktywów firmy	Niskie: firma rozpoczyna niewiele nowych inwestycji
Potrzeba elastyczności finansowej	Bardzo wysoka: firma dopiero szuka swojego miejsca na rynku	Wysoka: potrzeba ekspansji jest duża i nieprzewidywalna	Umiarkowana: potrzeby są niższe i bardziej przewidywalne	Niska: potrzeby inwestycyjne są niskie i dość przewidywalne	Marginalna: firma nie realizuje nowych inwestycji
Korzyści (koszty) netto	Zadłużenie jak najniższe	Głównie kapitał własny. Koszty wyższe od korzyści	Zadłużenie zaczyna przynosić korzyść netto	Dług staje się bardziej atrakcyjny niż kapitał własny	Korzyść netto jest dodatnia

Źródło: Damodaran A., *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*. Gliwice: Wydaw. Helion, 2007, s. 870.

3. Pozyskiwanie źródeł finansowania przez wybrane spółki na rynku NewConnect – analiza przypadków

Pod koniec sierpnia 2007 r. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie uruchomiła NewConnect – nowy rynek przeznaczony dla młodych przedsiębiorstw charakteryzujących się wysokim potencjałem rozwoju. Rynek ten jest przeznaczony dla spółek⁵:

- dużej dynamice wzrostu,
- z krótką historią działalności (nie dłuższej niż 3–4 lata lub dopiero powstających),
- przewidywanej kapitalizacji do ok. 20 mln PLN,
- poszukujących kapitału rzędu od kilkuset tysięcy do kilkunastu milionów złotych,
- działających w sektorach innowacyjnych, opartych głównie na aktywach niematerialnych (m.in. IT, media elektroniczne, telekomunikacja, biotechnologie, ochrona środowiska, energia alternatywna, nowoczesne usługi).

Rynek NewConnect jest kolejnym w Europie tzw. rynkiem alternatywnym, na którym obowiązują mniej restrykcyjne wymagania formalne i obowiązki informacyjne niż na rynku podstawowym, co pozwala na tańsze pozyskiwanie kapitału przez firmy znajdujące się we wczesnych fazach cyklu życia, a więc przez młode i nieduże przedsiębiorstwa. W pierwszym roku działalności rynku NewConnect zadebiutowały 24 spółki, m. in.: Adv.pl, Eficom SA, LUG SA, Security System Integration SA.

W odniesieniu do tych spółek przeanalizowano trzy lata działalności: rok debiutu na rynku NewConnect, rok poprzedzający wejście na rynek alternatywny oraz rok po debiucie. Badanie obejmuje analizę statyczną oraz dynamiczną. Pierwsza została przeprowadzona na podstawie wskaźników udziału aktywów trwałych w aktywach ogółem, udziału kapitału własnego w aktywach ogółem, udziału środków pieniężnych w aktywach ogółem, a także wskaźników ROA i ROE. Częściowo mogą być one podstawą oceny pojemności zadłużeniowej firmy.

Analiza dynamiczna wykorzystuje informacje z rachunku przepływów pieniężnych, na podstawie których zostały obliczone bezwzględne wielkości: zapotrzebowania na kapitał zewnętrzny, zmiany kapitału własnego i obcego, a także ich ujęcie względne w odniesieniu do aktywów ogółem. Zapotrzebowanie na kapitał liczone jako sumę przepływów środków pieniężnych z działalności operacyjnej, przepływu środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej oraz innych wpływów i wydatków pieniężnych niebędących przepływami kapitału

⁵ Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dostępnych przez serwis: *ISI Emerging Markets* [on-line]. [Dostęp 20.12.2009 po zalogowaniu]. Dostępny w World Wide Web: <http://www.securities.pl>.

własnego lub obcego (m.in.: wypłata dywidend, zapłata odsetek czy płatności zobowiązań z tytułu leasingu finansowego). Dodatnia wartość zapotrzebowania na kapitał oznacza posiadaną przez firmę nadwyżkę pieniężną, a wartość ujemna deficyt finansowy. Zmiana kapitału własnego jest obliczana jako różnica między wpływami netto z emisji akcji oraz wydatkami na nabycie akcji własnych. Zmiana kapitału obcego to odpowiednio różnica między wpływami z tytułu kredytów, pożyczek, emisji dłużnych papierów wartościowych a wydatkami na spłatę kredytów, pożyczek lub wykup dłużnych papierów wartościowych. Analiza dynamiczna pozwala ocenić, w jakim stopniu zewnętrzny kapitał własny, preferowany w początkowych fazach cyklu życia przedsiębiorstwa, finansuje zapotrzebowanie na kapitał.

Firma Adv.pl jest agencją interaktywną wchodzącą w skład grupy ADV – zespołu wyspecjalizowanych firm działających w obszarze nowych mediów oraz innowacyjnych rozwiązań technologicznych.

W 2006 r. w spółce Adv.pl (tab. 3) 17,6% aktywów ogółem było finansowanych przez kapitał własny. Pozyskanie zewnętrznego kapitału własnego z rynku NewConnect pozwoliło na zgromadzenie wystarczających źródeł finansowania inwestycji w 2008 r. (deficyt finansowy wyniósł 2 148 tys. PLN, a wzrost kapitału własnego 5 907 tys. PLN). W wyniku podjętej inwestycji udział aktywów trwałych w aktywach ogółem wzrósł z poziomu 4,3% w 2006 r. do poziomu 16,6% w 2008 r., udział kapitału własnego w aktywach ogółem wyniósł zaś 81,8%. Osiągnięta dynamika wzrostu w 2007 r. w porównaniu z rokiem ubiegłym wyniosła 559,31%. W roku debiutu firma spłaciła część kapitału obcego stanowiącą 2,83% aktywów ogółem. Można także zaobserwować utrzymywanie wysokiego udziału środków pieniężnych i innych aktywów pieniężnych w aktywach ogółem, co może być tłumaczone wysokim ryzykiem prowadzonej działalności.

Eficom SA jest firmą konsultingową, wyspecjalizowaną w doradztwie europejskim i finansowym obejmującym następujące obszary: konsulting europejski, konsulting biznesowy, *public affairs* i *public relations*, konferencje i szkolenia.

Spółka ta (tab. 4) również przeznaczyła pozyskany w 2007 r. kapitał własny na sfinansowanie inwestycji (zmiana kapitału własnego w 2007 r. wyniosła 5 163 tys. PLN, a deficyt finansowy w 2008 r. był na poziomie 2 424 tys. PLN, co stanowiło 41,69% aktywów). W 2007 r. struktura kapitału uległa zmianie nie tylko w wyniku emisji akcji, lecz także w wyniku zmniejszenia wysokości kapitału obcego (o 3,13% w stosunku do aktywów ogółem). Udział kapitału własnego wzrósł z poziomu 55% aktywów ogółem w 2006 r. do 92,3% w roku 2008.

W odniesieniu do spółek znajdujących się w pierwszych fazach cyklu życia można by oczekiwać, że wysokie zapotrzebowanie na kapitał będzie ograniczało wydatki na dywidendy dla właścicieli. Tymczasem spółka Eficom SA w latach 2006–2008 wypłacała dywidendę, co zwiększało wykazywany deficyt finansowy.

LUG SA jest producentem przemysłowych i dekoracyjnych opraw oświetleniowych służących do iluminacji obiektów: infrastrukturalnych, handlowych, biurowych, sportowych i przemysłowych.

Spółka ta (tab. 5) wykazała w 2007 r. deficyt finansowy na poziomie 14,67% aktywów ogółem. Został on sfinansowany poprzez emisję akcji (nastąpił wzrost kapitału własnego o 20 684 tys. PLN, co stanowiło 42,11% aktywów ogółem). Dodatkowo spółka pozyskała w tym roku nowy kapitał obcy (nastąpił wzrost o 4 189 tys. zł, co stanowiło 8,53% aktywów ogółem). Podjęte inwestycje zwiększyły wartość aktywów trwałych, co oznacza lepszą możliwość zabezpieczenia kapitału obcego i wzrost pojemności zadłużeniowej. Wzrost kapitału własnego i obcego w znacznym stopniu przekroczył zapotrzebowanie na kapitał, co jest także odzwierciedlone we wzroście udziału środków pieniężnych i innych aktywów pieniężnych w aktywach ogółem z poziomu 4,3% w 2006 r. do 37,9% w roku 2007. Niewątpliwie było to związane z dalszymi planowanymi inwestycjami: w kolejnym roku deficyt finansowy wyniósł 18 007 tys. PLN i stanowił 50,66% aktywów ogółem. Źródłem finansowania był pozyskany w 2007 r. kapitał własny i obcy. Ponadto spółka zmniejszyła udział kapitału obcego o 1,58% w stosunku do aktywów ogółem. Analizowana spółka w latach 2006–2008 wypłacała dywidendę, co zwiększało wykazywany deficyt finansowy.

Spółka Security System Integration SA prowadzi działalność w zakresie projektowania i wykonawstwa zintegrowanych systemów w sektorze Elektronicznych Systemów Bezpieczeństwa oraz IT, takich jak: integracja i montaż elektronicznych systemów zabezpieczeń, systemy gaszenia, doradztwo i analiza bezpieczeństwa, technologie inteligentnego budynku.

Spółka (tab. 6) w trzech badanych latach wykazywała deficyt finansowy. W roku 2006, przed wejściem na rynek NewConnect, deficyt finansowy stanowiący 4,85% aktywów ogółem został sfinansowany poprzez pozyskanie kapitału obcego. Spółka jest także wykonawcą projektowanych systemów, stąd udział aktywów trwałych w aktywach ogółem w 2006 r. wyniósł 11,3% i być może w jakimś stopniu zwiększył dostępność kapitału obcego.

W kolejnym roku deficyt finansowy stanowił 25,79% aktywów ogółem i został sfinansowany przez pozyskanie zewnętrznego kapitału własnego na rynku NewConnect. W 2008 r. spółka ponownie dokonała emisji akcji (zmiana kapitału własnego wyniosła 3 904 tys. PLN, stanowiąc 16,47% aktywów ogółem). Było to główne źródło pokrycia deficytu finansowego, który w tym roku stanowił 27,05% aktywów. Dodatkowym źródłem był nowo pozyskany kapitał obcy (wzrost o 1,52% w stosunku do aktywów ogółem) oraz niewykorzystany kapitał własny z poprzedniego roku.

W wyniku pozyskania kapitału własnego i obcego udział kapitału własnego w aktywach ogółem wzrósł z 20,8% w 2006 r. do 73,2% w 2007 r., a następnie obniżył się do 47,7%.

Tab. 3. Wybrane charakterystyki finansowe oraz źródła finansowania firmy Adv.pl w latach 2006–2008

Rok	Udział aktywów trwałych w aktywach ogółem	Udział kapitału własnego w aktywach ogółem	Udział środków pieniężnych i innych aktywów pieniężnych w aktywach ogółem	ROA	ROE	Zapotrzebowanie na kapitał (w tys. PLN)
2006	4,3%	17,6%	28,5%	8,9%	50,3%	191
2007	1,2%	91,9%	78,5%	10,5%	11,4%	444
2008	16,6%	81,8%	45,7%	-0,5%	-0,7%	-2148
Rok	Zmiana kapitału własnego (w tys. PLN)	Zmiana kapitału obcego (w tys. PLN)	Zapotrzebowanie na kapitał /aktywa	Zmiana kapitału własnego/aktywa	Zmiana kapitału obcego /aktywa	Dynamika wzrostu
2006	0	140	16,08%	0,00%	11,78%	
2007	5907	-222	5,66%	75,29%	-2,83%	659,31%
2008	0	0	-24,52%	0,00%	0,00%	111,68%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dostępnych przez serwis: *ISI Emerging Markets* [on-line]. [Dostęp 20.12.2009 po zalogowaniu]. Dostępny w World Wide Web: <http://www.securities.pl>.

Tab. 4. Wybrane charakterystyki finansowe oraz źródła finansowania firmy Eficom SA w latach 2006–2008

Rok	Udział aktywów trwałych w aktywach ogółem	Udział kapitału własnego w aktywach ogółem	Udział środków pieniężnych i innych aktywów pieniężnych w aktywach ogółem	ROA	ROE	Zapotrzebowanie na kapitał (w tys. PLN)
2006	12,6%	55,0%	23,3%	33,8%	61,4%	84
2007	2,7%	83,0%	71,8%	13,0%	15,7%	-689
2008	6,5%	92,3%	39,2%	5,7%	6,1%	-2424
Rok	Zmiana kapitału własnego (w tys. PLN)	Zmiana kapitału obcego (w tys. PLN)	Zapotrzebowanie na kapitał /aktywa	Zmiana kapitału własnego/aktywa	Zmiana kapitału obcego /aktywa	Dynamika wzrostu
2006	0	200	4,71%	0,00%	11,25%	
2007	5163	-204	-10,56%	79,14%	-3,13%	150,70%
2008	0	0	-41,69%	0,00%	0,00%	111,25%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dostępnych przez serwis: *ISI Emerging Markets* [on-line]. [Dostęp 20.12.2009 po zalogowaniu]. Dostępny w World Wide Web: <http://site.securities.com>.

Tab. 5. Wybrane charakterystyki finansowe oraz źródła finansowania firmy LUG SA w latach 2006–2008

Rok	Udział aktywów trwałych w aktywach ogółem	Udział kapitału własnego w aktywach ogółem	Udział środków pieniężnych i innych aktywów pieniężnych w aktywach ogółem	ROA	ROE	Zapotrzebowanie na kapitał (w tys. PLN)
2006	28,30%	33%	4,30%	10,40%	31,60%	1 902
2007	16,80%	56,40%	37,90%	6,20%	11%	-7205
2008	68,20%	75,60%	0,20%	-2,20%	-3%	-18 007
Rok	Zmiana kapitału własnego (w tys. PLN)	Zmiana kapitału obcego (w tys. PLN)	Zapotrzebowanie na kapitał /aktywa	Zmiana kapitału własnego/aktywa	Zmiana kapitału obcego /aktywa	Dynamika wzrostu
2006	0	-1 295	8,44%	0,00%	-5,75%	
2007	20 684	4 189	-14,67%	42,11%	8,53%	217,94%
2008	0	-563	-50,66%	0,00%	-1,58%	72,37%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dostępnych przez serwis: *ISI Emerging Markets* [on-line]. [Dostęp 20.12.2009 po zalogowaniu]. Dostępny w World Wide Web: <http://site.securities.com>.

Tab. 6. Wybrane charakterystyki finansowe oraz źródła finansowania firmy SSI SA w latach 2006–2008

Rok	Udział aktywów trwałych w aktywach ogółem	Udział kapitału własnego w aktywach ogółem	Udział środków pieniężnych i innych aktywów pieniężnych w aktywach ogółem	ROA	ROE	Zapotrzebowanie na kapitał (w tys. PLN)
2006	11,30%	20,80%	11,40%	15%	72,20%	-134
2007	8,50%	73,20%	34,10%	9,60%	13,10%	-1899
2008	8,40%	47,70%	1,50%	8,50%	17,80%	-6411
Rok	Zmiana kapitału własnego (w tys. PLN)	Zmiana kapitału obcego (w tys. PLN)	Zapotrzebowanie na kapitał /aktywa	Zmiana kapitału własnego/aktywa	Zmiana kapitału obcego /aktywa	Dynamika wzrostu
2006	61	304	-4,85%	2,22%	10,98%	
2007	4 178	-88	-25,79%	56,73%	-1,19%	266,03%
2008	3 904	360	-27,05%	16,47%	1,52%	321,76%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dostępnych przez serwis: *ISI Emerging Markets* [on-line]. [Dostęp 20.12.2009 po zalogowaniu]. Dostępny w World Wide Web: <http://site.securities.com>.

4. Podsumowanie

W badanych latach we wszystkich spółkach nastąpił wzrost udziału kapitału własnego w strukturze kapitału. Spółki Adv.pl oraz Eficom SA, których działalność jest oparta na aktywach niematerialnych, po debiucie na rynku New-Connect nie korzystały z kapitału obcego. Spółki LUG SA oraz SSI SA, które posiadają wyższy udział aktywów materialnych, pozyskiwały natomiast kapitał obcy do sfinansowania deficytu.

Brak aktywów materialnych zwiększa ryzyko prowadzonej działalności, stąd w firmach Adv.pl i Eficom SA utrzymywano wysoki poziom środków pieniężnych w stosunku do aktywów ogółem (w 2008 r. odpowiednio 45,5% i 39,4%), w firmach produkcyjnych LUG SA i SSI SA ten poziom był znacząco niższy (w 2008 r. 0,2% i 1,5%).

Wyniki analizy są zgodne ze wskazanymi prawidłowościami pozyskiwania kapitału w początkowych fazach cyklu życia przedsiębiorstwa.

Literatura

- Chirinko R. S., Singha A. R., Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure: a critical comment. *Journal of Financial Economics* 2000, No. 58.
- Damodaran A., *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*. Gliwice: Wydaw. Helion, 2007. ISBN 978-83-246-0121-9.
- Gajdka J., *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*. Łódź: Wydaw. Uniwersytetu Łódzkiego, 2002. ISBN 83-7171-580-3.
- ISI Emerging Markets* [on-line]. [Dostęp 20.12.2009 po zalogowaniu]. Dostępny w World Wide Web: <http://site.securities.com>.
- Lemmon M. L., Zender J. F., Debt capacity and tests of capital structure theories. W: *Social Science Research Network* [on-line]. [Dostęp 20.12.2009]. Dostępny w World Wide Web: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=334780.
- Rocznik Giełdowy 2008* [on-line]. [Dostęp 20.12.2009]. Dostępny w World Wide Web: http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=informacje_gieldowe&k=9&i=/rocznik_gield/rocznik2010&sky=1.
- Shyam-Sunder L., Myers S. C., Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics* 1999, No. 5.
- Vanacker T., Manigart S., Incremental Financing Decisions in High Growth Companies: Pecking Order and Debt Capacity Considerations. W: *Vlerick Leuven Gent Management School* [on-line]. [Dostęp 20.12.2009]. Dostępny w World Wide Web: <http://www.vlerick.com/en/knownres/publications/working/6294-VLK.html>.

CAPITAL OUTFLOWS FROM CHINA

Ewa Cieślak

Abstrakt: Po sukcesie wprowadzanej strategii „otwarcia na świat” i przyciąganiu zagranicznych inwestycji, Chiny w szybkim tempie stały się ważnym źródłem inwestycji bezpośrednich i portfelowych dokonywanych za granicą. Od zapoczątkowania strategii Going Global, chińskie skumulowane inwestycje zagraniczne potroili się, jednak nadal są one niewielkie w porównaniu z napływającymi do kraju inwestycjami. Zmiana form, struktury i kierunków inwestycji zagranicznych Chin coraz bardziej przybliża państwo do krajów rozwiniętych. Ostatnio także chińskie instytucje finansowe odgrywają coraz większą rolę w światowym sektorze finansowym. Wraz z koncentracją chińskich inwestycji zagranicznych w zaawansowanych sektorach, zwiększa się także udział Chin surowcowych inwestycjach surowcowych w krajach rozwijających się. Takie dwukierunkowe podejście do dokonywanych za granicą inwestycji sprzyja rozwojowi ekonomicznemu Chin i wspiera proces doganiania krajów najwyżej rozwiniętych.

Słowa kluczowe: bezpośrednie odpływy inwestycyjne, Chiny, inwestycje portfelowe.

1. Introduction

The high capital inflow to People's Republic of China [PRC] consisting in foreign direct investments [FDI] permitted the state – in its initial stage of economic transformation- to hold a considerably higher consumption and investment level than in the case of relying solely on domestic capitals. The inflowing investments supported the building of infrastructure and had a large share in

financing enterprises related to the rebuilding of the economy¹. The economic subjects acting in the area of PRC play an important role in raising the innovative capability of Chinese companies. This influences the improvement of the whole Chinese economy. The presence of foreign capital motivated Chinese companies to make investments abroad. However, in comparison to FDI inflowing to the country, the Chinese investment activity after 1978 has still been rather small². Nevertheless, this type of activity seems to be playing more and more significant role in the inclusion of PRC into global economy.

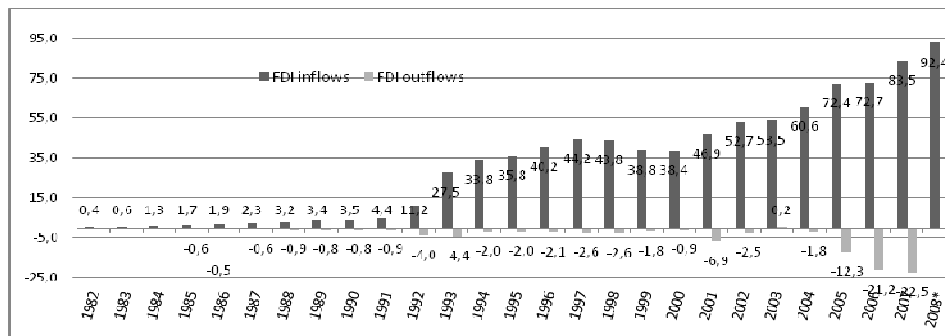
Despite the small share of Chinese outward direct investments (ODI) and outward portfolio investments (OPI) in the investments outflow on a global scale the dynamics of Chinese ODI and OPI in recent years are very high. One can assume that in the near future China might become one of the most important investors abroad. Still, the problem of investments from PRC is not as popular as the issue of the inflowing investment to the Middle Kingdom. That is why the aim of the present text is to carry out a general analysis of Chinese foreign investments taking into account the changing structure of investments accompanying the economic development of the country. An attempt is also made at showing the possible future directions of progress for such a type of activity.

2. Growth of importance of Chinese ODI

China is not solely the target for the inflow of foreign capital. They make investments in other countries themselves. Chinese subjects activity through the outflow of FDI has become popular only recently. The capital outflow from China up to 2004 was vestigial in comparison to the inflow of FDI. It was only after entering WTO, legislative changes and implementation of the strategies promoting Chinese capital abroad that the Chinese enterprises started making investments in other countries. The Chinese TNCs played an important role here. The substantial ODI growth was registered after 2004 when the government loosened the regulations relating to this type of activity. At the end of 2007 the value of Chinese ODI was estimated to amount to 22,5 billion USD and its accumulative value came to 95 billion USD (fig. 1, 2).

¹ What testifies to this are among others high indices of the share that FDI has in China's GDP or gross expenditure concerning permanent assets. See: MOFCOM (www.fdi.gov.cn); *National Bureau of Statistics in China* (www.stats.gov.cn); *Chinability* (www.chinability.com); *OECD Investment Policy Reviews: China 2008*. OECD 2008, p. 53.

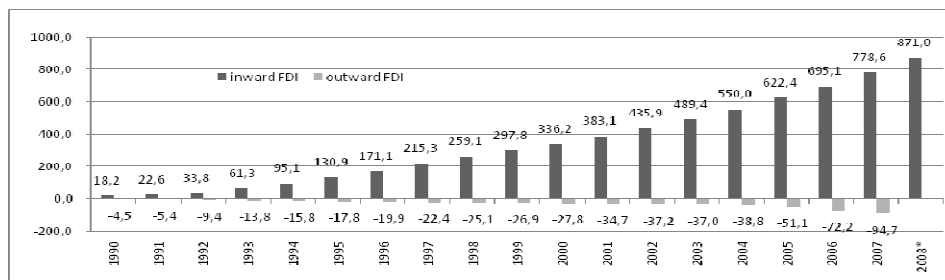
² See *World Investment Report 2008*. New York, Geneva: UNCTAD 2008, p. 255, 259.



* Estimation.

Fig. 1. Inflows and outflows of direct investments in 1982–2008 (billion USD)

Source: authorial study on the basis of: *State Administration of Foreign Exchange* (http://www.safe.gov.cn/model_safe_en/index.jsp?id=6); *World Investment Report 2008*. New York, Geneva: UNCTAD, 2008, p. 255; Numbers of the Week. *Beijing Review* 2009, February 5, p. 37.



* Estimation.

Fig. 2. FDI inward and outward stock in 1990–2007 (billion USD)

Source: authorial study on the basis of: *State Administration of Foreign Exchange* (http://www.safe.gov.cn/model_safe_en/index.jsp?id=6); *World Investment Report 2008*. New York, Geneva: UNCTAD, 2008, p. 255; Numbers of the Week. *Beijing Review* 2009, February 5, p. 37.

The comparison of geographical and sector structure of the inflow and outflow of FDI to/ from China is best done starting from the 1990s when the value of that capital was sufficiently high to play an important part in the country’s economic development. Looking at the origins of the inflowing FDI through the last couple of years one can observe their increasing diversification. In the early nineties the biggest number of FDI came from the neighbouring regions, especially Hong Kong, which made more than a half of the investments. Up to China’s entering WTO FDI mostly came from developing countries. With the harmonisation of the regulations referring to capital transfer with

WTO regulations there was a rise of interest in the investments to be made in PRC on the part of the developed countries³.

The changes of FDI's geographical structure made by Chinese subjects are going in the opposite direction than the inflow of direct investments. In contrast to the geographical structure of inflowing FDI, which is becoming diversified, the ODI are concentrated in Hong Kong. From the beginning of the government's permission for such transfers the neighbouring areas (mainly Hong Kong) and tax heavens (especially the Cayman and Virgin Islands) have become the aim for Chinese capital. The result of such practice is the accumulation of Chinese ODI in these regions (fig. 3). Moreover, the above mentioned areas had an almost 70% share in the Chinese ODI at the end of 2007. For a couple of years China has been making strategic investments. Rapidly developing country declares a large demand for raw materials. Hence, more and more Chinese ODI are directed towards the countries rich in natural resources. Recently the target for Chinese investment have been Australia, Indonesia, Iran, Saudi Arabia, Kazakhstan, Russia, Ecuador, Algeria, South Africa, Zambia, Nigeria (fig. 4).

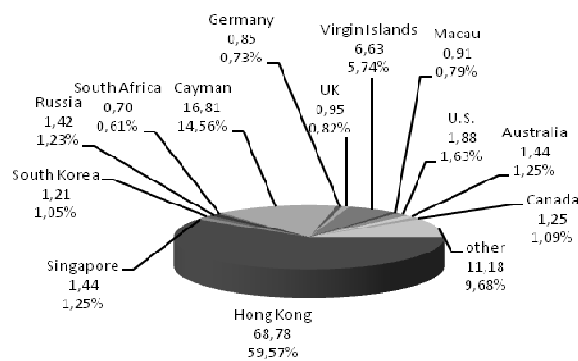
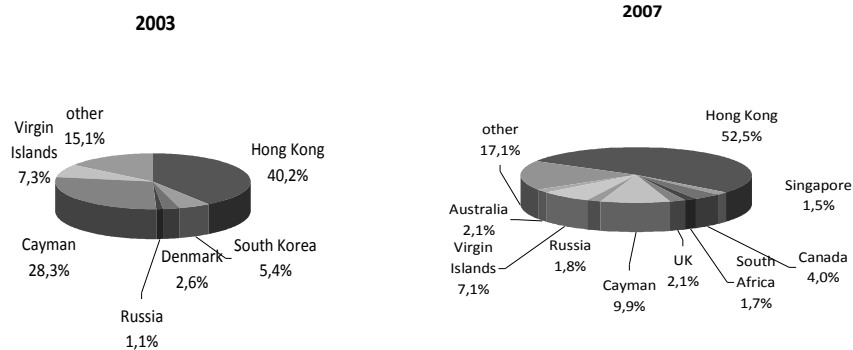


Fig. 3. Geographical structure of Chinese outward stock At the end of 2007 (billion USD and percent)

Source: authorial study on the basis of: *China Statistical Yearbook 2008*. Beijing: National Bureau of Statistics in China, China Statistics Press, 2008, No. 27, p. 736.

³ Special attention should be maintained in the interpretation of the significant share of FDI coming from tax heavens. Such capital may partly be in the form of *round-tripping* that is when the actual investments are made by Chinese “fake companies”. Moreover FDI coming from tax heavens actually come from countries which in order to avoid many fiscal stresses have moved parts of their businesses to tax-benign places (the practice often taking place in Hong Kong or Taiwan). Such interpretation of FDI coming from tax heavens requires revision in the official statistics relating to the sources of FDI and allows to suppose that the role of Hong Kong, Taiwan and other countries operating in tax heavens in the inflow of investments can be more important than the official information. OECD estimated that in 2006 the capital of *round-tripping* type constituted 20–30% of the FDI inflow to China. However, the unification of CIT tax for domestic and foreign companies will probably limit the inflow of *round-tripping* capital.



Structure according to the value of ODI

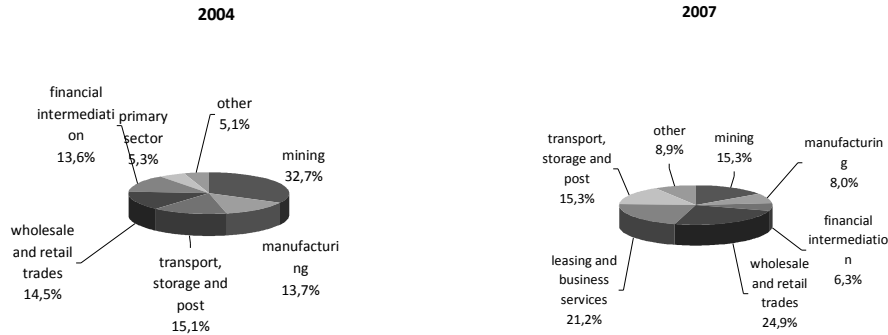
Fig. 4. Geographical structure of Chinese ODI in 2003 and 2007

Source: authorial study on the basis of: *Statistical Bulletin of China's Outward Foreign Direct Investment 2006*. Ministry of Commerce of People's Republic of China, p. 53–57; *China Statistical Yearbook 2008*. Beijing: National Bureau of Statistics in China, China Statistics Press, 2008, No. 27, p. 736.

Similarly to the inflowing structure of FDI, which is heading towards more advanced branches of Chinese economy, the outflowing Chinese capital (in the form of FDI) is heading towards service sector. At the beginning of the 1980s China was already making few ODI mainly in the transport business, engineering contacts, catering and insurance. However, the scale of these investments was rather small. In the period between 1979 and 1983 only 77 non-trade projects were accepted and estimated at ca. 0,5 billion USD. As the values of ODI are growing more and more of them find their way to foreign advanced service sectors (fig. 5). Simultaneously China is directing capital in FDI form to mining sectors as a backup of their raw materials⁴.

Regional distribution of the inflowing FDI since the implementation of “the open doors” has been unequal. Since the beginning of the 1980s about 85–90% of direct investments find their destination in the Eastern regions of China – mainly to provinces where the special economic zones are located. The remaining areas of China have an insignificant share in the inflowing FDI. The areas which are the main beneficiaries of the foreign investments also dominate in making such investments abroad.

⁴ It should be noticed that statistical data published by The Statistical Yearbook or Chinese Direct Investment Bulletin abroad are considerably different from the information presented by internet websites of companies or information agencies. The explanation of such discrepancies in the value of FDI can be numerous: e.g. part of the investments have not been completed in a given year, a part of them was in a portfolio investment form.



Structure according to the value of ODI.

Fig. 5. Structure of Chinese ODI in 2004 and 2007

Source: authorial study on the basis of *Statistical Bulletin of China's Outward Foreign Direct Investment 2006*. Ministry of Commerce of People's Republic of China, p. 64; *China Statistical Yearbook 2008*. Beijing: National Bureau of Statistics in China, China Statistics Press, 2008, No. 27, p. 737.

3. Mergers and acquisitions, and portfolio investments

By the end of the twentieth century Chinese subject's forms of investments abroad relied practically on joint venture partnerships and appointing foreign business representation offices and branches. With China joining WTO, the form structure of FDI carried out by Chinese enterprises was transformed. The more and more dynamic flow of capital between China and other companies are accompanied by the growth of foreign direct investments labelled as *brown-field*, especially such foreign transactions as mergers and acquisitions (M&A). The number of this form of investment differs rapidly from the ones taking place in developed countries. Nevertheless, China is trying to bridge this gap as fast as possible. Merger transactions and foreign takeovers on a very small scale were taking place in China already at the end of the 1980s, however, it was only at the beginning of the twenty-first century that their dynamics rose. In recent years foreign subjects were abandoning the traditional way of making investments in China through FDI more frequently and carried out merger and takeover transactions. M&A in China as yet reached their peak in 2007 (fig. 6). UNCTAD estimated that by the half of 2008 the M&A value made by Chinese subjects came to almost 26,5 billion USD whereas the interest of foreign enterprises in merger and takeover of Chinese companies dropped⁵. According to

⁵ This situation is probably the result of economic crisis. Chinese subjects that have capital at their disposal are making numerous purchases of the institutions (especially financial ones) which are closing as a result of the subprime crisis. On the other hand, foreign subjects are

the Zero2IPO Group report foreign M&A in PRC dropped in 2008 by 30% in comparison with the previous year and amounted to 13 billion USD. Foreign mergers and takeovers in Chinese mass media and telecommunications as well as in power industry reached their highest levels in history: 20,23 billion USD and 7,8 billion USD respectively⁶. Between 1988–1989 109 M&A transactions were executed, which amounts to about 14% of all foreign direct investments of PRC. In 2006 the participation of M&A rose to almost 85% of Chinese ODI⁷. This type of direct investments was used until the mid-nineties, mainly in the processing business whereas present-day M&A are carried out most often in high-tech, telecommunications, financial and raw material related sectors (table 1). M&A transactions allow for a quick adoption of advanced technologies, distribution network, trademarks and other strategically important assets.

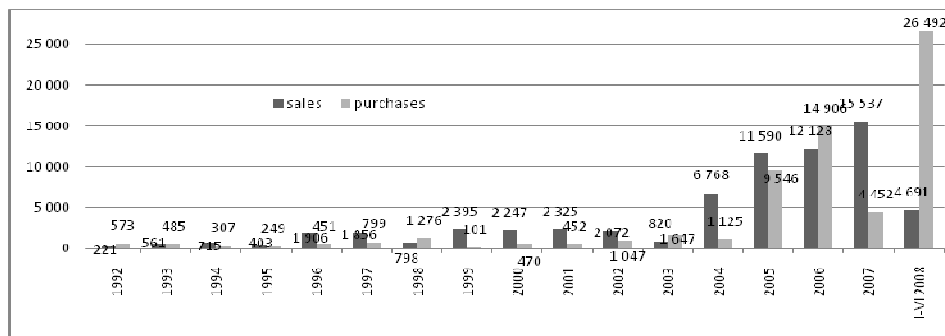


Fig. 6. Value of Chinese cross-border M&A in 1988–2008 (million USD)
 Source: authorial study on the basis of *World Investment Report 2003*. New York, Geneva: UNCTAD, 2003, p. 291, 295; *World Investment Report 2006*. New York, Geneva: UNCTAD, 2006, p. 273; *World Investment Report 2008*. New York, Geneva: UNCTAD, 2008, p. 320.

Tab. 1. Selected cross-border M&A of Chinese companies in 2000–2009

Acquiring company	Acquired company	% of acquired shares	value of transaction (million USD)
Industrial and Commercial Bank of China	IEC Investments	405	17.7
Industrial and Commercial Bank of China	Bank Halim Indonesia PT*	90%	na**

concentrating more on eliminating the financial crisis results and on actions which are supposed to save them from the lack of financial liquidity and bankruptcy rather than carrying out M&A transactions.

⁶ See Xiaoping B., Cross-Border M&A Drops 30%, IPOs Hit 3-year Low. *China Daily* 2009, 20 January.

⁷ See *OECD Investment...*, p. 74–75.

Acquiring company	Acquired company	% of acquired shares	value of transaction (million USD)
Industrial and Commercial Bank of China	Seng Heng Bank	79.93%	585
China Construction Bank	Bank of America (Asia)	100%	1200
China Merchants Bank	Wing Lung Bank	53%	na
China Minsheng Banking Corporation	Habib Bank	10%	na
China Minsheng Banking Corporation	UCBH Holdings, Inc.	9.9%***	317
China National Gold Group Corporation	Jinshan Gold Mines	42%	218
Industrial and Commercial Bank of China	Union Bank of Hong Kong	53.24%	200
CNPC International Ltd.	PlusPetrol Norte (Peru)	na	200
Industrial and Commercial Bank of China	Fortis Bank Asia	100%	276.5
CNPC International Ltd.	PetroKazakhstan Inc. (Canada)	na	4 141
Bank of China	Singapore Aircraft Leasing	100%	965
China Mobile Communications	Paktel	88.86%	284
Industrial and Commercial Bank of China	Standard Bank	20%	5500
Bank of China	La Compagnie Financiere Edmond de Rothschild	20%	342
Bank of China	Heritage Fund Management	30%	8.7
China Unicom Ltd	China Netcom Group Corp. (Hong Kong)	100%	swap
Bank of East Asia (China)	American International Group	na	10–20****

* With the option to buy rest of the shares until 20011.

** Not available.

*** Transaction consists of three stages: first (march 2008) Minsheng acquired 4,9% shares of UCBH, second (August 2008) – 9,9%, third (June 2009) – participation of Chinese bank amounted 20%.

**** The decision to buy has just been made.

Source: authorial study on the basis of Cieślak E., Przystanek Chiny. *Gazeta Bankowa* 2008, nr 45 (1045), p. 26, 30; Cieślak E., Wielki skok ku globalizacji. *Gazeta Bankowa* 2009, nr 2 (1054), p. 19; Cieślak E., Kolo ratunkowe baronów narodowego bogactwa. *Nowe Życie Gospodarze* 2008, nr 10 (466).

By opening to the world China was by degrees opening to the transfers of portfolio investments. In reality, this type of financial activity was triggered only after joining WTO and gradual liberalisation of capital account of China's balance of payments. The regulations of portfolio investments inflow were loosened up already in the 1990s⁸ and the implementation of Qualified Foreign Institutional Investors (QFII)⁹ was a temporary solution for introducing full exchangeability of the capital account. In the case of making portfolio investments abroad by Chinese companies the loosening up of the regulations took place later than in the case of the inflow of these type investments. In 2006 the Qualified Domestic Institutional Investors (QDII) formula was introduced which allows banks, insurance and asset management companies to make foreign portfolio investments. This situation was related to the motto of the Chinese government: "to attract capital from outside and keep the domestic capital in". Additionally, Chinese national invest funds are active in carrying out portfolio investments.

4. Conclusions

As one of the fastest developing countries China is attracting foreign portfolio investors. Rising share indices on Chinese stock exchange fostered location of capital in A and H type shares as well as other securities sold in Chinese stock market. However, in 2007 the growing tendency of portfolio investments inflowing to China was stopped and the preliminary estimates show that 2008 also finished with a drop in the inflow of this type of capital. This situation is linked not only to the world crisis but, as investors expect, also to the blowing out of the speculative bubble which was created in Chinese stock exchange.

The investments which were flowing into China helped to build the infrastructure and also had a large share in financing the enterprises related to the changes in the economy which were being carried out. They played especially important part in rebuilding the financial sector. The importance of the capital transfer to China is further emphasised by the high index marks of FDI participation in Chinese GDP as well as gross outlays on permanent assets. The foreign subjects operating in PRC hold a considerable share in improving the technological and product advancement of Chinese economy (launching new products into the market) and developing ways of organisation and manage-

⁸ In the mid-nineties the government was announcing exchangeability of the capital account. However, the Asian crisis held back the implementation of this aim. The issue of exchangeability returned at the time of joining WTO.

⁹ See *Outward Portfolio Investment From Mainland China: How Much Do We Expect and How Large a Share Can Hong Kong Expect to Capture?* Hong Kong Monetary Authority 2006, September, p. 3.

ment¹⁰. The inflowing foreign capital as investments of Chinese subjects in other countries resulted in market innovations (creating new markets, conquering new markets, acquiring new sources of supplies). Owing to capital transfers the innovative capability of Chinese companies improved.

To sum up, the incorporation of China to world economy through receiving foreign investments and through overseas investments by Chinese enterprises is influencing the country's development processes in a positive way. Nevertheless, PRC's relatively high caution in making and accepting investments, in comparison with many countries (e.g. USA, UK), is largely protecting the country from the negative effects of the present financial crisis.

Literature

- China Statistical Yearbook 2008*. Beijing: National Bureau of Statistics in China, China Statistics Press, 2008, No. 27.
- Chinability* (www.chinability.com).
- Cieślak E., Kolo ratunkowe baronów narodowego bogactwa. *Nowe Życie Gospodarcze* 2008, nr 10 (466). ISSN 1234-5784.
- Cieślak E., Przystanek Chiny. *Gazeta Bankowa* 2008, nr 45 (1045).
- Cieślak E., Wielki skok ku globalizacji. *Gazeta Bankowa* 2009, nr 2 (1054).
- Ministry of Commerce of People's Republic of China (www.fdi.gov.cn).
- National Bureau of Statistics in China* (www.stats.gov.cn).
- Numbers of the Week. *Beijing Review* 2009, February 5.
- OECD Investment Policy Reviews: China 2008*. OECD 2008.
- Outward Portfolio Investment From Mainland China: How Much Do We Expect and How Large a Share Can Hong Kong Expect to Capture?* Hong Kong Monetary Authority, September 2006.
- State Administration of Foreign Exchange* (http://www.safe.gov.cn/model_safe_en/index.jsp?id=6).
- Statistical Bulletin of China's Outward Foreign Direct Investment 2006*. Ministry of Commerce of People's Republic of China.
- The Outline of the Eleventh Five-year Plan*, http://en.ndrc.gov.cn/hot/t20060529_71334.htm.
- World Investment Report 2003*. New York, Geneva: UNCTAD, 2003. ISBN 91-1-112580-4.
- World Investment Report 2006*. New York, Geneva: UNCTAD, 2006. ISBN 92-1-112703-4.
- World Investment Report 2008*. New York, Geneva: UNCTAD, 2008. ISBN 978-92-1-112755-3.
- Xiaoping B., Cross-Border M&A Drops 30%, IPOs Hit 3-year Low. *China Daily* 2009, 20 January.

¹⁰ Foreign enterprises operating in China have repeatedly enforced style change in management of Chinese companies, encouraging them to gradually adopt the Western model with Chinese elements. Similarly, Chinese companies operating in foreign markets were forced to adopt the style of management and organization typical for their competition from abroad. This also caused their gradual transferring of management techniques from foreign countries to China.

ALTERNATYWNE SYSTEMY OBROTU W POLSCE

Magdalena Mosionek-Schweda

Abstrakt: Pierwszy polski alternatywny system obrotu – zwany NewConnect – został utworzony w dniu 30 sierpnia 2007 r. Jest to rynek zorganizowany, lecz prowadzony przez Giełdę Papierów Wartościowych S.A. poza rynkiem regulowanym. Dwa lata później, 30 września 2009 r., GPW uruchomiła kolejny rynek – Catalyst – złożony z czterech segmentów, w tym: dwóch rynków regulowanych oraz dwóch alternatywnych platform obrotu.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie podstawowych zasad działania alternatywnych systemów w Polsce oraz krótki przegląd najważniejszych danych statystycznych dotyczących tych rynków.

Słowa kluczowe: akcje, alternatywny system obrotu, giełda, obligacje.

1. Wprowadzenie

W Polsce rynek kapitałowy identyfikowany jest przede wszystkim z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (GPW). Niewątpliwie jest to centrum polskiego rynku finansowego, miejsce pozyskiwania i pomnażania kapitałów, spotkań emitentów i inwestorów, a także barometr gospodarki oraz wskaźnik nastrojów społeczeństwa.

Od momentu uruchomienia w kwietniu 1991 r. GPW podlega nieustannym przeobrażeniom, dostosowując się do zmian zachodzących w szeroko pojętym otoczeniu, a także wychodząc naprzeciw oczekiwaniom i potrzebom swoich interesariuszy. Giełda nie poprzestaje jednak wyłącznie na udoskonaleniach w zakresie istniejącej struktury organizacyjnej, lecz rozwija się, rozszerzając swoją ofertę poza dotychczasowe ramy funkcjonowania. Przejawem tego jest stworzenie alternatywnych systemów obrotu (ASO) – rynków, które dotychczas w Polsce nie występowały. Pierwszy alternatywny system – zwany NewConnect

(NC) – powstał w sierpniu 2007 r. jako rynek papierów udziałowych. Kolejny – Catalyst – debiutował zaledwie dwa lata później jako platforma obrotu dłużnymi papierami wartościowymi.

Poniżej przedstawiono podstawowe zasady działania tych systemów, ich krótką charakterystykę oraz najważniejsze statystyki obrazujące ich dotychczasowe funkcjonowanie.

2. Istota alternatywnego systemu obrotu

W polskim porządku prawnym pojęcie alternatywnego systemu obrotu zdefiniowane zostało w *Ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi*. Zgodnie z art. 3 ustawy: alternatywny system obrotu to organizowany przez firmę inwestycyjną lub spółkę prowadzącą rynek regulowany wielostronny system obrotu dokonywanego poza rynkiem regulowanym, którego przedmiotem są papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego, zapewniający koncentrację podaży i popytu w sposób umożliwiający zawieranie transakcji pomiędzy uczestnikami tego systemu¹.

Ten sam akt prawny definiuje również pojęcie rynku regulowanego. W rozumieniu art. 14 rynkiem regulowanym jest: [...] *działający w sposób stały system obrotu instrumentami finansowymi dopuszczonymi do tego obrotu, zapewniający inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych, oraz jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów, zorganizowany i podlegający nadzorowi właściwego organu na zasadach określonych w przepisach ustawy, jak również uznany przez państwo członkowskie za spełniający te warunki, i wskazany Komisji Europejskiej jako rynek regulowany*². W praktyce oznacza to, że warunki dopuszczenia instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym, a także wszystkie prawa i obowiązki jego uczestników są ściśle uregulowane przepisami prawa krajowego oraz europejskiego.

Alternatywny system obrotu jest rynkiem zorganizowanym, lecz nie jest rynkiem regulowanym w znaczeniu przepisów prawa polskiego oraz ustawodawstwa Unii Europejskiej – oznacza to, że nie jest objęty licznymi krajowymi oraz unijnymi regulacjami. Obrót papierami wartościowymi oraz zasady funkcjonowania ASO są opracowywane i bieżąco monitorowane przez jego organizatora.

W porównaniu z głównym parkietem alternatywne platformy charakteryzują się uproszczonymi, elastycznymi procedurami wprowadzania i notowania instrumentów finansowych oraz mniej restrykcyjnymi przepisami w stosunku do ich uczestników. Dzięki bardziej liberalnym regulacjom emisja papierów wartościowych, a następnie uczestnictwo w ASO są zdecydowanie mniej kosz-

¹ Art. 3 *Ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi*. Dz. U. 2005, Nr 183, poz. 1538 z późn. zm.

² Tamże, art. 14 ust. 1.

towne i dają szansę pozyskania kapitału z rynku publicznego także podmiotom małym, również dopiero rozpoczynającym działalność.

W Europie alternatywne systemy obrotu funkcjonują od dawna. Polski NewConnect jest jednym z trzynastu ASO zorganizowanych i zarządzanych przez dwanaście europejskich giełd stowarzyszonych w ramach Federacji Europejskich Giełd Papierów Wartościowych (Federation of European Stock Exchanges, FESE)³. FESE definiuje alternatywny system obrotu jako rynek lub segment rynku zarządzany przez giełdę papierów wartościowych, na którym obrót regulowany jest innymi przepisami niż na rynku głównym i który przeznaczony jest szczególnie dla małych oraz średnich spółek o wysokim potencjale wzrostu, reprezentujących sektory nowych technologii⁴.

Poniżej przedstawiono podstawowe informacje o alternatywnych systemach obrotu funkcjonujących w Europie (tab. 1).

Tab. 1. Alternatywne systemy obrotu w Europie monitorowane przez FESE (stan na dzień 30 sierpnia 2009 r.)

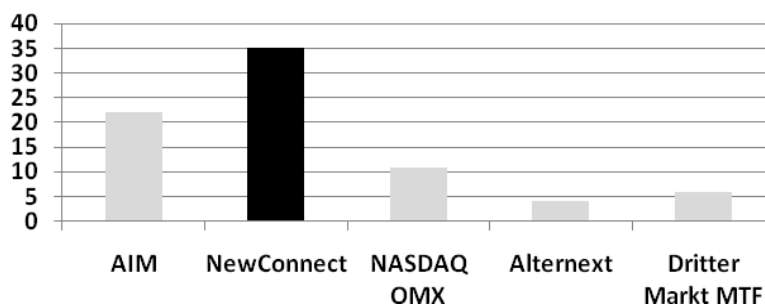
Giełda Papierów Wartościowych	Alternatywny system obrotu	Data uruchomienia
Athens Exchange	Alternative Market (EN.A)	luty 2008
Borsa Italiana	Star	kwiecień 2001
Borsa Italiana 2	AIM Italia	grudzień 2008
Bratislava Stock Exchange	Bratislava Stock Exchange	lipiec 2001
Deutsche Börse	Entry Standard	październik 2005
Euronext	Alternext	maj 2005
Irish Stock Exchange	IEX	kwiecień 2005
London Stock Exchange	AIM	czerwiec 1995
Luxembourg Stock Exchange	Euro MTF	lipiec 2005
NASDAQ OMX Nordic	First North Alternative Market	grudzień 2005
Oslo Børs	Oslo Axess	maj 2007
Warsaw Stock Exchange	NewConnect	sierpień 2007
Wiener Börse	Dritter Markt (MTF)	styczeń 2002

Zródło: opracowanie własne na podstawie: FESE [on-line]. [Dostęp 12.12.2009]. Do pobrania: FESE Monthly Factsheets August 2009, Table 6a: Specialised Markets/Segments in Equity. Dostępny w World Wide Web: <http://www.fese.be/en/?inc=art&id=4>.

³ FESE [on-line]. [Dostęp 12.12. 2009]. Do pobrania: FESE Monthly Factsheets August 2009, Table 6a: Alternative Markets/Segments. Dostępny w World Wide Web: <http://www.fese.be/en/?inc=art&id=4>.

⁴ FESE, *FESE Statistics Methodology* [on-line]. November 2009 [Dostęp 12.12.2009]. Dostępny w World Wide Web: http://www.fese.be/_lib/files/FESE_Statistics_Methodology_5_1_November09.pdf.

NewConnect jest jednym z najmłodszych w gronie europejskich ASO, jednakże od początku swojego funkcjonowania wykazuje dużą dynamikę rozwoju w porównaniu z pozostałymi systemami. Według porównywalnych danych w okresie od sierpnia 2008 do czerwca 2009 r. warszawski ASO miał najwyższą liczbę debiutów⁵ (zob. wykr. 1).



Wykr. 1. Europejskie alternatywne systemy obrotu z największą liczbą debiutów w okresie od sierpnia 2008 do czerwca 2009 roku

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *NewConnect – rynek po 2 latach* [on-line]. [Dostęp 12.12.2009], s. 11. Dostępny w World Wide Web: http://www.newconnect.pl/pub/NC_rynek_po_2_latach.pdf.

Najstarszym rynkiem działającym w formule ASO jest Alternative Investment Market (AIM), prowadzony przez Londyńską Giełdę Papierów Wartościowych od czerwca 1995 roku. Jest to jednocześnie największa taka platforma w Europie pod względem liczby notowanych spółek oraz kapitalizacji⁶. Według danych z końca grudnia 2009 r. na AIM notowane były walory 1293 spółek, w tym 241 spoza Wielkiej Brytanii, o łącznej kapitalizacji ponad 56 mld GBP. Całkowity obrót w 2009 r. przekroczył 33 mld GBP⁷.

Polski alternatywny system obrotu w dużej mierze jest wzorowany na brytyjskim AIM, z którego zaczerpnięto m.in. pojęcie autoryzowanych doradców oraz decyzje, które z wymagań rynku głównego mogą zostać pominięte. NewConnect nie osiąga jednak tak imponujących wyników jak jego pierwowzór. Pierwszy miesiąc działania obu rynków był podobny – na parkiecie zadebiutowała zbliżona liczba spółek (AIM-14, NC-13), jednak kolejne miesiące nie były dla polskiego rynku tak owocne jak dla brytyjskiego. W Polsce setny debiut miał

⁵ *NewConnect – rynek po 2 latach* [on-line]. [Dostęp 12.12.2009], s. 11. Dostępny w World Wide Web: http://www.newconnect.pl/pub/NC_rynek_po_2_latach.pdf.

⁶ Piekarczyńska A., Giełda Papierów Wartościowych w Wielkiej Brytanii – London Stock Exchange. W: Ziarko-Siwiek U. (red.), *Giełdy kapitałowe w Europie*. Warszawa: Wydaw. CeDeWu, 2008, s. 37.

⁷ *AIM London Stock Exchange* [on-line]. [Dostęp 12.12.2009]. Market Statistics, December 2009. Dostępny w World Wide Web: <http://www.londonstockexchange.com/statistics/markets/aim/aim.html>.

miejsce po 26 miesiącach notowań, podczas gdy na AIM po zaledwie trzech kwartałach. W ciągu pierwszych dwóch lat na rynek AIM wkroczyły 294 spółki, podczas gdy na NC – 96 spółek⁸. Różnice te wynikają nie tylko z faktu, że rynek brytyjski jest bardziej rozwinięty, lecz także spowodowane są momentem powstania NewConnect – na samym początku globalnego kryzysu ekonomicznego, w wyniku którego spadło zaufanie inwestorów, a wielu emitentów zrezygnowało ze swoich planów emisyjnych ze względu na słabe wyniki finansowe oraz niesatysfakcjonujące ceny emisyjne.

3. Zasady funkcjonowania NewConnect

Uroczysta inauguracja pierwszego w Polsce alternatywnego systemu obrotu odbyła się 30 sierpnia 2007 roku. Zgodnie z ustawową definicją ASO NewConnect ma status rynku zorganizowanego, lecz działa poza głównym parkietem giełdy. Platforma ta dedykowana jest młodym spółkom jako alternatywne źródło pozyskiwania kapitału niezbędnego do sfinansowania innowacyjnych przedsięwzięć.

Zgodnie z założeniami NC rynek ten jest przeznaczony dla tych podmiotów, które chcą pozyskać środki finansowe w drodze emisji akcji na rynku publicznym, ale nie spełniają wymagań GPW koniecznych do uplasowania emisji na rynku głównym (np.: wielkość spółki, rodzaj prowadzonej działalności, okres funkcjonowania, sytuacja finansowa, wielkość emisji) lub nie są w stanie wypełnić wszystkich obowiązków związanych ze statusem spółki notowanej na głównym parkiecie⁹. Władze GPW, przedstawiając cele NewConnect, podkreśliły, że ma on przede wszystkim umożliwiać pozyskiwanie kapitału małym podmiotom (również w początkowej fazie działania), reprezentującym innowacyjne sektory, o dużej dynamice, rozwoju oraz mającym szansę na debiut na rynku głównym¹⁰.

Określony w powyższy sposób profil emitenta oraz szczególne przeznaczenie platformy NC wymagały zastosowania wobec spółek liberalnych regulacji prawnych, niewielkich wymogów formalnych oraz elastycznych procedur. Należy jednak pamiętać, że większość spółek notowanych na NewConnect nie ma doświadczenia w zakresie funkcjonowania jako spółka publiczna. Z tego

⁸ Chudzińska N., NewConnect i AIM na jednej ścieżce rozwoju? *eBiuletyn NewConnect* [on-line]. 2009, nr 25 [Dostęp 12.12.2009]. Dostępny w World Wide Web: http://ncbiuletyn.pl/biuletyn/czytaj/305-NewConnect_i_AIM_na_jednej_%C5%9Bcie%C5%BCce_rozwoju_.html.

⁹ Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*. Warszawa: Wydaw. Naukowe PWN, 2010, s. 168.

¹⁰ NewConnect, *Przewodnik dla emitentów* [on-line]. [Dostęp 12.12.2009], s. 2–3. Dostępny w World Wide Web: http://www.newconnect.pl/pub/dokumenty_do_pobrania/przewodnik_dla_emitentow_newconnect_pl.pdf.

względem emitenci zostali zobowiązani do współpracy w początkowym okresie notowań z instytucjami pełniącymi funkcje partnerów lub opiekunów – są to: Autoryzowany Doradca i Animator Rynku (lub Market Maker).

Autoryzowany Doradca jest nowym podmiotem na polskim rynku kapitałowym, powołanym specjalnie do obsługi spółek notowanych na NewConnect. Zgodnie z *Regulaminem ASO*: Autoryzowanym Doradcą jest firma inwestycyjna lub inny podmiot świadczący usługi związane z obrotem gospodarczym, w tym doradztwo finansowe, doradztwo prawne lub audyt finansowy, wpisane na listę prowadzoną przez organizatora ASO¹¹.

Autoryzowany Doradca spełnia trzy podstawowe funkcje. Po pierwsze, jest odpowiedzialny za ocenę, czy spółka może być notowana na NC. W czasie przygotowania spółki do debiutu zobowiązany jest do badania, czy sporządzenie dokumentu informacyjnego w związku z ubieganiem się o wprowadzenie do obrotu danych instrumentów finansowych nastąpiło zgodnie z obowiązującymi przepisami. Po rozpoczęciu notowań na NewConnect Autoryzowany Doradca wspiera spółkę w zakresie wypełniania przez nią obowiązków informacyjnych oraz na bieżąco doradza w sprawach dotyczących obecności emitenta na NC. Współpraca z Autoryzowanym Doradcą powinna trwać przynajmniej przez rok od dnia pierwszego notowania instrumentów finansowych spółki w alternatywnym systemie obrotu¹².

Kolejnym partnerem spółki notowanej na rynku NC jest Animator Rynku lub Market Maker. W przeciwieństwie do Autoryzowanego Doradcy podmioty te od dawna funkcjonują na polskim rynku kapitałowym, współpracując ze spółkami notowanymi na głównym parkiecie GPW Animatorem Rynku jest firma inwestycyjna, której głównym zadaniem jest wspomaganie płynności obrotu instrumentami finansowymi danego emitenta. Spółka jest zobowiązana do współpracy z Animatorem Rynku przez okres co najmniej dwóch lat od dnia pierwszego notowania jej akcji na rynku kierowanym zleceniami. Market Maker pełni taką samą funkcję, ale na rynku kierowanym cenami¹³.

Rynek akcyjny działający w formule alternatywnego systemu obrotu jest nowością na polskim rynku kapitałowym. Krótki okres jego funkcjonowania oraz specyficzne zasady działania powodują, że jest mało popularny zarówno wśród spółek – potencjalnych emitentów, jak i inwestorów. Nieznajomość zasad jego funkcjonowania, szans i zagrożeń, które są z nim związane, stanowi obecnie poważną przeszkodę w jego dalszym rozwoju.

¹¹ § 18 *Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu (według stanu prawnego na dzień 12 maja 2010 r.)* [online]. [Dostęp 12.12.2009]. Dostępny w World Wide Web:

http://www.newconnect.pl/pub/regulacje_prawne/Regulamin_ASO.pdf.

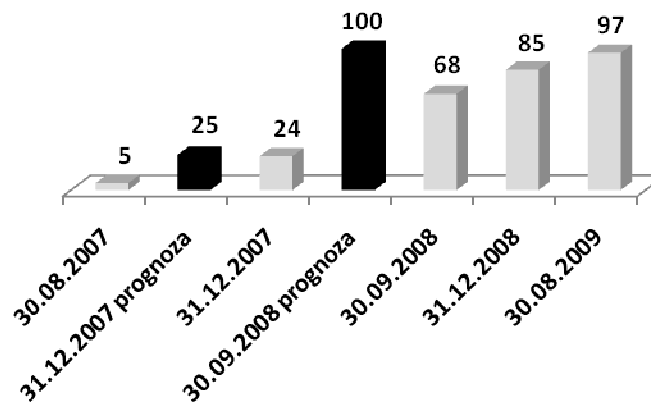
¹² Tamże, § 18 p. 3.

¹³ Ziarko-Siwiek U., NewConnect – Alternatywny System Obrotu w Polsce. W: Gabryelczyk K., Gruszczyńska-Broźbar E. (red.), *Współczesne problemy rynku pieniężnego i kapitałowego. Teoria i praktyka*. Poznań: Wydaw. Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, 2009, s. 173–174.

4. Podstawowe statystyki rynku NewConnect

W trakcie uroczystej inauguracji NewConnect (30 sierpnia 2007 r.) zadebiutowało pięć spółek: Digital Avenue S.A., S4E S.A., VIAGUARA S.A., Virtual Vision S.A. oraz Wrocławski Dom Maklerski S.A. W grudniu 2007 r., po czterech pierwszych miesiącach notowań, na NC dokonywano obrotu akcjami 24 emitentów. Wartość wszystkich ofert wyniosła ponad 150 mln PLN¹⁴.

W dniu uruchomienia NewConnect przedstawiciele GPW optymistycznie zakładali kierunek i tempo przyszłego rozwoju tego rynku oraz liczbę debiutujących na nim spółek (zob. wyk. 2). W rzeczywistości prognozowaną liczbę emitentów osiągnięto jedynie na koniec 2007 roku. Setny debiut, prognozowany na wrzesień 2008 r., odbył się dopiero rok później.



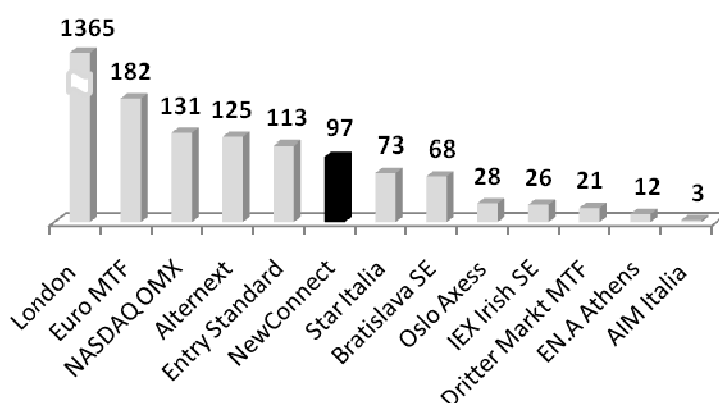
Wykr. 2. Liczba spółek notowanych na rynku NewConnect – prognozy oraz rzeczywiste dane

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *NewConnect* [on-line]. [Dostęp 12.12.2009]. Do pobrania statystyki roczne i półroczne. Dostępny w World Wide Web: http://www.newconnect.pl/index.php?page=statystyki_polroczne oraz http://www.newconnect.pl/index.php?page=statystyki_roczne.

Rozwój rynku NewConnect nadal przebiega poniżej oczekiwań GPW. Spowodowane jest to głównie przez ogólnoświatowy kryzys finansowy i wycofywanie się inwestorów zarówno instytucjonalnych, jak i indywidualnych z rynków kapitałowych. Zbyt duża niepewność i zmienność sytuacji na światowych rynkach finansowych wpłynęła negatywnie nie tylko na inwestorów, lecz także na spółki – wielu emitentów zrezygnowało z upublicznienia lub odłożyło moment wejścia na giełdę na innym moment, kiedy sukces emisji obarczony będzie mniejszym ryzykiem niepowodzenia.

¹⁴ *NewConnect – sukces pierwszych 6 miesięcy* [on-line]. [Dostęp 12.12.2009], s. 18–19. Dostępny w World Wide Web: http://www.newconnect.pl/pub/dokumenty_do_pobrania/NCpolroku.pdf.

Z drugiej strony na tle pozostałych ASO prowadzonych przez europejskie giełdy papierów wartościowych – członków FESE, NewConnect, będąc jednym z najmłodszych rynków alternatywnych, jest jednocześnie najszybciej rozwijającym się w Europie. Pod względem liczby oraz wartości debiutów platforma ta znajduje się w czołówce ASO. NewConnect charakteryzuje się również wyższą płynnością niż inne europejskie rynki alternatywne, np. Alternext czy Dritter Markt¹⁵. Według danych z sierpnia 2009 r. polski ASO znajduje się na szóstym miejscu pod względem liczby notowanych spółek, wyprzedzając rynki funkcjonujące znacznie dłużej (zob. wyk. 3).



Wykr. 3. Liczba spółek notowanych w Alternatywnych Systemach Obrotu monitorowanych przez FESE (stan na dzień 30 sierpnia 2009 r.)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: FESE [on-line]. [Dostęp 12.12.2009]. Do pobrania: FESE Monthly Factsheets August 2009, Table 6a: Alternative Markets/Segments. Dostępny w World Wide Web: <http://www.fese.be/en/?inc=art&id=4>.

Przedstawione poniżej (w tab. 2) podstawowe statystyki NewConnect potwierdzają, że pomimo kryzysu na rynkach finansowych i pesymistycznych nastrojów wśród emitentów i inwestorów polski ASO z roku na rok poprawia swoje wskaźniki. Na koniec 2009 r. na rynku notowano walory 107 spółek, (wzrost o 27% w stosunku do roku poprzedniego) o kapitalizacji prawie 2,5 mld PLN (wzrost o 76%). Główny indeks NC osiągnął w tym czasie wartość 49,70, co oznacza 30% wzrost w stosunku do roku wcześniejszego. Wzrosła również łączna wartość obrotów – o 38% – z poziomu 840 mln PLN do 1162 mln PLN. Średnie obroty na sesję kształtowały się na poziomie 4,61 mln PLN – dla porównania w 2008 r. wynosiły 3,28 mln PLN¹⁶.

¹⁵ *NewConnect, rynek po 2 latach* [on-line], dz. cyt., s. 11.

¹⁶ *NewConnect* [on-line]. [Dostęp 12.12.2009]. Do pobrania statystyki roczne. Dostępny w World Wide Web: http://www.newconnect.pl/index.php?page=statystyki_ryнку_roczne.

Tab. 2. Podstawowe statystyki rynku NewConnect według stanu na koniec 2008 roku i 2009 roku

Pozycja	2008 rok	2009 rok	Zmiana
Liczba notowanych spółek (na koniec roku)	84	107	27%
Liczba debiutów	61	26	-57%
Kapitalizacja spółek (mln PLN)	1396	2457	76%
Wartość obrotów ogółem (mln PLN)	840	1162	38%
Średnie obroty na sesję (mln PLN)	3,28	4,61	40%
NCIndex	38,19	49,70	30%

Zródło: opracowanie własne na podstawie: *NewConnect* [on-line]. [Dostęp 12.12.2009]. Do pobrania statystyki roczne. Dostępny w World Wide Web: http://www.newconnect.pl/index.php?page=statystyki_ryнку_roczne.

Zgodnie z *Regulaminem ASO* na NewConnect mogą być notowane również akcje spółek zagranicznych. Organizator nie wprowadził żadnych dodatkowych wymogów dla emitentów spoza kraju, podlegają oni dokładnie takim samym regulacjom jak emitenci krajowi, zarówno w kwestiach przed debiutem, jak i w całym okresie notowań na rynku NC. W ciągu niespełna dwupółletniego okresu funkcjonowania NewConnect wśród 109 debiutów odnotowano jedynie dwie spółki zagraniczne – obydwie z Republiki Czeskiej. W dniu 16 października 2008 r. na parkiet polskiego ASO weszła spółka Photon Energy a.s.¹⁷ Kolejna – BGS Energy Plus a.s. – dołączyła w dniu 28 września 2009 roku¹⁸.

Jednym z najważniejszych wydarzeń w dotychczasowej historii NewConnect było przejście dwóch spółek na rynek główny GPW. Pierwszym remitemtem decydującym się na przeniesienie swoich akcji z alternatywnego systemu obrotu była spółka M.W. Trade S.A., która zadebiutowała na NC we wrześniu 2007 r. i po piętnastu miesiącach notowań w ASO, w dniu 19 grudnia 2008 r., rozpoczęła notowania na głównym parkiecie. Kolejną spółką, która zamieniła NewConnect na rynek główny GPW, była Centrum Klima S.A. W dniu 6 stycznia 2009 r. akcje tego emitenta zadebiutowały na rynku regulowanym po zaledwie ośmiu miesiącach notowań na NewConnect (od 27 maja 2008 r.).

¹⁷ Uchwała Nr 757/2008 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 15 października 2008 r. w sprawie wyznaczenia pierwszego dnia notowania w alternatywnym systemie obrotu na rynku NewConnect akcji zwykłych na okaziciela serii B spółki PHOTON ENERGY a.s. W: *NewConnect* [on-line]. [Dostęp 12.12.2009]. Dostępny w World Wide Web: http://www.newconnect.pl/index.php?page=uchwaly&ph_main_content_start=show&ph_main_content_cmn_id=2234.

¹⁸ Uchwała Nr 447/2009 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 24 września 2009 r. w sprawie wyznaczenia pierwszego dnia notowania w alternatywnym systemie obrotu na rynku NewConnect akcji zwykłych na okaziciela spółki BGS ENERGY PLUS A.S. W: *NewConnect* [on-line]. [Dostęp 12.12.2009]. Dostępny w World Wide Web: http://www.newconnect.pl/index.php?page=uchwaly&ph_main_content_start=show&ph_main_content_cmn_id=2888.

NewConnect rozpoczął działanie w stosunkowo trudnym i niepewnym okresie na rynkach finansowych. Pomimo tych niesprzyjających uwarunkowań wykazał się dużą dynamiką wzrostu liczby debiutujących spółek, umożliwiając im pozyskanie kapitału na sfinansowanie rozwoju, w tym często uruchomienie innowacyjnych, ale również niezwykle ryzykownych przedsięwzięć.

5. Alternatywne systemy obrotu w ramach rynku Catalyst

Catalyst jest kolejnym rynkiem działającym w formule alternatywnego systemu obrotu. Został uruchomiony w dniu 30 września 2009 r. – dwa lata po debiucie pierwszego ASO w Polsce. Jest wspólnym przedsięwzięciem GPW oraz BondSpot S.A. (dawniej MTS-CeTO S.A.). W odróżnieniu od NewConnect Catalyst jest systemem autoryzacji oraz obrotu dłużnymi papierami wartościowymi¹⁹. Rynek ten przeznaczony jest wyłącznie dla nieskarbowych instrumentów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa oraz jednostki samorządu terytorialnego²⁰. Intencją organizatorów było stworzenie zorganizowanego rynku obrotu dłużnymi instrumentami finansowymi, który będzie jednocześnie gwarantował elastyczne reguły działania wszystkim jego uczestnikom – emitentom oraz inwestorom. Catalyst ma za zadanie wypełnić lukę na polskim rynku kapitałowym, który wykorzystywany jest obecnie przede wszystkim jako miejsce obrotu udziałowymi papierami wartościowymi.

Mając na uwadze powyższe założenia, organizatorzy Catalyst stworzyli system oparty na czterech różnych platformach obrotu²¹:

- dwóch rynkach zorganizowanych przez GPW w formule rynku regulowanego (RR) oraz alternatywnego systemu obrotu, skierowanych do inwestorów detalicznych,
- dwóch platformach prowadzonych przez BondSpot S.A.: również w formule rynku regulowanego oraz ASO, przeznaczonych dla inwestorów hurtowych – wartość transakcji dokonywanych na tych rynkach musi wynosić co najmniej 100 000 PLN.

Konsekwencją przyjętej struktury organizacyjnej Catalyst, opartej zarówno na rynkach regulowanych, jak i na alternatywnych systemach obrotu, jest stworzenie zbioru przepisów regulujących działanie poszczególnych segmentów. Najważniejszym dokumentem jest *Regulamin Catalyst* wraz z czterema załączni-

¹⁹ § 1 *Regulamin Catalyst* [on-line]. [Dostęp 12.12.2009]. Dostępny w World Wide Web: http://www.gpwcatalyst.pl/pub/files/materialy_do_pobrania/regulamin_Catalyst.pdf.

²⁰ *Catalyst. Rynek obligacji GPW* [on-line]. [Dostęp 12.12.2009]. Do pobrania prezentacja GPW: Perspektywa uczestnika rynku, inwestora i emitenta. Dostępny w World Wide Web: http://www.gpwcatalyst.pl/aktualnosci?ph_main_content_1_start=show&ph_main_content_1_cmn_id=1034.

²¹ § 4 *Regulamin Catalyst* [on-line], dz. cyt.

kami, stanowiący regulację ramową, obejmujący między innymi: zasady ogólne funkcjonowania rynku, warunki i procedury dotyczące autoryzacji dłużnych papierów wartościowych, obowiązki informacyjne emitentów, zasady kierowania obligacji do obrotu we wszystkich segmentach Catalyst oraz zasady uczestniczenia w obrocie przez instytucje finansowe.

Wszystkie dłużne instrumenty wprowadzane na Catalyst wymagają uzyskania autoryzacji, przy czym możliwe są dwie sytuacje²²: emitent otrzymuje autoryzację dla danej emisji dłużnych papierów wartościowych, ale nie ubiega się o dopuszczenie emisji do obrotu na żadnym z rynków Catalyst bądź uzyskuje autoryzację, a następnie rozpoczyna procedurę ubiegania się o dopuszczenie lub wprowadzenie obligacji do zorganizowanego obrotu.

Pierwsza z wymienionych sytuacji, w której emitent poprzestaje jedynie na autoryzacji swoich papierów bez dopuszczenia ich do obrotu, jest nowością na polskim rynku kapitałowym. O autoryzację można ubiegać się zarówno dla nowej emisji obligacji, jak i dla papierów wartościowych wyemitowanych wcześniej i będących przedmiotem obrotu wśród inwestorów. Dla emitenta autoryzacja obligacji – bez względu na fakt wprowadzenia papierów do obrotu na Catalyst lub pozostawienia w obrocie poza tą platformą – oznacza zobowiązanie się do przekazywania informacji bieżących i okresowych zgodnie z zasadami określonymi w *Regulaminie Catalyst* oraz zarejestrowanie emisji w systemie informacyjnym Catalyst. Nieprzestrzeganie zasad zawartych w regulaminie, w tym również nienależyte wykonywanie obowiązków informacyjnych, może spowodować cofnięcie autoryzacji, a w przypadku instrumentów wprowadzonych do notowań na rynku również wykluczenie z obrotu²³.

O przyznanie autoryzacji Catalyst mogą ubiegać się emitenci dłużnych papierów wartościowych spełniający dwa regulaminowe warunki. Po pierwsze, wartość emisji liczona według ceny nominalnej instrumentów finansowych wynosi równowartość w złotych co najmniej 400 000 EUR. Po drugie, w stosunku do emitenta nie toczy się postępowanie upadłościowe lub likwidacyjne²⁴. Jeśli emitent spełnia powyższe warunki, procedura ubiegania się o autoryzację rozpoczyna się w momencie złożenia odpowiedniego wniosku do organizatorów Catalyst. Pozytywne rozpatrzenie wniosku skutkuje skierowaniem instrumentów emitenta do zorganizowanego obrotu, co w praktyce – ze względu na złożoność rynku Catalyst – oznacza jedną z poniższych sytuacji²⁵:

1. Dopuszczenie instrumentów emitenta do obrotu na obydwu rynkach regulowanych – prowadzonych przez GPW oraz BondSpot S.A.
2. Dopuszczenie emisji do obrotu na rynku regulowanym GPW oraz wprowadzenie jej do ASO organizowanego przez BondSpot S.A.

²² Tamże, § 5.

²³ Tamże, § 21.

²⁴ Tamże, § 8.

²⁵ Tamże, § 15.

3. Wprowadzenie obligacji emitenta do ASO prowadzonego przez GPW i jednocześnie dopuszczenie do rynku regulowanego BondSpot S.A.
4. Wprowadzenie instrumentów do obydwu alternatywnych platform obrotu organizowanych przez obu organizatorów Catalyst.

Niewątpliwym atutem Catalyst jest jego dostępność dla szerokiego grona emitentów, w tym również dla spółek z ograniczoną odpowiedzialnością, które w polskich realiach gospodarczych stanowią zdecydowaną większość ze względu na niższe koszty prowadzenia działalności. System ten umożliwia takim podmiotom aktywne uczestnictwo w rynku kapitałowym bez konieczności zmiany statusu prawnego. Catalyst może stanowić źródło pozyskiwania kapitału opcjonalne nie tylko w stosunku do kapitału otrzymanego w drodze emisji akcji, lecz także w stosunku do kredytów bankowych czy też środków finansowych wniesionych przez inwestora strategicznego.

6. Pierwsze statystyki funkcjonowania Catalyst

W dniu uroczystej inauguracji Catalyst – 30 września 2009 r. – do zorganizowanego obrotu w tym systemie wprowadzone zostały instrumenty dłużne dziesięciu emitentów – łącznie 31 serii, w tym²⁶:

- nowe emisje obligacji wyemitowane przez trzech emitentów: Miasto Stołeczne Warszawa (jedna seria dopuszczona do obrotu na rynkach regulowanych GPW oraz BondSpot S.A.), Miasto Radlin oraz Electus S.A. (każdy podmiot wyemitował po dwie serie dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym GPW);
- instrumenty dłużne notowane wcześniej na rynku publicznym wprowadzone przez siedmiu emitentów: Europejski Bank Inwestycyjny (trzy serie, RR GPW), BRE Bank Hipoteczny S.A. (dwanaście serii, RR BondSpot), Europejski Fundusz Hipoteczny S.A. (jedna seria, RR BondSpot), Gmina Miasto Ostrów Wielkopolski (jedna seria, RR BondSpot), Miasto Poznań (dwie serie, RR BondSpot), Miasto Rybnik (trzy serie, RR BondSpot) oraz Pekao Bank Hipoteczny S.A. (cztery serie, RR BondSpot).

W ciągu pierwszych miesięcy funkcjonowania Catalyst do rynku dołączyło jedynie trzech emitentów, wprowadzając łącznie cztery serie obligacji korporacyjnych: Bank Gospodarstwa Krajowego S.A. (dwie serie) oraz ONICO Trade Sp. z o.o. i MCI Management S.A. (po jednej serii). Na koniec 2009 r. na Catalyst notowano 35 serii instrumentów dłużnych wyemitowanych przez trzynaście podmiotów.

²⁶ *Catalyst. Rynek obligacji GPW* [on-line]. [Dostęp 12.12.2009]. Do pobrania statystyka z września 2009. Dostępny w World Wide Web: http://www.gpwcatalyst.pl/statystyki_miesieczne.

Tab. 3. Podstawowe wskaźniki rynku Catalyst według stanu z dnia 30 września 2009 oraz 31 grudnia 2009 roku

Wskaźnik	Wartość w dniu 30.09.2009	Wartość w dniu 31.12.2009
Wartość obrotów sesyjnych (mln PLN)	0,07	169,97
Liczba transakcji sesyjnych	7	318
Liczba serii, w tym:	43	47
notowane	31	35
autoryzowane	12	12
Wartość emisji (mln PLN), w tym:	5299,59	10 690,79
notowane	5258,09	10 649,29
autoryzowane	41,50	41,50
Liczba debiutów	31	35

Zródło: opracowanie własne na podstawie: *Catalyst. Rynek obligacji GPW* [on-line]. [Dostęp 12.12.2009]. Do pobrania statystyki z września oraz grudnia 2009. Dostępny w World Wide Web: http://www.gpwcatalyst.pl/statystyki_miesieczne.

Z możliwości autoryzacji emisji, bez wprowadzenia do zorganizowanego obrotu, skorzystało w dniu debiutu Catalyst pięciu emitentów – łącznie autoryzację Catalyst uzyskało dwanaście serii instrumentów dłużnych, w tym: Gmina Miejska Tczew (cztery serie), Miasto Ząbki oraz Gmina Polczyn-Zdrój (po trzy serie), Gmina Miejska Turek oraz Gmina Kórnik (po jednej serii). W trakcie kolejnych miesięcy funkcjonowania Catalyst do organizatorów tego rynku nie wpłynął żaden wniosek o autoryzację i na koniec roku 2009 lista autoryzowanych instrumentów dłużnych zawierała te same pozycje co w dniu otwarcia Catalyst.

W tabeli 3 zestawiono podstawowe statystyki Catalyst według stanu z dnia debiutu tego rynku oraz na koniec roku 2009. W ciągu trzech miesięcy działania Catalyst z oferty tego rynku skorzystało osiemnaście podmiotów – w tym: trzynastu emitentów zdecydowało się na wprowadzenie instrumentów do obrotu zorganizowanego, natomiast pięciu emitentów poprzestało jedynie na autoryzacji. Biorąc pod uwagę katalog podmiotów uprawnionych do emisji dłużnych papierów wartościowych, faktyczne dane z rynku Catalyst trudno uznać za satysfakcjonujące, zwłaszcza że spośród 35 serii instrumentów notowanych 31 serii debiutowało w dniu inauguracji rynku.

7. Podsumowanie

Istotą rynków organizowanych w formule alternatywnych systemów obrotu jest elastyczność ich działania, mniejszy zakres uregulowań oraz dostępność dla szerokiego kręgu podmiotów gospodarczych o różnym statusie prawnym, profilu działalności czy fazie rozwoju. Zadaniem ASO jest ułatwianie tym podmiotom dostępu do kapitału z rynku publicznego, będącego alternatywą w stosunku do innych źródeł finansowania.

Działające w Polsce alternatywne platformy mają ogromną szansę stać się ważną częścią krajowego rynku kapitałowego. I chociaż dotychczasowe statystyki obrazujące ich rozwój są znacznie poniżej oczekiwań organizatorów, to należy pamiętać, że oba rynki, zarówno NewConnect, jak i Catalyst, zainaugurowały swoją działalność w okresie raczej trudnym dla rynków kapitałowych. Nie ulega wątpliwości, że kryzys finansowy, o którym mówi się od drugiej połowy 2007 r., wpłynął na zachowanie wielu podmiotów gospodarczych – w przypadku inwestorów ograniczył środki finansowe możliwe do zainwestowania, w przypadku firm zniweczył lub zmodyfikował ich plany rozwojowe, skupiając ich uwagę na bieżącym działaniu w burzliwym otoczeniu i odłożeniu planów inwestycyjnych na przyszłość. Rzetelna ocena działań polskich ASO będzie zatem możliwa, gdy ustabilizuje się sytuacja na rynku kapitałowym oraz poprawią się nastroje wśród inwestorów i emitentów.

Literatura

- AIM London Stock Exchange* [on-line]. [Dostęp 12.12.2009]. Dostępny w World Wide Web: <http://www.londonstockexchange.com>.
- Catalyst. Rynek obligacji GPW* [on-line]. [Dostęp 12.12.2009]. Dostępny w World Wide Web: <http://www.gpwcatalyst.pl/>.
- Chudzińska N., NewConnect i AIM na jednej ścieżce rozwoju? *eBiuletyn NewConnect* [on-line]. 2009, nr 25 [Dostęp 12.12.2009]. Dostępny w World Wide Web: http://ncbiuletyn.pl/biuletyn/czytaj/305-NewConnect_i_AIM_na_jednej_%C5%9Bcie%C5%BCce_rozwoju_.html.
- Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*. Warszawa: Wydaw. Naukowe PWN, 2010. ISBN 978-83-01-16177-4.
- FESE* [on-line]. [Dostęp 12.12.2009]. Dostępny w World Wide Web: <http://www.fese.be/en/>.
- FESE, FESE Statistics Methodology* [on-line]. November 2009 [Dostęp 12.12.2009]. Dostępny w World Wide Web: http://www.fese.be/_lib/files/FESE_Statistics_Methodology_5_1_November09.pdf.
- NewConnect* [on-line]. [Dostęp 12.12.2009]. Dostępny w World Wide Web: <http://www.newconnect.pl/>.

- NewConnect, *Przewodnik dla emitentów* [on-line]. [Dostęp 12.12.2009]. Dostępny w World Wide Web: http://www.newconnect.pl/pub/dokumenty_do_pobrania/przewodnik_dla_emitentow_newconnect_pl.pdf.
- NewConnect – rynek po 2 latach* [on-line]. [Dostęp 12.12.2009], s. 11. Dostępny w World Wide Web: http://www.newconnect.pl/pub/NC_rynek_po_2_latach.pdf.
- NewConnect – sukces pierwszych 6 miesięcy* [on-line]. [Dostęp 12.12.2009]. Dostępny w World Wide Web: http://www.newconnect.pl/pub/dokumenty_do_pobrania/NCpolroku.pdf.
- Piekarzewska A., Giełda Papierów Wartościowych w Wielkiej Brytanii – London Stock Exchange. W: Ziarko-Siwiek U. (red.), *Giełdy kapitałowe w Europie*. Warszawa: Wydaw. CeDeWu, 2008. ISBN 978-83-60089-73-6.
- Ziarko-Siwiek U., *NewConnect – Alternatywny System Obrotu w Polsce*. W: Gabryelczyk K., Gruszczyńska-Brożbar E. (red.), *Współczesne problemy rynku pieniężnego i kapitałowego. Teoria i praktyka*. Poznań: Wydaw. Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, 2009. ISBN 1689-7374. Seria: Zeszyty Naukowe, nr 113.

Akty prawne

- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi*. Dz. U. 2005, Nr 183, poz. 1538 z późn. zm.
- Uchwała Nr 757/2008 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 15 października 2008 r. w sprawie wyznaczenia pierwszego dnia notowania w alternatywnym systemie obrotu na rynku NewConnect akcji zwykłych na okaziciela serii B spółki PHOTON ENERGY a.s. W: *NewConnect* [on-line]. [Dostęp 12.01.2010]. Dostępny w World Wide Web: http://www.newconnect.pl/index.php?page=uchwaly&ph_main_content_start=show&ph_main_content_cmn_id=2234.
- Uchwała Nr 447/2009 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 24 września 2009 r. w sprawie wyznaczenia pierwszego dnia notowania w alternatywnym systemie obrotu na rynku NewConnect akcji zwykłych na okaziciela spółki BGS ENERGY PLUS A.S. W: *NewConnect* [on-line]. [Dostęp 12.01.2010]. Dostępny w World Wide Web: http://www.newconnect.pl/index.php?page=uchwaly&ph_main_content_start=show&ph_main_content_cmn_id=2888.
- Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu* [on-line]. [Dostęp 12.12.2009]. Dostępny w World Wide Web: http://www.newconnect.pl/pub/regulacje_prawne/Regulamin_ASO.pdf.
- Regulamin Catalyst* [on-line]. [Dostęp 12.01.2010]. Dostępny w World Wide Web: http://www.gpwcatalyst.pl/pub/files/materialy_do_pobrania/regulamin_Catalyst.pdf.

**PREFERENCJE LITEWSKICH ABSOLWENTÓW
MAGISTERSKICH STUDIÓW EKONOMICZNYCH
PRZY WYBORZE PRACY**

Vaitiekus Novikovičius, Beata Vėlynytė, Audra Visockaitė

Abstrakt: Przy wyborze miejsca pracy można kierować się różnymi kryteriami, np. wysokością wynagrodzenia, możliwościami rozwoju lub kariery czy też lokalizacją pracy. Z tego względu ważnym zadaniem jest określenie, które z tych kryteriów jest najbardziej użyteczne. Aby odpowiedzieć na to pytanie, prowadzi się badania funkcji użyteczności czy też tworzy się modele teoretyczne i/lub stosowane w praktyce. Niestety, na Litwie takich badań prowadzi się niewiele. Niniejszy artykuł stanowi próbę wypełnienia tej luki poprzez zbadanie pod względem użyteczności preferencji absolwentów magisterskich studiów ekonomicznych na Litwie, w tym bodźców finansowych, jakimi kierują się oni przy wyborze miejsca pracy. W artykule zdefiniowano funkcję użyteczności, dokonano analizy jej poszczególnych typów. Ponadto wyprowadzono funkcje użyteczności przy wyborze pracy przez absolwentów magisterskich studiów ekonomicznych czterech uniwersytetów, wyodrębniono ich preferencje oraz główne bodźce finansowe zwiększające poziom użyteczności.

Słowa kluczowe: absolwenci, bodźce finansowe, funkcja użyteczności, miejsce pracy, preferencje.

1. Wprowadzenie

Na Litwie odczuwa się coraz większą konkurencję ze strony rynku europejskiego i światowego. Przewaga konkurencyjna przedsiębiorstw litewskich, mająca związek z taną siłą roboczą, z roku na rok maleje, a nasilająca się migracja wysoko wykwalifikowanych kadr jeszcze bardziej spowalnia rozwój gospodarczy. Ciągła „ucieczka mózgow” jest niezwykle aktualnym problemem dzisiejszej

Litwy, dotykając zarówno przedsiębiorców krajowych, jak i inwestorów zagranicznych. Przyczynia się do zmniejszenia konkurencyjności przedsiębiorstw i stanowi przeszkodę w rozwoju eksportu. Inwestorzy zagraniczni uważają ją za jedną z głównych barier hamujących napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Litwy. Analizując wzrost gospodarki krajowej oraz jego zależności od czynników zewnętrznych, można stwierdzić, że zmiany strukturalne siły roboczej mogą odbić się niekorzystnie na dalszym rozwoju gospodarczym, szczególnie w obrębie pracochłonnych sektorów.

Przyczyna tej sytuacji może mieć ścisły związek z powierzchownością badań dotyczących potrzeb osób emigrujących w celu poszukiwania pracy, a wręcz z brakiem umiejętności przeprowadzania takich badań. Obecnie przy podejmowaniu różnych decyzji w skali makro (państwa) lub mikro (przedsiębiorstwa) coraz bardziej popularną metodą jest pomiar funkcji użyteczności opisujących indywidualne zachowania. Problemy grupowe oraz społeczne są często rozwiązywane właśnie za pomocą tej funkcji. W związku z tym problem naukowy niniejszego artykułu zawiera się w pytaniu: jakie bodźce finansowe w kontekście wyboru pracy zapewniają absolwentom studiów magisterskich kierunków ekonomicznych na Litwie najwyższy poziom użyteczności? Głównym celem jest zbadanie preferencji, jakimi kierują się ci absolwenci, w tym bodźców finansowych, przy wyborze pracy na podstawie funkcji użyteczności. Badaniem objęto absolwentów studiów magisterskich kierunków ekonomicznych Uniwersytetu im. Michała Römera (dalej MRU), Uniwersytetu Wileńskiego (dalej VU), Kowieńskiego Uniwersytetu Technologicznego (dalej KTU) oraz Uniwersytetu Szawelskiego (Šiauliai, dalej SU). Podstawę empiryczną badania stanowi 200 spośród 698 absolwentów studiów magisterskich kierunków ekonomicznych MRU, VU, KTU i SU z roku akademickiego 2007/2008 oraz 2008/2009.

2. Pojęcie wyboru i preferencji konsumenta

2.1. Potrzeby i ich wpływ na zachowanie konsumentów

Przy wyborze towarów i usług konsumenci zachowują się w sposób bardzo zróżnicowany. Ich marzenia, chęci i dążenia są różne, a do tego nieokreślone. Jedna zaspokojona potrzeba stymuluje nową. Często dobro powodujące zadowolenie jednej osoby dla innej jest niepożądane. Z wielu możliwych dóbr konsumenci wybierają, ich zdaniem, najlepsze. Można więc pogrupować poszczególne potrzeby: część z nich wysunąć na pierwszą pozycję, inne na dalsze miejsca, pozostałe zaś można uznać za niekoniecznie dające satysfakcję. Zazwyczaj pierwsze miejsca w skali preferencji zajmują najbardziej podstawowe potrzeby, bez zaspokojenia których człowiek nie mógłby żyć, takie jak potrzeba jedzenia, ubrania się, mieszkania. Istotne są również potrzeby duchowe. U większości ludzi na dole skali mieszczą się dobra luksusowe, dające poczucie komfortu

w życiu, np. obrazy znanych artystów, modne ubrania, ozdoby z kamieni szlachetnych¹.

Według najbardziej znanego badacza potrzeb ludzkich, Abrahama Masłowa², autora tzw. piramidy potrzeb, najważniejsze są potrzeby fizjologiczne. Dopiero po ich zaspokojeniu człowiek dąży do realizacji pozostałych potrzeb znajdujących się na wyższym poziomie. Na wierzchołku piramidy mieści się, według niego, potrzeba samorealizacji. Na podstawie tej koncepcji można założyć, że pracownicy przede wszystkim potrzebują odpowiedniej gratyfikacji finansowej, np. wynagrodzenia za pracę, która wystarczy im na wyżywienie rodziny, a także na stworzenie sobie i rodzinie normalnych warunków życia, oraz zapewni poczucie stabilności finansowej.

Koncepcje A. Masłowa można zastosować również w organizacji poprzez stworzenie różnych bodźców zarówno dla obecnych, jak i dla potencjalnych pracowników. Zbadano, że jeżeli dana osoba wyrosła w środowisku, w którym nie było możliwości wyrażenia swych potrzeb, wówczas nie może ona funkcjonować normalnie. Podobnie jest w organizacji: dopóki dana osoba nie odkryje swych potrzeb w pracy, dopóty nie może działać w sposób optymalnie efektywny³. Oznacza to, że człowiek dążący do jak najwyższego poziomu zaspokojenia swych potrzeb wybierze tego pracodawcę, który może mu to zapewnić, tzn. pozwoli osiągnąć najwyższy poziom użyteczności. Według Aloyza Sakalasa⁴, możliwe są różne sposoby stymulowania pracowników, jednak szczególnie ważny zarówno w ujęciu indywidualnym, jak i zbiorowym, jest poziom wynagrodzenia.

Skala preferencji człowieka nie jest hierarchią poszczególnych dóbr, tylko chęci konsumenta. Nie należy zatem mylić preferowania danego dobra z decyzją o jego kupnie. Priorytety należy rozumieć jako miejsce danej chęci, marzenia, sympatii, antypatii w skali preferencji⁵. A wybór jest już konkretną decyzją, której skutkiem jest działanie: kupno danego towaru lub usługi albo rezygnacja z nich⁶. Same chęci są nieograniczone, wybór natomiast podlega ograniczeniom. Najważniejsze z nich to uwarunkowania ekonomiczne: posiadane zasoby gospodarstwa domowego, możliwości osiągnięcia z nich dochodów pieniężnych, ilość i jakość towarów oferowanych na rynku, ich ceny oraz inne parametry⁷. Dlatego też często ograniczenia te zmuszają do rewizji skali preferencji oraz wyboru najodpowiedniejszej, tj. dającej najwyższy poziom użyteczności kombinacji towarów i usług. W ten sposób użyteczność staje się kryterium wyboru.

¹ Snieška V., *Mikroekonomika: vadovėlis*. Kaunas: Technologija, 2005, s. 293.

² Masłowa A. H., *Motyvacija ir asmenybė*. Vilnius: Apostrofa, 2006, s. 69.

³ Greenberg J., Baron R., *Behavior in organizations: understanding and managing the human side of work*. Boston: Allyn and Bacon, 1993.

⁴ Sakalasa A., *Personalo vadyba*. Vilnius: Margi raštai, 2003, s. 255.

⁵ Snieška V., *Mikroekonomika: vadovėlis*. Kaunas: Technologija, 2005, s. 77.

⁶ Tamże, s. 77.

⁷ Tamże.

Z tej przyczyny w analizie mikroekonomicznej i finansowej stosuje się teorię użyteczności (ang. *utility theory*), zgodnie z którą konsument, mając określone preferencje, wybiera wariant, który jest dla niego najbardziej użyteczny przy uwzględnieniu obiektywnych ograniczeń budżetowych⁸.

2.2. Stan badań wpływu preferencji i bodźców na wybór miejsca pracy

Przy wyborze miejsca pracy można kierować się różnymi preferencjami, np. wysokością wynagrodzenia, możliwościami kariery, lokalizacją. Ważnym zadaniem jest określenie, które z tych kryteriów jest dla danej osoby najbardziej użyteczne. W tym celu przeprowadza się badania funkcji użyteczności, tworzy modele teoretyczne i/lub stosowane w praktyce. Mierzenie funkcji użyteczności opisujących sposób zachowania jednostek jest coraz częściej stosowaną metodą przy podejmowaniu różnych decyzji.

William Edwards i Francis Henry Barron⁹ wyliczyli funkcję użyteczności przy użyciu techniki hierarchizacji różnych cech i zilustrowali sytuację kupna najlepszego samochodu. Armin Scholl, Laura Manthey, Roland Helm i Michael Steiner¹⁰ w ramach kalkulacji funkcji użyteczności stworzyli model „idealnego uniwersytetu”. William Baker i Douglas McGregor¹¹ obliczyli funkcję użyteczności, stosując metodę analizy kombinowanej, oraz porównali opinie wykładowców akademickich, studentów i pracodawców dotyczące najbardziej pożądanых cech i umiejętności do pracy w zawodzie audytora. Meng Wang i Jack Yang¹² porównali trzy metody wyprowadzania funkcji użyteczności (metody analitycznego procesu hierarchicznego – AHP, techniki hierarchizacji oraz pomiaru funkcyjnego). George Torrance, Michael Boyle i Michael Horwood¹³ utworzyli funkcję użyteczności zależną od stanu zdrowia człowieka. Dopiero

⁸ Ramanauskas T., Jakaitienė A., *Namų ūkių vartojimo modeliavimas. Pinigų studijos: mokslo darbai*. Vilnius: Lietuvos bankas, 2007, nr 1, s. 25–44.

⁹ Edwards W., Barron F. H., SMARTS and SMARTER: Improved Simple Methods for Multiattribute Utility Measurement. *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 1994, Vol. 60, No. 3, s. 306–325.

¹⁰ Scholl A., Manthey L., Helm R., Steiner M., Solving multiattribute design problems with analytical hierarchy process and conjoint analysis: An empirical comparison. *European Journal of Operational Research* 2005, Vol. 164, No. 3, s. 760–777.

¹¹ Baker W. M., McGregor C. C., Empirically Assessing the Importance of Characteristics of Accounting Students. *Journal of Education for Business* 2000, Vol. 75, No. 3, s. 149–157.

¹² Wang M., Yang J., A Multi – criterion Experimental Comparison of Three Multi – attribute Weight Measurement Methods. *Journal of Multi – Criteria Decision Analysis* 1999, Vol. 7, No. 6, s. 340–350.

¹³ Torrance G. W., Boyle M. H., Horwood S. P., Application of Multi – Attribute Utility Theory to Measure Social Preferences for Health States. *Operations Research* 1982, Vol. 30, No. 6, s. 1043–1069.

Ralph Keeney i Howard Raiffa¹⁴ zbadali funkcję użyteczności przy wyborze miejsca pracy. Można więc wyciągnąć wniosek, że choć zastosowanie i kalkulacja funkcji użyteczności do opisu zachowania człowieka stają się coraz bardziej popularne, to jednak badań związanych z preferencjami przy wyborze miejsca pracy wciąż brakuje.

Na Litwie przeprowadzono jedynie analizę mającą na celu wyprowadzenie funkcji użyteczności studentów Uniwersytetu Wileńskiego przy wyborze pracy w roku 1984. Nieco później, po zmianie sytuacji polityczno-gospodarczej, odbyła się podobna analiza. Nie przeprowadzono jednak badania absolwentów studiów magisterskich o kierunkach ekonomicznych o skali krajowej, dzięki któremu można by ocenić, jakie bodźce finansowe mają dla nich największe znaczenie w kontekście wyboru pracy, tj. zapewniają najwyższy poziom użyteczności. Na podstawie takich informacji możliwe byłoby podjęcie konkretnych decyzji mających na celu rozwiązanie problemów grupowych i społecznych. W tego typu badaniach popularna staje się metoda pomiaru funkcji użyteczności opisującej zachowania indywidualne. Z tego powodu, w sytuacji masowej „ucieczki mózgów“, szczególnie ważnym wyzwaniem jest zbadanie preferencji, w tym bodźców finansowych, absolwentów studiów magisterskich o kierunkach ekonomicznych w kontekście wyboru miejsca pracy na podstawie funkcji użyteczności. Wyniki takiego badania mogą przyczynić się do rozwiązania problemu emigracji młodzieży.

3. Funkcje użyteczności i ich typologia

3.1. Definicje funkcji użyteczności

Pojęcie użyteczności w ekonomii wykracza poza rozważania natury filozoficznej. Aby wyprowadzić funkcję użyteczności, stosuje się analizę ilościową. Według T. L. Saaty'ego¹⁵, funkcję tę [...] *ekonomiści stworzyli, by „ożywić“ koncepcję użyteczności*; jest ona zatem wynalezionym przez ekonomistów narzędziem technicznym, a nie przedmiotem filozoficznych rozważań o człowieku.

W ogólnym ujęciu funkcja użyteczności jest sposobem przyporządkowania pewnej liczby poszczególnym rzeczom, stanom, uczuciom, formom zachowań, kombinacjom towarów i usług według zasady: liczba ta powinna odzwierciedlać

¹⁴ Keeney R. L., Raiffa H., *Decisions with Multiple Objectives: Preferences and Value tradeoffs* [on-line]. Cambridge: Cambridge University Press, 1993 [Dostęp 1.02.2009], s. 589. Dostępny w World Wide Web:

<http://books.google.com/books?hl=lt&lr=&id=GPE6ZAqGrnC&oi=fnd&pg=PR11&dq=25.%09Keeney+R.+L.+and+Raiffa+H.+Decisions+with+Multiple+Objectives&ots=EjDKPt auEx&sig=o08QwOp9HYCm3r5v5jPGSsnAus0#PPP1,M1>

¹⁵ Saaty T. L., Highlights and critical points in the theory and application of the Analytical Hierarchy Process. *European Journal of Operational Research* 1994, Vol. 74, No. 3, s. 444.

użyteczność, wartość analizowanych rzeczy, stanów, towarów lub usług dla danej jednostki. Oznacza to, że bardziej pożądanym kombinacjom, użytecznym dla danej osoby, należy przyporządkować wyższe liczby.

Hal Varian¹⁶ definiuje funkcję użyteczności jako przyporządkowanie liczby do każdej możliwej kombinacji konsumowanych dóbr, przy czym bardziej preferowanym przyporządkowuje się większe liczby niż tym, które dana osoba mniej preferuje. W słowniku terminologii ekonomicznej¹⁷ funkcja użyteczności (ang. *utility function*) definiowana jest jako funkcja arytmetyczna określająca liczbę towarów i usług konsumowanych przez daną osobę. Według autorów słownika terminologii finansowej¹⁸, [...] *funkcja użyteczności jest wyrażeniem matematycznym, nadającym wartość możliwym alternatywom*. Odzwierciedla ona subiektywną ocenę alternatyw na podstawie skali liczbowej¹⁹. W słowniku terminów ekonomii badawczej²⁰ funkcja użyteczności definiowana jest jako funkcja określająca preferencje danej osoby. Jest to stosunek ilościowo mierzalnych parametrów dóbr lub otoczenia do osiąganego dzięki nim poziomu zadowolenia. W słowniku terminów teorii gier²¹ nadmienia się, że [...] *w każdej grze użyteczność wskazuje motywację gracza. Funkcja użyteczności wyraża każdy możliwy pomysłny wynik gry, przy czym im większą liczbą, tym bardziej pożądanym jest dany wynik*.

Istnieją różne definicje funkcji użyteczności, jednak w ogólnym ujęciu funkcja ta pojmowana jest jako sposób przyporządkowania liczby rzeczom, stanom, formom zachowania, kombinacjom towarów lub usług, przy czym bardziej pożądanym kombinacjom przypisuje się większe liczby, wskazujące większą korzyść dla danej osoby.

3.2. Typologia funkcji użyteczności

3.2.1. „Podwójna dychotomia“

Jak twierdzą Ralph Keeney i Howard Raiffa²², w literaturze poświęconej funkcjom użyteczności główna linia podziału zachodzi między decyzjami w sytuacji braku ryzyka a decyzjami w sytuacji niepewności. Wyodrębniają oni także inne kryterium klasyfikacji – liczbę parametrów, przyporządkowując decyzje oraz

¹⁶ Varian H. R., *Mikroekonomika: šiuolaikinis požiūris: vadovėlis*. Vilnius: Margi raštai, 1999, s. 56.

¹⁷ Pass C. i in., *Ekonomikos terminų žodynas*. Vilnius: Baltijos Biznis, 1997, s. 294.

¹⁸ Utility function. W: *Financial dictionary* [on-line]. [Dostęp 23.03.2009]. Dostępny w World Wide Web: <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Utility+function> [tłum. własne autora].

¹⁹ *Aspire InterNeg Glossary. Utility function* [on-line]. [Dostęp 23.03.2009]. Dostępny w World Wide Web: http://interneg.org/inspire/new_inspire/inspire/2.4/doc/glossary.html.

²⁰ Utility function. W: *Online Glossary of Research Economics* [on-line]. [Dostęp 2.04.2009]. Dostępny w World Wide Web: <http://econterms.com/glossary.cgi?query=utility+function>.

²¹ Glossary of game theory terms. W: *Utility function* [on-line]. [Dostęp 21.02.2009]. Dostępny w World Wide Web: <http://www.gametheory.net/dictionary/Utility.html>.

²² Keeney R. L., Raiffa H., dz. cyt., s. 27.

towarzyszące im funkcje użyteczności do jednej z czterech „makrogrup“ należących do systemu tzw. podwójnej dychotomii. Największe różnice funkcji użyteczności uwiadoczniają się przy ich podziale na uwzględniające ryzyko oraz dotyczące sytuacji całkowitej pewności. Choć sama rola funkcji użyteczności w obu sytuacjach różni się nieznacznie, ich sens ekonomiczny jest całkowicie odmienny: w sytuacji pewności mierzą użyteczność (poziom zadowolenia) wynikającą z danej alternatywy, w sytuacji ryzyka określają natomiast poziom zadowolenia wynikający nie (tylko) z samej alternatywy, lecz także z samego ryzyka, które jest preferowane²³.

Funkcje użyteczności różnią się również w zależności od liczby parametrów, na podstawie których podejmowana jest ostateczna decyzja. Funkcje z jednym parametrem mają prostszą postać oraz są mniej dokładne przy opisywaniu preferencji danej grupy społecznej, są jednak istotne przy obserwacji prawidłowości procedur stosowanych również w przypadku funkcji o wielu parametrach²⁴.

Funkcja użyteczności z jednym parametrem bez uwzględnienia ryzyka odzwierciedla zmiany użyteczności w zależności od wartości swego jedyne parametru (argumentu). Według Williama Edwardsa i Francisca Henry'ego Barroona²⁵, najczęściej się zakłada, że w przypadku pomiaru użyteczności przedmiotu materialnego, usługi lub procesu funkcja użyteczności powinna być monotonicznie rosnąca (jeżeli parametr jest pożądanym) lub monotonicznie malejąca (jeżeli jest niepożądanym). Jednakże może się zdarzyć, że preferencje danej osoby wskażą, że przy określonej wielkości analizowanego parametru osiągnięty jest punkt nasycenia, po którym użyteczność zaczyna maleć lub rosnąć. W takich przypadkach funkcja użyteczności nie będzie monotoniczna, lecz osiągnie maksimum lub minimum. Mogą się zdarzyć również sytuacje, w których funkcja użyteczności będzie mieć kilka ekstremów lokalnych.

W celu znalezienia funkcji użyteczności należy określić kilka cech preferencji danej osoby, np. ich monotoniczność, zmianę użyteczności krańcowej, przedziały rosnącej lub malejącej monotoniczności funkcji. Aby funkcja odzwierciedlała użyteczność kardynalną, należy również określić wielkość użyteczności dla każdej wartości parametru. Znalezienie ordynalnej funkcji użyteczności z jednym parametrem bez ryzyka nie jest skomplikowane, w przypadku funkcji kardynalnej konieczne może być natomiast zastosowanie bardziej złożonych metod ekonometrycznych. Jednakże wyprowadzenie funkcji użyteczności tego typu jest najprostsze i nie wymaga zastosowania specjalnych teorii, założeń lub skomplikowanych modeli²⁶.

²³ Tamże.

²⁴ Tamże.

²⁵ Edwards W., Barron F. H., dz. cyt., s. 311.

²⁶ Proškutė A., *Naudingumo funkcijos ir jų taikymai. Magistro darbas: 04 S – Ekonomika*. Vilnius: Vilniaus universitetas, 2006, s. 19.

Zgodnie z twierdzeniem Ralpa Keeneya i Howarda Raiffy²⁷ funkcje użyteczności z uwzględnieniem ryzyka stosowane są w sytuacjach, gdy podejmujący decyzję musi wybrać jedną z kilku alternatyw: $A_1, A_2, A_3, \dots, A_n$, przy czym każda z nich da rezultat opisywany parametrem X , nie wiadomo jednak, jaką wartość przyjmie ten parametr. Na decyzję wpływ mają nie tylko wartości parametru X , lecz także prawdopodobieństwo ich wystąpienia. Jeżeli każdemu możliwemu rezultatowi wybranej decyzji przypisze się użyteczność oraz obliczy użyteczność oczekiwaną, to najlepszą decyzją będzie ta, która zapewni najwyższą wartość tej wielkości.

Przy omawianiu funkcji użyteczności z uwzględnieniem ryzyka operuje się pojęciami prawdopodobieństwa, ekwiwalentu pewności, skłonności do ryzyka, premii za ryzyko. W niektórych sytuacjach pojęciami tymi oznacza się wielkości wykorzystywane przez podejmującego decyzję w celu znalezienia funkcji użyteczności²⁸.

Ekwiwalent pewności (ang. *certainty equivalent*): wielkość \hat{x} (zob. wzór 1), przy której podejmujący decyzję jest obojętny w stosunku do użyteczności oczekiwanej z losowania (L) oraz użyteczności, jaką zapewniłby parametr \hat{x} otrzymany bez ryzyka:

$$u(\hat{x}) = E(u(\tilde{x})) = \sum_{i=1}^n p_i \times u(x_i) \quad (1)$$

L – losowanie, które przy prawdopodobieństwie p_1, p_2, \dots, p_n zapewnia wygraną x_1, x_2, \dots, x_n ;

$$\bar{x} \equiv E(\tilde{x}) = \sum_{i=1}^n p_i \times x_i \quad \text{– oczekiwana wygrana / rezultat losowania.}$$

Niechęć / skłonność do ryzyka (ang. *risk aversion / risk proneness*): osoba podejmująca decyzję jest niechętna ryzyku / skłonna do ryzyka (tj. nie chce / chce ryzykować), jeżeli oczekiwana użyteczność wynikająca z losowania jest większa / mniejsza niż oczekiwana użyteczność samego losowania. Dla takiej osoby użyteczność, która wynikałaby z liczby równej oczekiwanemu rezultatowi loterii \bar{x} , jest zatem większa (zob. wzór 2) / mniejsza (zob. wzór 3) niż oczekiwana użyteczność udziału w losowaniu (tj. użyteczność wynikająca z ekwiwalentu pewności \hat{x}):

$$\text{dla osoby niechętniej ryzyku: } u[E(\tilde{x})] > E[u(\tilde{x})] \quad (2)$$

²⁷ Keeney R. L., Raiffa H., dz. cyt., s. 131.

²⁸ Tamże.

$$\text{dla osoby skłonnej do ryzyka: } u[E(\tilde{x})] < E[u(\tilde{x})] \quad (3)$$

Skłonność / niechęć do ryzyka decyduje o kształcie funkcji użyteczności – dla osoby niechętej ryzyku jest wklęsła, dla osoby skłonnej do ryzyka – wypukła. Skłonność / niechęć do ryzyka w danym punkcie funkcji użyteczności można obliczyć na podstawie wzoru (4):

$$r(x) = -\frac{u''(x)}{u'(x)} = -\frac{d \ln u'(x)}{d(x)} \quad (4)$$

Premia za ryzyko (ang. *risk premium*) to pewna wielkość parametru, z którego dana osoba mogłaby zrezygnować w zamian za możliwość nieuczestniczenia w losowaniu. Jest to różnica między oczekiwanym rezultatem losowania a ekwiwalentem pewności.

W ekonomii istnieje kilka sposobów pozwalających na empiryczne określenie jednoparametrowej funkcji użyteczności z uwzględnieniem ryzyka według niektórych jej cech. Jednym z pierwszych ekonomistów, który dokonał próby określenia tej funkcji, był Jackson Grayson. Istotą jego badania było ustalenie – przy stałej wielkości wygranej i przegranej – prawdopodobieństwa wygranej, przy której podejmujący decyzję jest obojętny wobec uczestnictwa w losowaniu. Jego wartość krańcową nazwano „prawdopodobieństwem obojętności”. Prawdopodobieństwo to znaleziono dla różnych wielkości możliwej wygranej lub przegranej. W ten sposób otrzymano zbiór punktów na przestrzeni dwuwymiarowej, na podstawie których wyprowadzono najbardziej odpowiednią krzywą i przy użyciu metod ekonometrycznych ustalono funkcję użyteczności podejmującego decyzję²⁹.

Nieco później, w roku 1964, John Pratt³⁰ napisał w artykule o niechęci do ryzyka oraz jej właściwościach ilościowych i jakościowych (np. ekwiwalent pewności). Umożliwiło to lepsze wykorzystanie tych cech przy ustalaniu funkcji użyteczności, uprościło metody badawcze oraz lepiej odzwierciedliło preferencje osób podejmujących decyzję.

Rick Swalm³¹ podczas wyprowadzania funkcji użyteczności również bazował na ekwiwalencie pewności. Uczestnikom badania zaproponował wybór między uczestnictwem w losowaniu jednej z dwóch wygranych (prawdopodobieństwo wystąpienia każdej wynosiło 50%) oraz nagrodą gwarantowaną. Wielkość tej nagrody była stopniowo zmniejszana / zwiększana aż do momentu,

²⁹ Proškutė A., dz. cyt., s. 21.

³⁰ Pratt J. W., Risk Aversion in the small and in the large. *Econometrica* 1964, Vol. 32, No. 1/2, s. 122–136.

³¹ Swalm R. O., Utility theory – insights into risk taking. *Harvard Business Review* 1966, No. 44, s. 123–136.

gdy uczestnik wykazał obojętność między uczestnictwem w losowaniu a ekwiwalentem pewności.

Ralpf Keeney i Howard Raiffa³² zaproponowali natomiast zastosowanie tzw. metody punktu środkowego w celu znalezienia funkcji użyteczności z uwzględnieniem ryzyka (poprzez ustalenie ekwiwalentów pewności: początkowo między dwoma punktami początkowymi, później między punktem początkowym i znalezionym ekwiwalentem pewności i tak dalej dopóty, dopóki nie zostanie znaleziona odpowiednia liczba punktów wystarczająca do narysowania i ustalenia funkcji użyteczności).

Według tych badaczy, wieloparametrowe funkcje użyteczności pomagają w rozwiązaniu bardzo skomplikowanych problemów³³, takich jak: kwestie optymalnego portfela inwestycyjnego przedsiębiorstwa, wyboru typu ubezpieczenia indywidualnego, optymalnego wykorzystania czasu studenta przygotowującego się na sesję egzaminacyjną, optymalnej sieci przychodni lekarskich, budowy elektrowni atomowej lub lotniska. Nie mniej ważną kwestią dla każdego człowieka jest wybór najlepszej pracy, tj. takiej, która będzie dla niego najbardziej użyteczna.

Określenie tych wieloparametrowych funkcji użyteczności jest zadaniem skomplikowanym, jednak według ekonomistów R. Keeneya i H. Raiffy³⁴: [...] *istnieją metody pozwalające na uproszczenie problemu ustalenia wieloparametrowej funkcji użyteczności poprzez rozbitcie jej na kilka zadań znalezienia funkcji użyteczności z jednym parametrem*. Po rozbitciu problemu lub zadania wieloparametrowego na kilka mniejszych można je rozwiązać przy wykorzystaniu metod i odpowiednich cech dla funkcji użyteczności z jednym parametrem bez uwzględnienia ryzyka lub z jego uwzględnieniem. Jednakże dokonując uproszczenia złożonego problemu poprzez rozbitcie wieloparametrowej funkcji użyteczności na funkcje cząstkowe, należy – przy określaniu tych cząstkowych funkcji użyteczności oraz ustalaniu na ich podstawie ogólnej funkcji użyteczności – pamiętać o pewnych warunkach.

3.2.2. Kardynalne i ordynalne funkcje użyteczności

W 1934 r. powstała jeszcze jedna propozycja klasyfikacji uwzględniającą podział na kardynalne i ordynalne funkcje użyteczności. Autorami tej koncepcji są John Richard Hicks oraz Roy George Douglas Allen³⁵. Funkcję użyteczności nazywa się ordynalną, jeśli jej większa wartość oznacza jedynie wyższy poziom użyteczności (zob. wzór 5). Jeśli symbolem „ \succ ” oznaczy się preferowaną alternatywę, wówczas ordynalną funkcję użyteczności opisać można w sposób następujący:

³² Keeney R. L., Raiffa H., dz. cyt.

³³ Tamże.

³⁴ Tamże.

³⁵ Hicks J. R., Allen R. G. D., A reconsideration of the theory of value. *Economica* 1934, Vol. 1, No. 2, s. 196–219; Jucevičienė P., *Organizacijos elgsena: vadovėlis*. Kaunas: Technologija, 1996, s. 283.

$$x \succ y \Leftrightarrow u(x) > u(y) \quad \forall x, y \in X \quad (5)$$

Wartość kardynalnej funkcji użyteczności wskazuje nie tylko, która alternatywa jest preferowana, lecz także jak duży poziom użyteczności (w ujęciu ilościowym) zapewnia każda alternatywa (zob. wzór (6)). W tym przypadku sama wielkość użyteczności oraz różnica poziomu użyteczności między dwiema alternatywami jest istotna. Kardynalna funkcja użyteczności dla danej alternatywy ma następującą jednolitą postać:

$$v(x) = au(x) + b \quad \forall x \in X \quad a > 0 \quad (6)$$

Ponieważ ordynalna użyteczność mierzona jest w skali porządkowej, a kardynalna w skali stosunkowej (ilorazowej), to funkcje ordynalne można poddać dowolnej transformacji monotonicznej. W przypadku funkcji kardynalnych takiej możliwości nie ma.

W obrębie wielu metod określania funkcji użyteczności samą użyteczność interpretuje się jako wielkość kardynalną: istotne jest nie tylko to, który parametr jest najważniejszy, lecz także o ile dany parametr jest ważniejszy od innego. Ponieważ użyteczność kardynalna jest wielkością mierzalną w skali ilorazowej, można również zmierzyć użyteczność krańcową danych parametrów, czyli krańcowe zmiany użyteczności. Z drugiej strony, jeżeli użyteczność jest wielkością kardynalną, to powinna mieć określoną jednostkę miary. Takiej jednostki dotychczas jeszcze nie wynaleziono³⁶. Można zatem stwierdzić, że mianem ordynalnej funkcji użyteczności określa się taką funkcję, której większa wartość oznacza wyższy poziom użyteczności. Wartość funkcji kardynalnej natomiast określa preferowaną alternatywę, a także poziom użyteczności osiągany przez każdą z alternatyw.

3.2.3. Indywidualne i grupowe funkcje użyteczności

Wyprowadzenie grupowych funkcji użyteczności stanowi nieco bardziej skomplikowany problem niż określenie indywidualnej funkcji użyteczności. Kenneth Joseph Arrow twierdzi, że agregacja preferencji kilku osób w jednej funkcji użyteczności, przy zachowaniu wszystkich właściwości preferencji indywidualnych, jest niemożliwa³⁷. Nie można ograniczyć się do indywidualnych funkcji użyteczności, gdyż często zachodzi potrzeba rozwiązania problemu dotyczącego grupy osób lub całej społeczności. Przy wyprowadzeniu funkcji zbiorowej ignoruje się oczywiście pewne osobliwości preferencji indywidualnych lub nie uwzględnia się interesów pewnej osoby czy osób. Dlatego też, aby zapobiec

³⁶ Proškutė A., dz. cyt., s. 24.

³⁷ Tamże, s. 25.

dyskryminacji lub świadomemu ignorowaniu interesów poszczególnych jednostek, należy zawczasu przewidzieć reguły wyprowadzenia systemu preferencji grupowych na podstawie preferencji indywidualnych, albowiem system ten nigdy (pomijając niezwykle rzadkie wyjątki) nie będzie w pełni odzwierciedlać preferencji i indywidualnego systemu wartości każdego uczestnika³⁸.

Najbardziej skomplikowaną kwestią jest dobór kryteriów przy tworzeniu wspólnej dla wszystkich uczestników funkcji użyteczności. Należy więc pamiętać, że żadna systematyzacja preferencji nie jest w stanie dokładnie odzwierciedlić opinii wszystkich respondentów uczestniczących w badaniu.

Podsumowując, można zaznaczyć, że znalezienie grupowych funkcji użyteczności jest bardziej skomplikowanym problemem niż określenie indywidualnej funkcji użyteczności, jednakże nie można się ograniczyć do niej przy rozwiązywaniu kwestii ważnych dla większej zbiorowości.

4. Wyniki badań preferencji i funkcji użyteczności absolwentów magisterskich studiów ekonomicznych

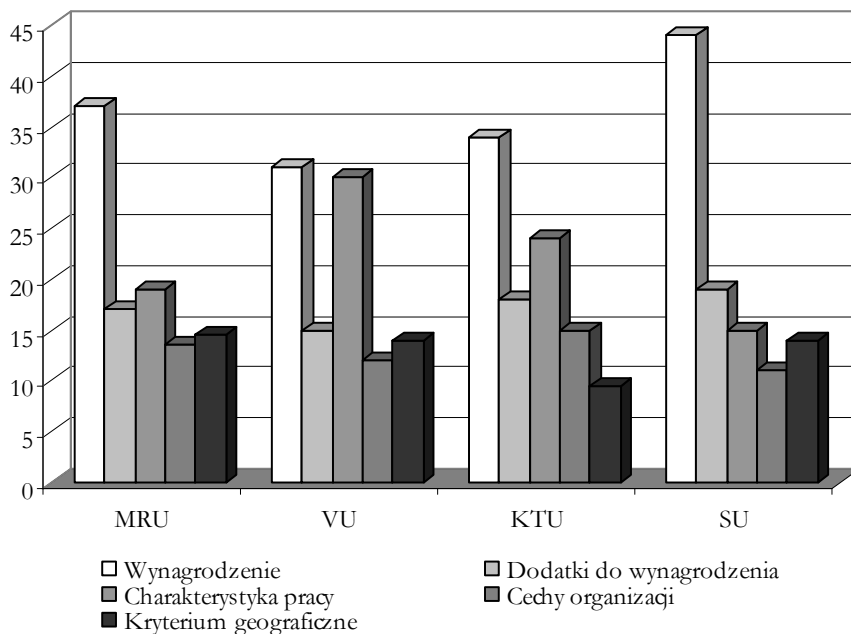
Dane uzyskane na podstawie przeprowadzonych badań ukazały, że absolwenci studiów magisterskich o kierunkach ekonomicznych z MRU, VU, SU i KTU za najbardziej użyteczne przy wyborze pracy uznali bodźce finansowe związane z wynagrodzeniem początkowym. Na drugim miejscu respondenci wskazali charakterystykę pracy, tj. możliwość kariery, awansu zawodowego, uczestnictwa w warsztatach, szkoleniach, kursach oraz wyjazdów służbowych, na trzecim miejscu – bodźce finansowe w formie dodatków do wynagrodzenia. Na kolejnym miejscu umieścili lokalizację miejsca pracy. Najmniejszą wagę przypisali cechom samej organizacji, tj. jej wielkości, prestiżowi, renomie oraz skali działalności (zob. wyk. 1).

Na podstawie powyższych danych można potwierdzić założenie przyjęte w części teoretycznej artykułu, że podstawowym kryterium, jakim kierują się respondenci przy wyborze pracy, jest wysokość wynagrodzenia.

Otrzymane parametry funkcji użyteczności absolwentów studiów magisterskich o kierunkach ekonomicznych na Uniwersytecie im. Michała Römera (zob. wzór 7) wykazują, że do najważniejszych bodźców finansowych, mających wpływ na wybór pracy przez respondentów, należy wynagrodzenie początkowe oraz możliwość jego zwiększenia po roku pracy. Analiza porównawcza cech pracy unaoczniała, że respondenci duże znaczenie przypisali karierze oraz możliwości awansu zawodowego, znacznie mniej ważna była dla nich możliwość wyjazdów służbowych. Na podstawie analizy składników wynagrodzenia można wywnioskować, że główną rolę w badanym zakresie odgrywają także premie oraz nagrody za dobre wyniki w pracy. Wśród cech organizacji mało istotnym

³⁸ Tamże.

czynnikiem była jej wielkość, duże znaczenie natomiast miała skala jej działalności: za najbardziej pożądaną uznano pracę w firmie międzynarodowej. Przy wyborze miejsca pracy absolwenci na pierwszym miejscu wskazali Wilno, najmniej pożądana była dla nich praca w innym państwie.



Wykr. 1. Czynniki uważane przez absolwentów magisterskich studiów ekonomicznych MRU, VU, KTU i SU za użyteczne przy wyborze pracy (N = 200)
Źródło: opracowanie na podstawie wyników badań własnych.

Otrzymana ogólna (grupowa) funkcja użyteczności absolwentów studiów magisterskich o kierunkach ekonomicznych na MRU przy wyborze pracy ma następującą postać (7)³⁹:

$$U = 14,85 \times x_1 + 9,45 \times x_2 + 12,62 \times x_3 + 9,58 \times x_4 + 2,47 \times x_5 + 2,05 \times x_6 + 1,24 \times x_7 + 1,51 \times x_8 + 8,69 \times x_9 + 5,82 \times x_{10} + 1,63 \times x_{11} + 1,63 \times x_{12} + 0,97 \times x_{13} + 0,72 \times x_{14} + 1,23 \times x_{15} + 1,01 \times x_{16} + 2,26 \times x_{17} + 1,96 \times x_{18} + 0,86 \times x_{19} + 1,25 \times x_{20} + 2,07 \times x_{21} + 2,05 \times x_{22} + 8,09 \times x_{23} + 3,46 \times x_{24} + 2,42 \times x_{25} + e.$$

Objaśnienia:

x_1 – wynagrodzenie początkowe,

x_2 – składki ubezpieczenia społecznego pokrywane przez pracodawcę,

³⁹ Vėlyvytė B., *Ekonomikos magistrantūros studijų absolventų preferencijos ir finansinės paskatos. Magistro darbas 04 S – Ekonomika*. Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, 2009, s. 41.

- x_3 – zwiększenie wynagrodzenia po roku pracy,
- x_4 – premie i nagrody za dobre wyniki w pracy,
- x_5 – pojazd służbowy i/lub pokrycie kosztów paliwa,
- x_6 – pokrycie opłat za studia,
- x_7 – bezpłatny karnet do klubu sportowego,
- x_8 – pokrycie rachunków za telefon komórkowy,
- x_9 – możliwości kariery, awansu zawodowego,
- x_{10} – możliwość uczestnictwa w warsztatach, szkoleniach, kursach,
- x_{11} – wyjazdy służbowe 1, 2 razy w roku,
- x_{12} – wyjazdy służbowe 3–6 razy w roku,
- x_{13} – wyjazdy służbowe 7–12 razy w roku,
- x_{14} – mała organizacja, do 20 pracowników,
- x_{15} – średnia organizacja, od 20 do 100 pracowników,
- x_{16} – duża organizacja, ponad 100 pracowników,
- x_{17} – organizacja jest liderem w swej dziedzinie, dobrze znana społeczeństwu,
- x_{18} – organizacja należy do liderów w swej dziedzinie, dobrze znana społeczeństwu,
- x_{19} – organizacja znana jest tylko specjalistom,
- x_{20} – organizacja działająca tylko na Litwie,
- x_{21} – organizacja działająca na Litwie i w kilku innych państwach,
- x_{22} – duża firma międzynarodowa, działająca równolegle na Litwie i w wielu innych państwach,
- x_{23} – miejsce pracy w Wilnie,
- x_{24} – miejsce pracy w innym mieście na Litwie lub na peryferiach, poza Wilnem,
- x_{25} – miejsce pracy za granicą,
- ε – błąd statystyczny⁴⁰.

Otrzymane parametry funkcji użyteczności absolwentów studiów magisterskich o kierunkach ekonomicznych na Uniwersytecie Wileńskim (zob. wzór 8) wskazują, że do najważniejszych bodźców finansowych, mających wpływ na wybór pracy przez respondenta, i tu należy wynagrodzenie początkowe oraz możliwość jego zwiększenia po roku pracy. Respondenci duże znaczenie przypisali karierze oraz możliwości awansu zawodowego, znacznie mniej istotna była dla nich możliwość wyjazdów służbowych. Jeśli chodzi o wynagrodzenie, główną rolę odgrywają premie oraz nagrody za dobre wyniki w pracy. Spośród cech organizacji mało istotnym czynnikiem dla respondentów okazała się jej wielkość, ważne były natomiast renoma oraz prestiż: preferowano organizacje będące liderami w swej dziedzinie oraz dobrze znane społeczeństwu. Najbardziej pożądanym miejscem pracy było Wilno, najmniej – inne miasta na Litwie lub peryferia.

Otrzymana ogólna (grupowa) funkcja użyteczności absolwentów studiów magisterskich o kierunkach ekonomicznych na VU przy wyborze pracy ma następującą postać (8)⁴¹:

⁴⁰ Opracowała Beata Vėlyvytė.

⁴¹ Vėlyvytė B., dz. cyt., s. 43.

$$U = 11,19 \times x_1 + 8,76 \times x_2 + 10,22 \times x_3 + 8,37 \times x_4 + 2,28 \times x_5 + 1,66 \times x_6 + \\ + 1,05 \times x_7 + 1,38 \times x_8 + 14,2 \times x_9 + 8,74 \times x_{10} + 1,53 \times x_{11} + 2,59 \times x_{12} + \\ + 2,63 \times x_{13} + 0,56 \times x_{14} + 1,06 \times x_{15} + 1,39 \times x_{16} + 2,20 \times x_{17} + 1,73 \times x_{18} + \\ + 0,61 \times x_{19} + 0,80 \times x_{20} + 1,37 \times x_{21} + 2,14 \times x_{22} + 8,19 \times x_{23} + 2,37 \times x_{24} + \\ + 2,97 \times x_{25} + \varepsilon.$$

Otrzymane parametry funkcji użyteczności absolwentów studiów magisterskich o kierunkach ekonomicznych na Kowieńskim Uniwersytecie Technologicznym (zob. wzór 9) wykazują, że do najważniejszych bodźców finansowych w badanym zakresie i w tym przypadku należy wynagrodzenie początkowe oraz możliwość jego zwiększenia po roku pracy. Ponadto stosunkowo ważna dla respondentów była możliwość kariery i awansu zawodowego, mniej ważne – uczestnictwo w warsztatach, szkoleniach i kursach. Za najważniejsze składniki wynagrodzenia respondenci uznali premie oraz nagrody za dobre wyniki w pracy. Spośród cech organizacji mało istotnym czynnikiem przy wyborze pracy była jej wielkość, ważny okazał się prestiż. Jako preferowane miejsce pracy respondenci wskazali inne miasta litewskie lub peryferie poza Wilnem, najmniej pożądana była praca za granicą.

Otrzymana ogólna (grupowa) funkcja użyteczności absolwentów studiów magisterskich o kierunkach ekonomicznych na KTU przy wyborze pracy ma następującą postać (9)⁴²:

$$U = 15,51 \times x_1 + 7,53 \times x_2 + 10,51 \times x_3 + 12,30 \times x_4 + 1,73 \times x_5 + 1,88 \times x_6 + \\ + 0,87 \times x_7 + 0,70 \times x_8 + 9,83 \times x_9 + 5,23 \times x_{10} + 3,22 \times x_{11} + 3,72 \times x_{12} + 2,26 \times x_{13} + \\ + 0,89 \times x_{14} + 1,23 \times x_{15} + 1,03 \times x_{16} + 3,13 \times x_{17} + 2,04 \times x_{18} + 1,38 \times x_{19} + \\ + 1,24 \times x_{20} + 2,10 \times x_{21} + 2,27 \times x_{22} + 3,64 \times x_{23} + 3,67 \times x_{24} + 1,96 \times x_{25} + \varepsilon.$$

Otrzymane parametry funkcji użyteczności absolwentów studiów magisterskich o kierunkach ekonomicznych na Uniwersytecie Szawelskiego (zob. wzór 10) wskazują, że do najważniejszych bodźców finansowych, mających wpływ na wybór pracy przez respondenta, podobnie jak na innych uczelniach, należy wynagrodzenie początkowe oraz możliwość jego zwiększenia po roku pracy. Respondenci ci stosunkowo duże znaczenie przypisali karierze oraz możliwości awansu zawodowego, najmniej byli zainteresowani możliwością wyjazdów służbowych. Na podstawie analizy składników wynagrodzenia można natomiast wywnioskować, że główną rolę przy wyborze pracy odgrywają premie oraz nagrody za dobre wyniki w pracy. Spośród cech organizacji mało istotnym czynnikiem dla respondentów była wielkość organizacji, duże znaczenie miała zaś skala jej działalności, przy czym najbardziej pożądana jest praca w firmie międzynarodowej. Jako preferowane miejsce pracy absolwenci SU wskazali inne

⁴² Tamże.

miasta litewskie lub peryferie, zainteresowanie wyrazili także pracą w Wilnie, najmniej pożądana była dla nich praca za granicą.

Otrzymana ogólna (grupowa) funkcja użyteczności absolwentów studiów magisterskich o kierunkach ekonomicznych na SU przy wyborze pracy ma następującą postać (10)⁴³:

$$U = 21,21 \times x_1 + 9,99 \times x_2 + 11,96 \times x_3 + 10,42 \times x_4 + 2,62 \times x_5 + 1,91 \times x_6 + \\ + 1,17 \times x_7 + 2,01 \times x_8 + 7,49 \times x_9 + 3,84 \times x_{10} + 1,23 \times x_{11} + 1,26 \times x_{12} + 0,77 \times x_{13} + \\ + 0,39 \times x_{14} + 0,81 \times x_{15} + 0,95 \times x_{16} + 1,82 \times x_{17} + 1,63 \times x_{18} + 0,78 \times x_{19} + \\ + 0,82 \times x_{20} + 1,45 \times x_{21} + 2,06 \times x_{22} + 5,13 \times x_{23} + 5,17 \times x_{24} + 2,97 \times x_{25} + \epsilon;$$

W dalszej części badania przeprowadzono analizę porównawczą preferencji absolwentów studiów magisterskich o kierunkach ekonomicznych czterech uniwersytetów litewskich (tab. 1).

Wszyscy uczestnicy badania przy wyborze pracy preferowali bodźce finansowe w postaci wynagrodzenia – w tej grupie najważniejsze okazało się wynagrodzenie początkowe oraz możliwość jego zwiększenia po roku pracy. Nieco mniej istotny z punktu widzenia respondentów był fakt opłacania składek ubezpieczenia społecznego przez pracodawcę. Poza tym wszyscy respondenci wskazali na premie oraz nagrody za dobre wyniki w pracy (zob. tab. 1), co oznacza, że parametr ten dla uczestników badania zalicza się do najważniejszych czynników finansowymi obok wynagrodzenia początkowego.

Porównanie preferowanych cech pracy ujawnia, że respondenci MRU, VU, KTU i SU największą wagę przywiązywali do możliwości zrobienia kariery oraz awansu zawodowego. Mniejsze znaczenie dla absolwentów MRU, VU i SU miała możliwość wyjazdów służbowych, w przeciwieństwie do respondentów z KTU. Ci z kolei najmniejszą wagę przywiązali do możliwości uczestniczenia w warsztatach, szkoleniach i kursach. Na tej podstawie można stwierdzić, że absolwenci studiów magisterskich o kierunkach ekonomicznych za ważne uważali możliwość samorealizacji w organizacji oraz karierę, które wiążą się bezpośrednio z większymi możliwościami finansowymi. Nie przywiązywali wagi do wielkości organizacji, czyli nie ma ona znaczącego wpływu na wybór miejsca pracy. Opinie co do innych kryteriów były podzielone: respondenci z MRU i SU większe znaczenie przypisali skali działalności organizacji, przy czym najbardziej pożądana byłaby dla nich firma międzynarodowa, respondenci z VU i KTU za istotne uważali natomiast prestiż i renomę organizacji. Na tej podstawie można wnioskować, że dla absolwentów studiów magisterskich o kierunkach ekonomicznych dość ważne przy wyborze miejsca pracy są prestiż i renoma oraz skala działalności danej organizacji, nieistotnym czynnikiem jest natomiast wielkość firmy. Analiza porównawcza dotycząca kryterium miejsca pracy ukazała, że absolwenci trzech spośród czterech uczelni mały poziom satysfakcji

⁴³ Tamże, s. 46.

Tab. 1. Porównanie preferencji respondentów dotyczących wyboru pracy

Cecha pracy	Elementy składowe cechy pracy	Współczynnik funkcji użyteczności			
		MRU	VU	KTU	SU
Wynagrodzenie	Wynagrodzenie początkowe	14,85	11,19	15,51	21,21
	Pokrycie wszystkich składek ubezpieczeń społecznych przez pracodawcę	9,45	8,76	7,53	9,99
	Możliwość zwiększenia wynagrodzenia po roku pracy	12,62	10,22	10,51	11,96
Dodatki do wynagrodzenia	Premie i nagrody za dobre wyniki w pracy	9,58	8,37	12,3	10,42
	Pakiet dodatków	7,27	6,37	5,18	7,71
Charakterystyka pracy	Możliwości kariery, awansu zawodowego	8,69	14,2	9,83	7,49
	Możliwości uczestniczenia w warsztatach, szkoleniach, kursach	5,82	8,74	5,23	3,84
	Wyjazdy służbowe krajowe i zagraniczne	4,23	6,75	9,2	3,26
Cechy organizacji	Wielkość organizacji	2,96	3,01	3,15	2,15
	Prestiż i renoma organizacji	5,08	4,54	6,55	4,23
	Zakres działalności organizacji	5,37	4,31	5,61	4,33
Geograficzne miejsce pracy	Miejsce pracy w Wilnie	8,09	8,19	3,64	5,13
	Miejsce pracy w innym mieście na Litwie lub na peryferiach, poza Wilnem	3,46	2,37	3,67	5,17
	Miejsce pracy poza Litwą	2,42	2,97	1,96	2,97

Źródło: opracowała Beata Vėlyvytė na podstawie wyników badań własnych.

czterpaliby z pracy za granicą. Dla absolwentów MRU i VU najbardziej atrakcyjną byłaby praca w Wilnie, respondenci z SU i KTU woleliby pracować w innym mieście litewskim lub na peryferiach. Na tej podstawie można przyjąć, że przy

odpowiednich możliwościach finansowych przedsiębiorstw litewskich byłiby oni bardziej zainteresowani pracą w swym kraju aniżeli za granicą.

5. Wnioski

Wielu naukowców prowadzi obecnie badania preferencji oparte na funkcjach użyteczności, tworzy modele teoretyczne i/lub stosowane w praktyce. Analiza dotychczasowych badań pozwala stwierdzić, że funkcja ta jest istotnym narzędziem w podejmowaniu decyzji o zróżnicowanym zakresie. Jednakże wciąż brakuje badań dotyczących preferencji przy wyborze pracy. Na Litwie jak dotąd nie przeprowadzono badania na reprezentatywnej dla całego kraju próby absolwentów studiów magisterskich kierunków ekonomicznych pod kątem preferencji przy wyborze miejsca pracy, na podstawie którego można byłoby stwierdzić, jakie bodźce finansowe są dla nich najbardziej istotne podczas podejmowania takiej decyzji. Dlatego też badania tego typu są zasadne ze względu na ważność wyodrębnienia preferencji w omawianym zakresie i podjęcia odpowiednich decyzji.

Analiza wykazała, że w ramach badania preferencji absolwentów celowe jest wykorzystanie funkcji użyteczności, wśród których można wyróżnić jej następujące typy:

- wieloparametrowa,
- kardynalna,
- ordynalna,
- indywidualna,
- grupowa,
- z jednym parametrem bez uwzględnienia ryzyka,
- z jednym parametrem z uwzględnieniem ryzyka.

W przypadku badań preferencji w kontekście wyboru miejsca pracy warto wykorzystać wieloparametrowe i grupowe funkcje użyteczności, gdyż ten typ funkcji jest najbardziej odpowiedni dla omawianego problemu ważnego dla całej społeczności.

Po ustaleniu i porównaniu funkcji użyteczności absolwentów studiów magisterskich MRU, VU, KTU i SU na kierunkach ekonomicznych można wyciągnąć następujące wnioski. Głównym bodźcem finansowym mającym wpływ na wybór pracy dla tychże absolwentów jest wynagrodzenie początkowe. Porównanie współczynników każdego ze składników funkcji użyteczności absolwentów poszczególnych uczelni jasno pokazuje, że właśnie ono przedstawia dla respondentów najwyższy poziom użyteczności (współczynniki te wynoszą: MRU 14,85; VU 11,19; KTU 15,51; SU 21,21). Na tej podstawie można potwierdzić założenie przyjęte w części teoretycznej, że najważniejszym bodźcem

dla respondentów przy wyborze pracy jest wynagrodzenie. Pozostałe czynniki wpływające na wybór pracy przez respondentów to:

- premie i nagrody za dobre wyniki w pracy – zapewniają one respondentom wyższy poziom użyteczności niż pozostałe dodatki do wynagrodzenia (współczynnik tego składnika w obrębie funkcji użyteczności wynosi: MRU 9,58; VU 8,37; KTU 12,3; SU 10,42);
- możliwości kariery – z porównania cech pracy oraz preferencji badanych absolwentów w tym zakresie wynika, że możliwość zrobienia kariery ma dla nich największe znaczenie (współczynnik tego składnika w obrębie funkcji użyteczności wynosi: MRU 8,69; VU 14,2; KTU 9,83; SU 7,49). Na tej podstawie można stwierdzić, że dla absolwentów magisterskich studiów ekonomicznych duże znaczenie ma samorealizacja w organizacji, która najlepiej przejawia się w możliwości zrobienia kariery;
- miejsce pracy na Litwie – z porównania dostępnych alternatyw wynika, że respondenci doceniają najbardziej możliwość pracy w Wilnie (odpowiedni współczynnik w obrębie funkcji użyteczności wynosi: MRU 8,09; VU 8,19; KTU 3,64; SU 5,13) lub w innym mieście litewskim bądź na peryferiach poza Wilnem (odpowiedni współczynnik w obrębie funkcji użyteczności: MRU 3,46; VU 2,37; KTU 3,67; SU 5,17). Stosunkowo mały poziom użyteczności zapewniłaby respondentom praca za granicą;
- społeczna renoma organizacji oraz zakres działalności – z porównania cech organizacji wynika, że najważniejszym kryterium dla respondentów jest prestiż i renoma organizacji oraz zakres jej działalności (odpowiednie współczynniki dla renomy organizacji w funkcji użyteczności wynoszą: MRU 5,08; VU 4,54; KTU 6,55; SU 4,23, natomiast dla zakresu działalności: MRU 5,37; VU 4,31; KTU 5,61; SU 4,33).

Na podstawie przeprowadzonych badań ustalono, że mniej ważnymi kryteriami przy wyborze pracy, mającymi jedynie ograniczony wpływ na poziom użyteczności respondentów, są: wielkość organizacji, wyjazdy służbowe oraz pakiet dodatków (samochód służbowy, pokrycie kosztów rozmów przez telefon komórkowy, karnet do klubu sportowego, pokrycie kosztów studiów).

Literatura

- Aspire InterNeg Glossary. Utility function* [on-line]. [Dostęp 23.03.2009]. Dostępny w World Wide Web: http://interneg.org/inspire/new_inspire/inspire/2.4/doc/glossary.html.
- Baker W. M., McGregor C. C., Empirically Assessing the Importance of Characteristics of Accounting Students. *Journal of Education for Business* 2000, Vol. 75, No. 3, s. 149–157.

- Edwards W., Barron F. H., SMARTS and SMARTER: Improved Simple Methods for Multiattribute Utility Measurement. *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 1994, Vol. 60, No. 3, s. 306–325.
- Glossary of game theory terms. W: *Utility function* [on-line]. [Dostę 21.02.2009]. Dostę ęny w World Wide Web: <http://www.gametheory.net/dictionary/Utility.html>.
- Greenberg J., Baron R. A., *Behavior in organizations: understanding and managing the human side of work*. Boston: Allyn and Bacon, 1993. ISBN 0-205-13831-4.
- Hicks J. R., Allen R. G. D., A reconsideration of the theory of value. *Economica* 1934, Vol. 1, No. 2, s. 196–219.
- Jucevičienė P., *Organizacijos elgsena: vadovėlis*. Kaunas: Technologija, 1996. ISBN 9986-13-433-1.
- Keeney R. L., Raiffa H., *Decisions with Multiple Objectives: Preferences and Value tradeoffs* [on-line]. Cambridge: Cambridge University Press, 1993 [Dostę 1.02.2009]. Dostę ęny w World Wide Web: <http://books.google.com/books?hl=lt&lr=&id=GPE6ZAqGrnC&oi=fnd&pg=PR11&dq=25.%09Keeney+R.+L.+and+Raiffa+H.+Decisions+with+Multiple+Objectives&ots=EjDKPtauEx&sig=o08QwOp9HYCm3r5v5jPGSsnAus0#PPP1,M1>. ISBN 0-521-43883-7.
- Koo L. C., Tao F. K. C., Yeung J. H. C., Preferential segmentation of restaurant attributes through conjoint analysis. *International Journal of Contemporary Hospitality Management* 1999, Vol. 11, No. 5, s. 242–250.
- Maslow A. H., *Motyvacija ir asmenybė*. Vilnius: Apostrofa, 2006. ISBN 9955-605-19-7.
- Pass C. i in., *Ekonomikos terminų žodynas*. Vilnius: Baltijos Biznis, 1997. ISBN 9986-604-01-X.
- Pratt J. W., Risk Aversion in the small and in the large. *Econometrica* 1964, Vol. 32, No. 1/2, s. 122–136.
- Proškutė A., *Naudingumo funkcijos ir jų taikymai. Magistro darbas: 04 S – Ekonomika*. Vilnius: Vilniaus universitetas, 2006.
- Ramanauskas T., Jakaitienė A., *Namų ūkių vartojimo modeliavimas. Pinigų studijos: mokslo darbai*. Vilnius: Lietuvos bankas, 2007, nr 1.
- Saaty T. L., Highlights and critical points in the theory and application of the Analytical Hierarchy Process. *European Journal of Operational Research* 1994, Vol. 74, No. 3, s. 426–447.
- Sakalas A., *Personalo vadyba*. Vilnius: Margi raštai, 2003. ISBN 9986-09-254-X.
- Scholl A., Manthey L., Helm R., Steiner M., Solving multiattribute design problems with analytical hierarchy process and conjoint analysis: An empirical comparison. *European Journal of Operational Research* 2005, Vol. 164, No. 3, s. 760–777.
- Snieska V., *Mikroekonomika: vadovėlis*. Kaunas: Technologija, 2005. ISBN 9986-13-550-8.
- Swalm R. O., Utility theory – insights into risk taking. *Harvard Business Review* 1966, No. 44, s. 123–136.
- Torrance G. W., Boyle M. H., Horwood S. P., Application of Multi – Attribute Utility Theory to Measure Social Preferences for Health States. *Operations Research* 1982, Vol. 30, No. 6, s. 1043–1069.
- Utility function. W: *Financial dictionary* [on-line]. [Dostę 23.03.2009]. Dostę ęny w World Wide Web: <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Utility+function>.

- Utility function. W: *Online Glossary of Research Economics* [on-line]. [Dostęp 2.04.2009]. Dostępny w World Wide Web: <http://econterms.com/glossary.cgi?query=utility+function>.
- Varian H. R., *Mikroekonomika: šiuolaikinis požiūris: vadovėlis*. Vilnius: Margi raštai, 1999. ISBN 9986091950.
- Vėlyvytė B., *Ekonomikos magistrantūros studijų absolventų preferencijos ir finansinės paskatos. Magistro darbas 04 S – Ekonomika*. Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, 2009.
- Wang M., Yang J., A Multi – criterion Experimental Comparison of Three Multi – attribute Weight Measurement Methods. *Journal of Multi – Criteria Decision Analysis* 1999, Vol. 7, No. 6, s. 340–350.

PRYWATYZACJA A INTERESY NARODOWE

Andrzej Tokarski

Abstrakt: Prywatyzacja jest bardzo skomplikowanym procesem budującym gospodarkę rynkową. Stanowi podstawę transformacji ustrojowej w Polsce oraz innych krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Niesie ze sobą wiele trudności, od przezwyciężenia których zależą jej tempo i skala.

Prywatyzacja polskiej gospodarki jest różnie oceniana i budzi ciągle kontrowersje oraz dyskusje nie tylko na płaszczyźnie ekonomicznej, lecz także politycznej. Dotyczą one szczególnie prywatyzacji majątku państwowego. Jedni twierdzą, że jest wielkim sukcesem, inni natomiast podkreślają, że stanowiła okazję do grabieży i afer. Kto ma rację? Czy prywatyzacja okazała się sukcesem, czy też porażką? Celem artykułu jest ukazanie argumentów zwolenników i przeciwników procesów prywatyzacji w Polsce.

Słowa kluczowe: gospodarka, interesy narodowe, prywatyzacja, prywatyzacja w Polsce.

1. Wprowadzenie

Istotnym warunkiem szybszego i stabilnego wzrostu gospodarczego jest rozwój sektora prywatnego¹. Dokonuje się on w drodze konsekwentnej realizacji procesów prywatyzacyjnych, które skutecznie przyczyniają się do wzrostu inwestycji, poprawy kondycji finansowej podmiotów, optymalizacji procesów wytwórczych i uzyskania trwałej zdolności do konkurencyjności na rynku globalnym, a także wpływają na równowagę budżetu państwa.

¹ *Kierunki prywatyzacji majątku Skarbu Państwa w 2010 roku*. Warszawa: Ministerstwo Skarbu, 2010, s. 2.

Z analizy porównawczej procesów restrukturyzacyjnych przedsiębiorstw o różnych formach własności wynika, że procesy te w podmiotach sprywatyzowanych – w porównaniu do spółek i przedsiębiorstw, których właścicielem jest Skarb Państwa – realizowane są w sposób głębszy i bardziej kompleksowy, z ukierunkowaniem na wzmocnienie pozycji rynkowej firmy i wzrost jej wartości dla właściciela.

Tak więc nie ma innej ścieżki prowadzącej do wzrostu efektywności gospodarowania niż szeroko pojmowana prywatyzacja, chociaż może ona przybierać różne formy². Stanowi ona podstawowy element transformacji polskiej gospodarki. Zapoczątkowana została uchwaleniem *Ustawy z dnia 13 lipca 1990 r. o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych*³, która stworzyła prawne ramy przebudowy struktury własnościowej gospodarki⁴. Prywatyzacja sektora państwowego polegała na przekazaniu jego części prywatnym właścicielom, co miało rozwiązać problem niskiej efektywności działania przedsiębiorstw państwowych.

Prywatyzację traktuje się jako miernik postępu w tworzeniu mechanizmu rynkowego, a także jako działania rozwiniętego rynku. Dlatego rozwój ilościowy i jakościowy sektora prywatnego jest jednym z najistotniejszych elementów transformacji systemowej⁵. Zbigniew Staniek uważa, że pozytywne skutki prywatyzacji z punktu widzenia realizacji interesu publicznego powinny doprowadzić do wzrostu efektywności prywatyzowanej firmy, co syntetycznie można określić za pomocą przyrostu zysków w stosunku do zysków przed prywatyzacją⁶.

Analizując proces prywatyzacji w Polsce z uwzględnieniem interesów narodowych, można zauważyć, że najczęściej jest on przedmiotem sporów polityków i ekonomistów, którzy albo są jego zwolennikami, albo przeciwnikami. Poniżej przedstawiono argumenty za i przeciw prywatyzacji z punktu widzenia interesu publicznego.

2. Przebieg prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych w Polsce

Przebieg procesu przekształceń własnościowych przedsiębiorstw państwowych w latach 1990–2007 w ujęciu narastającym wskazuje, że w wymienionym okresie procesem tym objęto 7364 przedsiębiorstwa, w tym 378 sprywatyzowano kapitałowo, 2089 bezpośrednio, 274 pozostały nadal w strukturach Narodowych Funduszy Inwestycyjnych (NFI), 1622 powstały jako jednoosobowe spółki

² Grudzewski W. M., *Gra o rynek*. Warszawa: WSHiP w Warszawie, 1999, s. 11.

³ *Ustawa z dnia 13 lipca 1990 r. o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych*. Dz. U. Nr 51, poz. 298.

⁴ Czekaj J., Perspektywy prywatyzacji w Polsce. W: Paszek Z. (red.), *Rozważania o gospodarce. Teoria i praktyka*. Warszawa, Kraków: PWN, 1996, s. 84.

⁵ Salejko-Szyszcak I., Przebieg prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych. W: Polszakiewicz B. (red.), *Problemy gospodarki rynkowej w Polsce*. Toruń: UMK, 2004, s. 33.

⁶ Staniek Z., *Teoretyczne aspekty polskiej prywatyzacji w okresie transformacji*. Warszawa: SGH, 2001, s. 104

Skarbu Państwa⁷. W roku 1990 w Polsce funkcjonowały 8453 przedsiębiorstwa państwowe, a według stanu na 31 grudnia 2006 r. już tylko 566, przy czym połowa z nich objęta była postępowaniem upadłościowym lub znajdowała się w stanie likwidacji ze względu na złą kondycję ekonomiczną⁸. Prywatyzacją objęto m.in. 1654 państwowe przedsiębiorstwa gospodarki rolnej, których mienie przejęła Agencja Nieruchomości Rolnych (dawna Agencja Własności Rolnej Skarbu Państwa), oraz 1914 przedsiębiorstw poddanych likwidacji na podstawie ustawy o przedsiębiorstwach państwowych (z art. 19).

Śledzenie „arytmetyki prywatyzacyjnej” i odnoszenie liczby istniejących przedsiębiorstw państwowych oraz objętych prywatyzacją do 8453 funkcjonujących w 1990 r. jest utrudnione z wielu względów. W okresie tym Skarb Państwa przekazał około 900 najmniejszych przedsiębiorstw państwowych do gmin. Równocześnie rosła liczba przedsiębiorstw państwowych, gdyż Urząd Antymonopolowy podzielił wiele z nich na mniejsze (powstało ok. 400 nowych), ponad 230 kolejnych powstało na skutek przekształcenia zakładów budżetowych. Poza tym wiele dużych przedsiębiorstw państwowych na skutek restrukturyzacji organizacyjnej podzielono na kilka mniejszych podmiotów w celu przyspieszenia prywatyzacji lub zwiększenia efektywności gospodarowania.

Analiza struktury przedsiębiorstw objętych procesem przekształceń własnościowych skłania do kilku wniosków. Aż do końca 1998 r. przedsiębiorstwa państwowe najczęściej przechodziły w prywatne ręce w wyniku procedur likwidacyjnych przeprowadzanych z mocy art. 19 ustawy o przedsiębiorstwach państwowych. Dopiero w 1999 r. liczba przedsiębiorstw sprywatyzowanych bezpośrednio przewyższyła nieco liczbę przedsiębiorstw poddanych likwidacji (tab. 1).

Prywatyzacja bezpośrednia najczęściej polegała na oddaniu przedsiębiorstwa do odpłatnego korzystania spółce pracowniczej. Do końca 2007 r. sprywatyzowano w ten sposób 1554 przedsiębiorstwa państwowe. Liczba spółek pracowniczych szybko rosła, zwłaszcza w początkowym okresie transformacji. Od roku 1991 corocznie przybywało kolejno: 299 spółek pracowniczych w 1992 r., 235 w 1993 r., 142 w 1994 r., 114 w 1995 r. W ostatnich latach nastąpiło jednak wyraźne wyhamowanie: 47 spółek w 2001 r., 28 w 2002 r., 19 w 2003 r., 16 w 2004 r., 18 w 2005 r., zaledwie 5 w 2006 r. i 4 w roku 2007.

⁷ *Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych*. Warszawa: GUS, 1992–2007.

⁸ Krajewski S., *Prywatyzacja. Restrukturyzacja. Konkurencyjność polskich przedsiębiorstw*. Warszawa: PWE, 2009, s. 40.

Tab. 1. Struktura przedsiębiorstw państwowych objętych procesem przekształceń własnościowych (w %)

Lata	Jednoosobowa spółka Skarbu Państwa	Przedsiębiorstwa poddane likwidacji z art. 19	Przedsiębiorstwa sprywatyzowane					
			Kapitałowo		NFI	bezpośrednio		
			ogółem	w tym z kapitałem zagranicznym		ogółem	w tym spółki	
					pracownicze		z kapit. zagranicznym	
1990–1991	24,5	42,4	2,4	0,7	5,0	19,4	13,0	0,1
1992	18,1	18,7	2,0	0,8	6,9	20,6	17,4	0,6
1993	16,2	27,8	2,5	1,3	5,1	19,4	17,8	0,6
1994	18,1	26,3	2,8	1,4	7,0	19,5	17,7	0,7
1995	21,1	26,3	3,0	1,4	8,3	20,0	18,2	0,7
1996	22,1	26,2	3,3	1,4	9,1	22,0	18,6	0,8
1997	21,8	25,9	3,8	1,5	8,4	23,6	19,1	0,8
1998	22,3	25,6	3,9	1,5	7,9	24,6	20,4	0,8
1999	22,7	25,3	4,0	1,4	7,3	25,7	20,9	0,8
2000	22,5	25,2	4,1	1,4	6,7	26,9	21,6	0,8
2001	22,3	25,4	4,5	1,5	6,2	27,1	21,3	0,8
2002	22,0	25,7	4,7	1,6	5,8	27,5	21,4	0,8
2003	21,8	25,9	4,7	1,6	5,2	27,8	21,4	0,8
2004	21,9	25,8	4,8	1,6	4,7	28,1	21,3	0,8
2005	21,8	26,1	4,8	1,6	4,3	28,3	21,3	0,8
2006	21,8	26,0	4,9	1,6	4,0	28,4	21,4	0,8
2007	22,0	26,0	5,1	1,6	3,7	28,4	21,1	0,8

Źródło: Krajewski S., *Prywatyzacja. Restrukturyzacja. Konkurencyjność polskich przedsiębiorstw*. Warszawa: PWE, 2009, s. 42.

Tab. 2. Struktura przedsiębiorstw sprywatyzowanych (w %)

Lata	Przedsiębiorstwa sprywatyzowane					
	kapitałowo		NFI	bezpośrednio		
	ogółem	w tym z kapitałem zagranicznym		ogółem	w tym spółki	
			pracownicze		z kapit. zagranicznym	
1990–1991	11,0	3,3	0,0	89,0	60,0	1,1
1992	6,6	3,1	23,4	70,0	59,1	1,9
1993	9,2	4,8	19,0	71,8	65,7	2,2
1994	9,7	4,6	23,8	66,5	60,6	2,5
1995	9,6	4,4	26,4	64,0	58,1	2,3
1996	9,5	4,0	26,6	63,9	54,0	2,2
1997	10,6	4,2	23,6	65,8	53,5	2,2
1998	10,7	4,1	21,7	67,6	56,2	2,3
1999	10,7	3,8	19,8	69,5	56,7	2,2
2000	10,9	3,8	17,7	71,4	55,9	2,2
2001	11,9	4,0	16,4	71,7	56,2	2,1
2002	12,4	4,2	15,3	72,3	56,1	2,2
2003	12,6	4,2	13,8	73,6	56,8	2,2
2004	12,7	4,3	12,8	74,5	56,5	2,2
2005	12,8	4,2	11,6	75,6	56,9	2,2
2006	13,0	4,2	10,7	76,3	57,0	2,2
2007	13,8	4,2	10,0	76,2	56,7	2,2

Źródło: Krajewski S., *Prywatyzacja. Restrukturyzacja. Konkurencyjność polskich przedsiębiorstw*. Warszawa: PWE, 2009, s. 43.

Przedsiębiorstwa skomercjalizowane, czyli przekształcone w jednoosobowe spółki Skarbu Państwa w celu prywatyzacji lub restrukturyzacji, stanowią poważną i dosyć stabilną część (równą 22%) przedsiębiorstw objętych procesem przekształceń własnościowych. W grupie tej znajdują się zarówno przedsiębiorstwa przeznaczone do prywatyzacji kapitałowej, jak i skomercjalizowane, objęte sektorowymi programami restrukturyzacji.

Przez pewien okres względnie stabilny był udział wśród podmiotów sprywatyzowanych przedsiębiorstw włączonych do Programu NFI. Z czasem zarówno ze względu na wzrost liczby przedsiębiorstw sprywatyzowanych, jak i zmniejszenie liczby przedsiębiorstw na skutek upadłości w NFI, udział ten spadł (z 26% w latach 1995–1996 do ok. 10% w 2007 r.). Stopniowo wzrastał udział przedsiębiorstw sprywatyzowanych kapitałowo. Do końca 2007 r. metodą tą sprywatyzowano 378 przedsiębiorstw, co stanowiło 13,8% ogółu. Liczba przedsiębiorstw sprywatyzowanych z udziałem kapitału zagranicznego po-

większała się dosyć szybko do roku 1997. W ciągu następnych dziesięciu lat przybyło zaledwie 27 spółek sprywatyzowanych kapitałowo z udziałem inwestorów zagranicznych. W latach 2002–2004 prywatyzowano tą metodą zaledwie po 2 spółki rocznie, a od 2005 r. nie przybyła żadna nowa spółka. W końcu 2007 r. działalność gospodarczą prowadziło 308 spółek kapitałowych, w tym 89 spółek z udziałem kapitału zagranicznego. Uzyskane przychody z prywatyzacji w latach 1991–2008 przedstawia tabela 3.

Tab. 3. Przychody z prywatyzacji uzyskane w latach 1991–2008

Rok	Planowana % kwota wykonania przychodów	Wykonana kwota przychodów w mln PLN	% wykonania
1991	1 500,00	170,90	0,11
1992	600,00	484,40	0,81
1993	880,00	780,40	0,89
1994	1 230,00	1 594,90	1,30
1995	2 330,00	2 641,60	1,13
1996	2 565,00	3 749,80	1,46
1997	4 450,00	6 537,70	1,47
1998	6 700,00	7 068,70	1,06
1999	6 900,00	13 347,50	1,93
2000	20 100,00	27 181,80	1,35
2001	10 140,00	6 813,80	0,67
2002	6 800,00	2 859,70	0,42
2003	9 100,00	4 143,50	0,46
2004	8 830,00	10 254,00	1,16
2005	5 700,00	3 847,70	0,68
2006	5 500,00	6 21,9	0,11
2007	3 000,00	1 947,10	0,65
2008	2 300,00	2 371,70	1,03
Ogółem	98625,00	96417,10	0,98

Źródło: *Ocena przebiegu prywatyzacji majątku Skarbu Państwa w 2008 roku*. Warszawa: Ministerstwo Skarbu Państwa, 2008, załącznik 2, s. 25.

3. Cechy charakterystyczne prywatyzacji polskiej gospodarki

Wśród charakterystycznych cech prywatyzacji przeprowadzonej w Polsce wymienić należy m.in.⁹:

- różnorodność metod i programów prywatyzacji w celu dostosowania jej do ekonomicznej i społecznej specyfiki poszczególnych przedsiębiorstw państwowych,
- duży wpływ pracowników na przebieg i wybór metod prywatyzacji,
- różnorodność celów prywatyzacji,
- traktowanie prywatyzacji jako ważnego źródła dochodów budżetu państwa,
- postrzeganie prywatyzacji nie tylko jako formalnej zmiany struktury własności, lecz także jako ważnego impulsu restrukturyzacji przedsiębiorstw oraz całych branż (sektorowe programy restrukturyzacji),
- dążenie do zapewnienia udziału inwestora strategicznego w sprywatyzowanym przedsiębiorstwie,
- powiązanie prywatyzacji z rozwojem rynków kapitałowych,
- uwzględnienie specyfiki prywatyzacji ziemi oraz przemysłu rolno-spożywczego,
- duży wpływ decyzji politycznych na przebieg, kierunki i tempo przekształceń własnościowych.

Podejście takie sprawiło, że w Polsce można się doliczyć jedenastu metod prywatyzacji. Są to¹⁰:

1. Prywatyzacja kapitałowa realizowana na podstawie *Ustawy z dnia 13 lipca 1990 r. o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych* oraz *Ustawy z dnia 30 sierpnia 1996 r. o prywatyzacji i komercjalizacji przedsiębiorstw państwowych*¹¹.
2. Prywatyzacja bezpośrednia polegająca na:
 - sprzedaży mienia przedsiębiorstw państwowych,
 - wniesieniu mienia Skarbu Państwa do spółki,
 - oddaniu majątku przedsiębiorstwa do odpłatnego korzystania.
3. Prywatyzacja powszechna (masowa) realizowana w ramach Programu NFI, do których włączono 512 przedsiębiorstw państwowych przekształconych w jednoosobowe spółki Skarbu Państwa.
4. Likwidacja przedsiębiorstwa państwowego z przyczyn ekonomicznych i rozdysponowanie jego majątku zgodnie z artykułem 19 *Ustawy z dnia 25 września 1981 r. o przedsiębiorstwach państwowych*.

⁹ Bochniarz H., Krajeński S., *Sektorowe programy restrukturyzacji i prywatyzacji majątku państwowego*. Warszawa: Zespół Zadaniowy ds. Polityki Strukturalnej w Polsce, 1997, s. 327–329.

¹⁰ Grzeszczyk T., *Mechanizmy prywatyzacji*. Kraków: Zakamycze, 1997, s. 54–69.

¹¹ *Ustawa z dnia 30 sierpnia 1996 r. o prywatyzacji i komercjalizacji przedsiębiorstw państwowych*. Dz. U. Nr 118, poz. 561.

5. Zamiana zobowiązań przedsiębiorstw państwowych na akcje przeprowadzana zgodnie z *Ustawą z dnia 3 lutego 1993 r. o restrukturyzacji przedsiębiorstw i banków*¹²;
6. Udział przedsiębiorstw w sektorowych programach prywatyzacji i restrukturyzacji, m.in. przemysłu węgla kamiennego, hutnictwa żelaza i stali, sektorów: obronnego, naftowego, gazowniczego, stoczniowego oraz rolnictwa.
7. Kontrakty menedżerskie zakładające, że proces prywatyzacji następuje po przeprowadzeniu gruntownej restrukturyzacji przedsiębiorstwa.
8. Prywatyzacja majątku produkcyjnego byłych państwowych gospodarstw rolnych dokonująca się na podstawie odrębnych przepisów prawnych.
9. Prywatyzacja poprzez udostępnianie akcji/udziałów Skarbu Państwa uprawnionym pracownikom, rolnikom i rybakom na podstawie *Ustawy z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji*.
10. Reprywatyzacja.
11. Zakładanie nowych, głównie małych i średnich przedsiębiorstw od podstaw (tzw. prywatyzacja założycielska).

Mimo tak szerokiego wyboru metod prywatyzacji polskiej gospodarki w praktyce największą rolę odgrywa prywatyzacja założycielska, a nie prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych. Stosunkowo szybko powstało bardzo dużo małych i średnich przedsiębiorstw przyjmujących formę prawną spółek handlowych, także wiele osób fizycznych rozpoczęło prowadzenie działalności gospodarczej. W końcu 2006 r. blisko 2,8 miliona osób fizycznych (nie licząc osób prowadzących gospodarstwa indywidualne w rolnictwie) było zarejestrowanych w rejestrze gospodarki narodowej (REGON) i prowadziło działalność gospodarczą¹³. Najmniejsze firmy zatrudniające do pięciu osób (mikroprzedsiębiorstwa) odgrywają coraz większą rolę w gospodarce. W nich powstaje większość nowych miejsc pracy i przede wszystkim to one rozwijają się i zwiększają produkcję. Ocenia się, że mikropodmioty zatrudniają blisko 30% wszystkich pracujących w polskich przedsiębiorstwach.

4. Prywatyzacja a interesy narodowe – argumenty zwolenników i przeciwników

Zwolennicy prywatyzacji z punktu widzenia interesu publicznego wskazują na następujące argumenty dotyczące prywatyzacji z punktu widzenia interesu narodowego¹⁴:

¹² Dz. U. 1993, Nr 18, poz. 82.

¹³ *Mały rocznik Statystyczny Polski 2007*. Warszawa: GUS, 2007, s. 485.

¹⁴ Dwożycki A., Sobolewski H., Fluchowski W., *Restrukturyzacja, prywatyzacja i nycena przedsiębiorstwa*. Poznań: Wydaw. AE, 2004, s. 97.

- w wyniku sprzedaży majątku państwowego wpływy z prywatyzacji zasilają budżet państwa;
- następuje obniżenie wydatków z budżetu państwa dzięki redukcji dotacji podmiotowych i przedmiotowych, np. zaprzestanie subsydiowania nieefektywnych, nierzadko deficytowych przedsiębiorstw państwowych;
- zmniejsza się i zmienia sposób ingerencji państwa w gospodarkę, prywatyzacja prowadzi do demonopolizacji gospodarki i wzrostu jej efektywności;
- zmianie ulega cel działania przedsiębiorstw – w odróżnieniu od systemu gospodarki centralnie kierowanej, gdzie często działania kierownictwa przedsiębiorstwa uzależnione były od państwa, w gospodarce rynkowej celem przedsiębiorstwa jest dostosowywanie się do wymogów rynku;
- zmieniają się zasady odpowiedzialności za funkcjonowanie przedsiębiorstwa;
- następuje uruchomienie mechanizmów konkurencji: prywatyzacji towarzyszy nieodłącznie konkurencja, która zmusza do skutecznego działania, a w efekcie do polepszenia efektywności produkcji, rozwoju nowych wyrobów i usług;
- następuje maksymalizacja długofalowego wzrostu gospodarczego w wyniku poprawy efektywności gospodarowania przedsiębiorstw;
- prywatyzacja sprzyja rozwojowi rynku kapitałowego, a w konsekwencji jest warunkiem dopływu kapitału zewnętrznego do gospodarki danego kraju; jednocześnie wymaga istnienia rynku kapitałowego, bo tylko na nim prywatni inwestorzy mogą najefektywniej inwestować swój kapitał;
- rozpowszechnienie własności kapitałów wśród szerokich grup społecznych powoduje rozwój edukacji ekonomicznej;
- prywatyzacja racjonalizuje zatrudnienie, wzmacnia szacunek do pracy;
- z powodu niedoboru rodzimego kapitału i ograniczonego dostępu do innych źródeł kapitału zagranicznego koniecznością staje się akceptacja kapitału zagranicznego w formie BIZ, przy czym profesor Zdzisław Sadowski uważa, że kapitał zagraniczny musi przyczynić się do poprawy konkurencyjności polskiej gospodarki, a nie może stanowić chłonnego rynku zbytu¹⁵. Dostyc często w kontraktach prywatyzacyjnych inwestor zagraniczny podpisuje wiele zobowiązań, które musi zrealizować, kupując polskie przedsiębiorstwo, np. zagwarantowanie określonego poziomu zatrudnienia, utrzymanie dotychczasowego poziomu zatrudnienia, podniesienie kwalifikacji pracowników, realizacja inwestycji chroniących środowisko naturalne, inwestycji moderniza-

¹⁵ Sadowski Z., *Eseje o gospodarce*. Warszawa: Bellona, 2000, s. 93.

cyjnych – wprowadzenie nowoczesnych technologii, inwestycji kapitałowych poprzez zwiększenie kapitału zakładowego¹⁶;

- prywatyzacja oddziałuje antyinflacyjnie na procesy gospodarcze – w 1990 r. nadmiar podaży pieniądza skierowany na zakup akcji prywatyzowanych przedsiębiorstw zmniejszył w istotny sposób inflację;
- prywatyzacja demokratyzuje gospodarkę, jest drogą do kształtowania się podstawowych warstw społecznych, to jest elit biznesu i finansów oraz średniej klasy posiadaczy, a także tworzy warunki do rozwoju przedsiębiorczości;
- w wyniku prywatyzacji powstaje efektywny i elastyczny sektor prywatny.

Tak więc prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych niesie z sobą korzyści dla interesu narodowego.

Przeciwnicy prywatyzacji uważają natomiast, że jest ona szczególnie podatna na korupcję zgodnie z przyjętym stereotypem: prywatyzacja = zło = grabież¹⁷. Proces denacjonalizacji ogromnego majątku, dokonujący się w pośpiechu pod polityczną presją, rzadko bywa przejrzysty, a z reguły umożliwia nawiązywanie wielu nielegalnych układów, także w postaci prorozwojowych grup nacisku sprzyjających zwykłej korupcji¹⁸. W związku z tym słychać niekiedy dwuznaczny argument, że im szybciej zakończy się prywatyzacja, tym lepiej – jeśli chodzi o walkę z korupcją. Najbardziej jaskrawym przykładem „prywatyzacji korupcyjnej”, którą ujawniono społeczeństwu, jest prywatyzacja PZU. Według wielu polityków naruszyła ona interesy narodowe. Powołana komisja śledcza miała wskazać osoby, które doprowadziły do prywatyzacji PZU niezgodnie z przepisami prawa.

Inne argumenty wysuwane przez przeciwników to:

- upolitycznienie programu prywatyzacji – powstanie modelu kapitalizmu politycznego spowodowało, że nie dba się o cele efektywnościowe, społeczne, ale o maksymalizację „łupów politycznych”¹⁹;
- zawyżanie wyceny przez firmy konsultingowe oraz ich dezaktualizacja na skutek dużego horyzontu czasowego związanego z procesem prywatyzacji przedsiębiorstw – co w skrajnych przypadkach doprowadzało do wycofywania się potencjalnych inwestorów zainteresowanych zakupem danego podmiotu gospodarczego;

¹⁶ Jarosz M., *Kapitał zagraniczny w prywatyzacji*. Warszawa: Instytut Studiów Politycznych PAN, 1996, s. 36.

¹⁷ Kubik A., Prywatyzacja przegrała na słowa. *Gazeta Wyborcza* z 5.06.2002.

¹⁸ Kołodko G. W., *Ekonomia i polityka transformacji*. Warszawa: Poltext, 1999, s. 161.

¹⁹ Rapacki R., Przekształcenia własnościowe w Polsce w latach 1990–2003: próba bilansu. *Bank i Kredyt* 2004, nr 6, dodatek, s. 17.

- opór związków zawodowych, zwłaszcza na początku lat 90., dotyczący prywatyzacji – według nich często wiązały się z nią: sprzedaż majątku po niższej wartości, zwolnienia pracowników, obniżka wynagrodzenia, zmiana układów zbiorowych pracy²⁰;
- koszty społeczne prywatyzacji związane z likwidacją przedsiębiorstw, takie jak utrata miejsc pracy; Maciej Baltowski uważa jednak, że problem ten wiązał się raczej z wprowadzeniem zasad gospodarki rynkowej, a zwłaszcza pojęcia rachunku ekonomicznego, a rzeczywiste koszty społeczne to *koszty uczenia się normalnej gospodarki rynkowej*, w której proces upadłości przedsiębiorstw jest zjawiskiem normalnym i naturalnym²¹;
- koszty społeczne związane z zaniechaniem prywatyzacji sektorów schyłkowych, problemowych, nierentownych sektorów – np. w Polsce górnictwo, hutnictwo powodują dodatkowe obciążenie budżetu państwa w postaci dotowania tych sektorów, nie zasilają go podatkami;
- udział kapitału zagranicznego w prywatyzacji polskiej gospodarki – Jan Beksiak wskazuje jako punkt zapalny kwestię, czy sprzedawać własność państwową cudzoziemcom czy też obywatelom polskim²². Wyprzedaż za bezcen „sreber narodowych” powoduje duże uzależnienie polskiej gospodarki od zagranicznego partnera, który czasami deklaruje pomoc, a jej nie realizuje – wystarczy podać przykład prywatyzacji FSO na Żeraniu, sprzedaży koreańskiemu koncernowi Daewoo. Poza tym wielu polityków uważa, że zagraniczne przedsiębiorstwa transferują uzyskane zyski w Polsce za granicę, a także że Polska stanowi chłonny rynek zbytu nadprodukcji zagranicznych wyrobów.

Można więc się zastanawiać, czy w Polsce prywatyzacja była i jest potrzebna, skoro przedstawione przykłady wskazują na wątpliwość uzyskiwanych korzyści, a wręcz powstanie strat z punktu widzenia interesów narodowych?

5. Przyczyny rozbieżności w ocenie prywatyzacji w Polsce

Problem oceny efektów prywatyzacji w Polsce jest kontrowersyjnym tematem wywołującym burzliwe dyskusje i podziały zarówno wśród polityków, ekspertów i naukowców, jak i w całym społeczeństwie²³. Opinie na temat przebytej drogi rozciągają się od zachwytu nad wynikami prywatyzacji do obarczenia jej

²⁰ Balcerowicz L., *Socjalizm, kapitalizm, transformacja. Szkice z przełomu epok*. Warszawa: PWN, 1997, s. 223.

²¹ Baltowski M., *Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych. Przebieg i ocena*. Warszawa: PWN, 1998, s. 38.

²² Beksiak J., *Państwo w polskiej gospodarce lat dziewięćdziesiątych XX wieku*. Warszawa: PWN, 2001, s. 76.

²³ Kozarzewski P., *Prywatyzacja w krajach postkomunistycznych*. Warszawa: Instytut Studiów Politycznych PAN, 2006, s. 135–137.

odpowiedzialnością za „katastrofę narodową”. Jedni twierdzą, że prywatyzacja zakończyła się oszałamiającym sukcesem i przyczyniła się do poważnego postępu reform systemowych, inni że doprowadziła do spadku produkcji, masowego ubożenia społeczeństwa, bezrobocia, wzrostu przestępczości, ograniczenia suwerenności narodowej i że w jej wyniku wzbogacili się nieliczni kosztem całego społeczeństwa. Tak duża różnica w ocenach prywatyzacji w tym samym kraju nasuwa podejrzenia, że niektórzy ich głosiciele w sposób bardziej lub mniej świadomy klamią albo stosują zbyt zróżnicowane kryteria.

Istotnie, prywatyzacja majątku państwowego jest procesem skomplikowanym i wielowymiarowym, mającym zapewnić realizację wielu celów. Będąc jednym z filarów reform systemowych, nie może nie wywierać silnego i wielowymiarowego wpływu na przebieg i efekty reform na podstawowe sfery funkcjonowania państwa i społeczeństwa. Nie da się zatem wybrać jakiegoś jednego kryterium, uniwersalnego wskaźnika, na podstawie którego można byłoby wyrokować, czy prywatyzacja powiodła się, czy też nie, czy przyczyniła się do poprawy kondycji państwa i społeczeństwa, czy doprowadziła do jej pogorszenia.

Ocena prywatyzacji musi więc być kompleksowa, oparta na założeniu istnienia pewnego wielowymiarowego modelu, który powinien zostać osiągnięty w wyniku prywatyzacji, i zestawu wskaźników opisujących jego poszczególne aspekty. Są to wskaźniki zarówno ilościowe, jak i jakościowe, odnoszące się do poszczególnych aspektów przemian ekonomicznych, politycznych, społecznych, świadomościowych itp.

Wszyscy oceniający prywatyzację, czyli zarówno jej zwolennicy, jak i przeciwnicy, w praktyce stosują jakąś odmianę takiego podejścia, porównując rzeczywiste efekty prywatyzacji ze swoimi oczekiwaniami wobec niej. Tu pojawiają się trzy problemy rzutujące na ocenę efektów prywatyzacji.

Po pierwsze, zakłada się istnienie jednego „słusznego modelu rozwoju”. Doświadczenie najbardziej rozwiniętych państw świata pokazuje jednak, że mimo wielu istotnych wspólnych cech ich ustroj polityczny i ekonomiczny jest odmienny. Model docelowy dla państw transformujących się także musi uwzględniać uwarunkowania historyczne, kulturowe, społeczne, polityczne, geopolityczne itp. poszczególnych krajów.

Po drugie, istnieje różnica między modelem docelowym, celami prywatyzacji formułowanymi przez twórców polityki prywatyzacyjnej a poglądami tych, którzy ją oceniają, czyli rozbieżność kryteriów stosowanych przez jednych i drugich. Na przykład często podstawowym celem prywatyzacji jest poprawa funkcjonowania przedsiębiorstw, przeprowadzających prywatyzację natomiast rozlicza się głównie z ceny, za którą przedsiębiorstwa zostały sprzedane. Hasła „wyprzedaży majątku narodowego za bezcen”, „wyprzedaży bogactwa narodowego obcemu kapitałowi” są chwytliwe i dlatego szeroko wykorzystuje się je podczas kampanii wyborczych. Znajdują one podatny grunt w społeczeństwie, w którym obawy przed zmianami, w tym prywatyzacją, nierzadko sąsiadują

z wygórowanymi wobec niej oczekiwaniami, zwłaszcza związanymi z prywatyzacją powszechną.

Po trzecie, transformacja systemowa to wyjątkowo skomplikowany proces, w którym poszczególne reformy są wzajemnie uwarunkowane i wywierają na siebie wpływ, wynik zaś tego procesu nie jest prostą sumą składowych polityki reform. Bardzo trudno jest zatem wyodrębnić efekty jakiegoś jednego składnika reform, a często okazuje się to wręcz niemożliwe. W związku z tym rozpowszechnia się wnioskowanie pośrednie, co jest zazwyczaj nieuniknione, stwarza jednak grunt dla bardzo poważnych błędów nawet w gronie badaczy i ekspertów, którzy należą zazwyczaj do najlepiej poinformowanych i wyposażonych w metodologię naukową. W gorszej sytuacji znajdują się przeciętni obywatele, którzy mają jeszcze większą skłonność do wnioskowania na podstawie daleko idących uproszczeń.

W sferze polityki prywatyzacyjnej fundamentalne znaczenie ma opracowanie spójnej długofalowej koncepcji prywatyzacji zawierającej jasno postawione cele, zadania i sposoby realizacji oraz wyznaczającej miejsce prywatyzacji w całości reform systemowych. Trzeba przyznać, że większość krajów, w tym Polska, takiej koncepcji nie posiadała. Z tego też powodu prywatyzacja przybierała niekonsekwentny i często chaotyczny charakter, co nie pozwalało osiągnąć jej podstawowych celów i powodowało narastanie dysfunkcji władzy i rozmaitych nadużyć.

W Polsce na koncepcję prywatyzacji i jej przebieg duży wpływ miała sytuacja polityczna. Od 1989 r. nie zdarzyło się, aby jakaś partia polityczna (koalicja) utrzymała władzę przez dwie kadencje. Zważywszy na brak konsensusu politycznego w sprawach prywatyzacji, podejście do przekształceń własnościowych zmieniało się co kilka lat, a nieraz nawet częściej, gdy np. w trakcie kadencji korygowano pozycję i wpływy poszczególnych partii koalicyjnych. W tej sytuacji ujawniały się korzyści stosowania w Polsce różnorodnych metod prywatyzacji. Zależnie od nastrojów i preferencji politycznych można było mocniej lub słabiej eksponować poszczególne metody prywatyzacji. W pewnym stopniu tłumaczy to dużą rolę prywatyzacji bezpośredniej w pierwszej połowie lat 90. (do 1996 r. włącznie) oraz w 2006 r. (i częściowo w 2007 r.).

Nie zawsze możliwe jest proste wytłumaczenie polityki prywatyzacyjnej poszczególnych rządów. Tak np. w latach 1997–2001 główną rolę w rządzie odgrywała Akcja Wyborcza Solidarność (AWS), opierająca swoje wpływy na związkach zawodowych i często desygnująca ich działaczy na ministrów. Biorąc pod uwagę ostrożność i nieufność związków zawodowych wobec prywatyzacji, nieco zaskakujące jest, że właśnie wtedy wpływy z prywatyzacji były zdecydowanie większe niż w innych okresach, a metodą dominującą była prywatyzacja kapitałowa. Znacznie łatwiej można wytłumaczyć, dlaczego najmniejsze od kilkunastu lat wpływy z prywatyzacji uzyskano w latach 2006–2007, gdy władzę sprawowała koalicja Prawa i Sprawiedliwości, Samoobrony i Ligi Polskich Rodzin.

6. Podsumowanie

Prywatyzacja stanowi integralną część postkomunistycznych reform systemowych, które obejmują wszystkie najważniejsze sfery życia ekonomicznego, społecznego i politycznego. Jej sukces jest uwarunkowany zarówno przyjęciem skutecznej strategii i jej konsekwentną realizacją, skutecznymi reformami pozostałych sfer gospodarki i społeczeństwa, jak i istnieniem szerokiej bazy społecznej gotowej udzielić czynnego poparcia przeobrażeniom.

Prywatyzacja była jedną z podwalin transformacji ustrojowej w Polsce oraz innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Jedni twierdzą, że jest wielkim sukcesem, inni natomiast podkreślają, że stanowiła okazję do grabieży i afer. Kto ma rację? Czy prywatyzacja okazała się sukcesem, czy też porażką?

Prywatyzacja jest bardzo skomplikowanym procesem budującym gospodarkę rynkową. Niesie ze sobą wiele trudności, od przewyciężenia których zależy jej tempo i skala w kraju. Analizując proces prywatyzacji w Polsce z uwzględnieniem interesów narodowych, można zauważyć, że najczęściej był, jest i będzie on przedmiotem sporów polityków i ekonomistów, którzy są albo zwolennikami, albo przeciwnikami procesów prywatyzacji. Dostyc często spory te kończyły się głosowaniem o odwołanie ministra skarbu lub postawieniem wniosku o postawienie byłych ministrów skarbu przed Trybunał Stanu, na przykład Emila Wąsacza czy Aldony Kameli-Sowińskiej.

Mimo występujących patologii związanych z prywatyzacją niektórych przedsiębiorstw, które Joanna Kotowicz-Jawor nazywa „manowcami polskiej prywatyzacji”, prywatyzacja w Polsce z punktu widzenia interesów narodowych przyczyniła się do poprawy efektywności podmiotów gospodarczych i konkurencyjności gospodarki polskiej.

Historia prywatyzacji w Polsce jak i państwach postkomunistycznych pokazała, że podstawowe pytanie nie brzmi „czy prywatyzować?”, lecz „jak dobrze prywatyzować?”.

Literatura

- Balcerowicz L., *Socjalizm, kapitalizm, transformacja. Szkice z przełomu epok*. Warszawa: PWN, 1997. ISBN 83-01-12200-5.
- Bałtowski M., *Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych. Przebieg i ocena*. Warszawa: PWN, 1998.
- Beksiak J., *Państwo w polskiej gospodarce lat dziewięćdziesiątych XX wieku*. Warszawa: PWN, 2001. ISBN 83-01-12737-6.
- Bochniarz H., Krajeński S., *Sektorowe programy restrukturyzacji i prywatyzacji majątku państwowego*. Warszawa: Zespół Zadaniowy ds. Polityki Strukturalnej w Polsce, 1997.
- Chilimoniuk E., Czarny E., Otwieranie gospodarki polskiej w okresie transformacji systemowej. *Bank i Kredyt* 2004, nr 10, dodatek.

- Czekaj J., Perspektywy prywatyzacji w Polsce. W: Paszek Z. (red.), *Rozważania o gospodarce. Teoria i praktyka*. Warszawa-Kraków: Wydaw. Naukowe PWN, 1996. ISBN 83-01-12164-5.
- Dwożycki A., Sobolewski H., Tluchowski W., *Restrukturyzacja, prywatyzacja i wycena przedsiębiorstwa*. Poznań: Wydaw. AE, 2004. ISBN 83-7417-013-1.
- Grudzewski W. M., *Gra o rynek*. Warszawa: WSHiP w Warszawie, 1999. ISBN 83-86919-73-6.
- Grzeszczyk T., *Mechanizmy prywatyzacji*. Kraków: Zakamycze, 1997.
- Jarosz M., *Kapitał zagraniczny w prywatyzacji*. Warszawa: Instytut Studiów Politycznych PAN, 1996. ISBN 83-86759-17-8.
- Kierunki prywatyzacji majątku Skarbu Państwa w 2010 roku*. Warszawa: Ministerstwo Skarbu, 2010.
- Kołodko G. W., *Ekonomia i polityka transformacji*. Warszawa: Poltext, 1999. ISBN 83-86890-67-3.
- Kozarzewski P., *Prywatyzacja w krajach postkomunistycznych*. Warszawa: Instytut Studiów Politycznych PAN, 2006. ISBN 83-88490-83-4.
- Krajewski S., *Prywatyzacja. Restrukturyzacja. Konkurencyjność polskich przedsiębiorstw*. Warszawa: PWE, 2009.
- Kubik A., Prywatyzacja przegrała na słowa. *Gazeta Wyborcza* z 5.06.2002.
- Mały rocznik statystyczny Polski 2007*. Warszawa: GUS, 2007.
- Ocena przebiegu prywatyzacji majątku Skarbu Państwa w 2008 roku*. Warszawa: Ministerstwo Skarbu Państwa, 2008, załącznik 2.
- Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych*. Warszawa: GUS, 1992–2007.
- Rapacki R., Przekształcenia własnościowe w Polsce w latach 1990–2003: próba bilansu. *Bank i Kredyt* 2004, nr 6, dodatek.
- Sadowski Z., *Esaje o gospodarce*. Warszawa: Bellona, 2000. ISBN 83-11-09236-2.
- Salejko-Szyszczyk I., Przebieg prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych. W: Polszakiewicz B. (red.), *Problemy gospodarki rynkowej w Polsce*. Toruń: Wydaw. UMK, 2004. ISBN 832316282.
- Staniek Z., *Teoretyczne aspekty polskiej prywatyzacji w okresie transformacji*. Warszawa: SGH, 2001.
- Suwałski A., *Problemy polskiej prywatyzacji. Ekonomiczno-społeczne uwarunkowania przekształceń własnościowych w latach 1990–1997*. Poznań: Wydaw. AE, 1998. ISBN 83-7417-045-X.

Akty prawne

- Ustawa z dnia 13 lipca 1990 r. o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych*. Dz. U. Nr 51, poz. 298.
- Ustawa z dnia 3 lutego 1993 r. o restrukturyzacji przedsiębiorstw i banków*. Dz. U. 1993, Nr 18, poz. 82.
- Ustawa z dnia 30 sierpnia 1996 r. o prywatyzacji i komercjalizacji przedsiębiorstw państwowych*. Dz. U., Nr 118, poz. 561.

II. ZARZĄDZANIE