ROK 15 Nr 4
VOL. No.

Grudzień 2017
December

Zarządzanie i Finanse

Journal of Management and Finance

ISSN 2084-5189

http://jmf.wzr.pl

Rada Naukowa
prof. dr hab. Jerzy Bieliński — przewodniczący — Uniwersytet Gdański;
prof. Wojciech Charemza, University of Leicester;
prof. Halina Frydman, Leonard N. Stern School of Business;
prof. dr hab. Krzysztof Jajuga, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu;
prof. dr hab. Stanisław Kasiewicz, Szkoła Główna Handlowa;
Agnieszka Kwapisz, Ph.D., College of Business, Montana State University;
Wojciech Piotrowicz, Ph.D., Saïd Business School;
Sofia Brito Ramos, Ph.D., ISCTE Business School;
prof. Gopichand C. Tikkiwal, Jai Narain Vyas University

Redaktor Naczelny
prof. UG dr hab. Krzysztof Najman
Z-ca Redaktora Naczelnego
prof. UG dr hab. Kamila Migdał-Najman
Redaktorzy językowi
prof. UG dr hab. Aneta Lewińska (język polski)
David Gagan, M.A. (język angielski)
Redaktor statystyczny
prof. UG dr hab. Anna Zamojska
Redaktorzy tematyczni
dr hab. Ewelina Sokołowska, dr Olga Martyniuk (Finanse), dr Jacek Maślankowski (Informatyka ekonomiczna), prof. UG dr hab. Kamila Migdał-Najman (Metody ilościowe), dr Aleksandra Wiercińska (Rachunkowość), prof. UG dr hab. Paweł Antonowicz, prof. UG dr hab. Tomasz Kawka, dr inż. Ewa Malinowska, dr Marek Rutka, dr Krzysztof Szczepaniak, (Zarządzanie)
Redaktor numeru
dr Mariusz Chmielewski

Copyright by Wydział Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego
81-824 Sopot, ul. Armii Krajowej 101

ISSN 2084-5189
Wersja drukowana czasopisma ma charakter referencyjny.
W latach 2003–2011 czasopismo ukazywało się pod tytułem
„Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego".

Korekta
Jerzy Toczek
Skład i łamanie
Mariusz Szewczyk

Druk
Zakład Poligrafii Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot, ul. Armii Krajowej 119/121
tel. 523-13-75, 523-14-49, e-mail: poligraf@gnu.univ.gda.pl

Spis treści

Miloš Kráľ, Otoczenie gospodarcze Polski w kontekście Currency Carry Trade w okresie 1.01.2016–31.05.2017 i jego wpływ na kurs walutowy PLN/EUR oraz PLN/USD 5

Elżbieta Gruszczyńska-Brożbar, Kapitały pieniężne a rozwój Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie 23

Konrad Raczkowski, Marta Postuła, Kryptowaluty – przyszłość czy zagrożenie dla polskiego systemu finansowego 37

Aleksandra Nadolska, Faktyczna Unia Gospodarcza i Walutowa – dokąd zmierza europejska (dez)integracja poprzez prawo? 61

Jolanta Iwin-Garzyńska, Oblicze podatku dochodowego od przedsiębiorstw w Unii Europejskiej 87

Rafał Cieślik, Trwałość zysku spółek rentownych i jego przydatność dla prognozowania cen akcji na przykładzie GPW w Warszawie 101

Maciej Stradomski, Mateusz Mikutowski, Dyrektor finansowy w firmie rodzinnej 115

Maciej Stradomski, Katarzyna Schmidt, Klauzula przeciwko unikaniu opodatkowania z punktu widzenia ekonomisty 127

Magdalena Swacha-Lech, Zachęty podatkowe jako jeden z czynników umożliwiających mobilizację dodatkowych oszczędności emerytalnych w Polsce 139

Magdalena Gostkowska-Drzewicka, Ewa Majerowska, Sektor finansowy a koniunktura – analiza ryzyka inwestycyjnego 153

Marta Penczar, Monika Liszewska, Rynek płatności bezgotówkowych w Polsce w świetle rozwoju sektora FinTech . . . 171

Marta Postuła, Andrzej Mielcarz, Metodyka projektowania programów rządowych finansowanych z krajowych środków publicznych narzędziem niezbędnym do ich skutecznej i efektywnej realizacji 189

Angelika Kędzierska-Szczepaniak, Perspektywy rozwoju crowdfundingu udziałowego w Polsce 211

Dorota Buchnowska, Systemy CRM w dobie konwergencji nowoczesnych technologii informacyjnych 225

Miloš Kráľ*

Otoczenie gospodarcze Polski w kontekście Currency Carry Trade w okresie 1.01.2016–31.05.2017 i jego wpływ na kurs walutowy PLN/EUR oraz PLN/USD

Wstęp

Od powstania stałego floatingu walutowego w sierpniu 1971 r. (zniknięcie międzynarodowego systemu walutowego opartego na pewnych kursach walutowych) każdy uczestnik krajowych i międzynarodowych rynków finansowych[1] zawsze jest narażony na ryzyko walutowe. Jednym z instrumentów rynków finansowych działających na jego obniżkę jest produkt bankowy „kurs terminowy" (*Forward Rate*).

W połączeniu z nim istnieje niewyjaśniona do dnia dzisiejszego przez ekonomistów (w tym także noblistów) tzw. zagadka kursu terminowego, dla której w latach 90. XX w. powstało oznaczenie *Currency Carry Trade*[2] (CCT). Ten fenomen ma ogromny wpływ na prawidłowe i zyskowne zarządzanie ryzykiem walutowym.

Poziom wiedzy (lub niewiedzy) uczestników rynków finansowych na temat fundamentalnych zasad i praktycznego funkcjonowania tego fenomenu decyduje, który z uczestników – na podstawie posiadanej wiedzy – zawsze będzie uzyskiwał stałą przewagę nad pozostałymi, nieposiadającymi stosownej wiedzy. Przewaga ta przejawia się w generowaniu dla siebie nadzwyczajnych zysków[3].

Chodzi o to, że w przeciwieństwie do niewykształconych w tym obszarze uczestników rynków finansowych, uczestnik mający wiedzę na temat istnienia i funkcjonowania CCT nie ubezpiecza każdej swojej otwartej pozycji finansowej w walucie obcej, ale tylko tę lub te pozycje (ok. 20–60%),

* Prof. UE dr hab., Katedra Bankowości i Rynków Finansowych, Wydział Finansów i Ubezpieczeń, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, ul. 1 Maja 50, 40-226 Katowice, milos.kral@ue.katowice.pl

[1] Są nimi zarówno jednostki gospodarcze, banki, eksporterzy, importerzy, jak również inwestorzy indywidualni i instytucjonalni (fundusze inwestycyjne, emerytalne itd.), prywatne instytucje finansowe (ubezpieczyciele, parabanki itp.), jednostki budżetowe (województwa, miasta, gminy), skarb państwa oraz gospodarstwa domowe.

[2] Z uwagi na brak polskiego ekwiwalentu tego wyrażenia w niniejszym artykule autor posługuje się angielską nazwą.

[3] Należy jednak zauważyć, że uzyskanie zysków przez jednego z uczestników rynków finansowych dla innego uczestnika oznacza poniesienie straty.

i dla takiego okresu, dla których zmiana kursu walutowego w okresie do dnia wypłacalności tej pozycji będzie skutkowała powstaniem straty[4].

Z tego powodu dla znawców CCT podstawą jest posiadanie prawdziwej wiedzy[5] na temat:

- fundamentalnych warunków rynku finansowego (w tym poziomu stóp procentowych w danym okresie),
- oczekiwań co do ich zmiany lub stabilności w następnych okresach do dnia ich wymagalności (tj. na podstawie spodziewanych decyzji w tym obszarze podejmowane przez centralne instytucje finansowe),
- konsekwencji wyżej wskazanych podjętych decyzji w odniesieniu do kursów konkretnych par walutowych.

Na podstawie tych informacji znawcy CCT przeprowadzają optymalne zarządzanie ich ryzykiem walutowym. Oznacza to, że albo wykorzystają odpowiednio dobraną operację hedgingową, albo – w przypadku wystąpienia „zagadki kursu terminowego" na ich korzyść – pozostawiają tę pozycję walutową otwartą lub otwierają pozycję nową.

W literaturze fachowej istnieje wiele opracowań na temat „międzynarodowego efektu Fishera" i „zagadki kursu terminowego". Do fundamentalnych należą przede wszystkim prace I. Fishera [1907] i noblisty E. Famy [1984]. Inni, którzy badają głównie fenomen CCT, to: M.K. Brunnermeier i inni [2008], M. Hattori [2009], P. Fischer-Erlach [1991], M. Kral [2003, 2011], M. Kral, M. Kovarik [2011], R. Clarida i inni [2009], L. Menkhoff i inni [2012], R. Meese, K. Rogoff [1983] i wielu innych. Wspólną cechą wszystkich opracowań jest to, że żadne z nich nie wyjaśnia „zagadki kursu terminowego". Zamiast tego autorzy zajmują się analizami różnych aspektów powstania i funkcjonowania tej zagadki.

W bazach naukowych Web of Science oraz Scopus nie znaleziono żadnego artykułu opublikowanego do 2016 r. na temat polskiej waluty z uwzględnieniem CCT. W polskiej bazie naukowej EconBase istnieją tylko dwa (jeden, autorstwa M. Krala i G. Hofbauera, odnosi się do zupełnie innej kwestii CCT; autorzy analizują w nim zmiany kursu PLN/JPY w korelacji z wynikami wyborów parlamentarnych w Japonii w 2012 r.). W polskiej literaturze naukowej brakuje analiz CCT w stosunku do kursu walutowego PLN. W celu wypełnienia tej luki powstał niniejszy artykuł.

Ambicją autora artykułu nie jest wyjaśnienie „zagadki kursu terminowego". Zamiast tego celem badawczym artykułu jest:

[4] Wykorzystując analizę techniczną oraz fundamentalną, wybitni eksperci CCT potrafią prawidłowo (w 95–99% przypadkach) przewidzieć ruch kursu walutowego, z odchyleniem ok. 5%.

[5] W każdym konkretnym momencie odnośnie do otwartych pozycji walutowych.

1. Ustalenie, czy w określonym czasie istniało przyjazne otoczenie dla powstania fenomenu Currency Carry Trade, a następnie jego istnienia w dłuższym okresie na parach walutowych PLN/EUR oraz PLN/USD.

2. Jeżeli takie przesłanki istniały, to wskazanie, jakiego typu nadzwyczajne zyski wynikające z prawidłowego korzystania z fenomenu CCT (na podstawie nośnika PLN) mogli osiągnąć jego znawcy.

Dla osiągnięcia tego celu należy znaleźć prawdziwe odpowiedzi na dwa główne pytania badawcze:

1. Czy w analizowanym otoczeniu gospodarczym istniały i istnieją pewne warunki, na podstawie których możliwe jest realne występowanie fenomenu Currency Carry Trade?
2. Jeżeli tak, to czy na tej podstawie znawcy CCT, wykorzystując właściwie dobrane instrumenty finansowe, mieli możliwość zrealizowania zysków na parach walutowych PLN/EUR i PLN/USD?

Dla uzyskania prawdziwej odpowiedzi na powyższe pytania badawcze należy wyjaśnić:

– podstawowe założenie „międzynarodowego efektu Fishera" (*International Fisher Effect*) i konstrukcji wzoru „Forward Rate",
– istotę i założenia „zagadki kursu terminowego", a następnie wskazać, kiedy i jak ona funkcjonuje[6],
– podstawowe narzędzie „zagadki kursu terminowego", czyli różnicę w poziomie stóp procentowych poszczególnych walut.

Dla uzyskania prawdziwej wiedzy w opisywanym obszarze nauki ekonomii przeprowadzono badanie empiryczno-matematyczno-ekonomiczne, z wykorzystaniem metody wykresowej, metody analogii, komparacji, analizy fundamentalnej i technicznej oraz innych. Jego zadaniem (ale też rezultatem) jest zapoznanie się ze stanem otoczenia gospodarczego w Polsce i wybranych państwach (strefa euro i USA) z punktu widzenia warunków sprzyjających powstaniu i występowaniu „zagadki kursu terminowego".

Z uwagi na brak badań dotyczących CCT w stosunku do waluty polskiej w niniejszym artykule przeanalizowano 2016 rok i 5 miesięcy 2017 r. na parach walutowych PLN/EUR oraz PLN/USD. To dlatego, że analizę lat 2000–2014 z tego samego punktu widzenia przeprowadził zespół badawczy pod kierunkiem M. Krala w 2017 r., a uzyskane wyniki opublikowane będą w monografii *Carry trade oraz PLN* (monografia przygotowywana jest do druku). Wybór par walutowych jest celowy: są to główne pary wykorzystywane w polskiej gospodarce w relacjach handlowych i kredytowych ze światem gospodarczym.

[6] Z punktu widzenia wiedzy ekonomicznej, w tym przypadku – w momencie powstania i istnienia „zagadki kursu terminowego – *de facto* chodzi o zasadę CCT. Dokładne metodologiczne wyjaśnienie zasady Carry Trade i jej głównych rodzajów podają [Kral, Kovarik, 2011].

Naukowe wyjaśnienie kwestii powstania, a następnie istnienia fenomenu CCT na konkretnym rynku finansowym i sposobu jego zyskownego wykorzystywania możliwe jest poprzez wyjaśnienie korelacji – a właściwie korelacji odwrotnej – pomiędzy „międzynarodowym efektem Fishera" i „zagadką kursu terminowego".

Podstawą „międzynarodowego efektu Fishera" jest konstatacja (przez równanie I. Fishera), że poziom kursu terminowego będzie się różnić od kursu spot (na dany moment) o dyferencję w ich stopach procentowych dla określonego czasu. Zazwyczaj bierze się pod uwagę 1 rok, ale może być on podzielony na krótsze okresy (w praktyce jest on bardzo często podzielony na miesiące, a nawet na konkretnie określoną ilość dni). Waluta z niską stopą procentową będzie aprecjować z powodu niższej inflacji w jednym państwie, a waluta o wyższym oprocentowaniu będzie spadać z powodu wyższej inflacji w drugim państwie. Zmiana kursu terminowego będzie dokładnie taka (obniżona o koszty transakcyjne) jak dyferencja pomiędzy poziomem stóp procentowych walut dwóch państw. Gdyby tak nie było, na rynku natychmiast pojawiliby się arbitrażyści i wykorzystaliby tę różnicę.

Na takiej teoretycznej podstawie do dziś oblicza się terminowy kurs walutowy, czyli zgodnie z formułą „międzynarodowego efektu Fishera". Konstrukcja terminowego kursu walutowego na pierwszy rzut oka wygląda logicznie i prawdziwie, ale niestety nie jest to prawda. W praktyce w długich okresach absolutnie nie funkcjonuje. W rzeczywistości zależność ta jest w ok. 70% czasu zupełnie odwrotna.

Potwierdził to nie tylko E. Fama, ale także wielu innych ekonomistów, i to dla różnych par walutowych [Kral, 2003; Brunnermeier i inni, 2008]. Okazuje się, że zmiana i poziom kursu walutowego dla momentu kursu terminowego następuje dokładnie w odwrotnym kierunku albo w tym samym, przy czym zmiana kursu znacznie odbiega (jest większa albo mniejsza) od poziomu, jaki wynikałby z formuły „międzynarodowego efektu Fishera".

Waluty NZD, RUR, HUF, PLN i wiele innych oraz ich oprocentowanie w dłuższych lub długich okresach (od 1 miesiąca do paru lat, w Polsce i na Węgrzech aż 8 lat) jednoznacznie wskazywały i wskazują do dzisiaj, iż fundamentalna konstrukcja kursu terminowego w praktyce nie funkcjonuje (kursy walutowe bowiem zachowują się odwrotnie). W praktyce w ok. 70% przypadków dochodzi de facto do tego, co E. Fama nazwał „zagadką kursu terminowego". Zamiast spadku kursu walutowego (stanowisko I. Fishera) przeciwko mocniejszej walucie (głównie gospodarek światowych z niskim poziomem stóp procentowych) i niskiego oprocentowania, kurs walutowy waluty słabszej:

– jest pewny (kształtuje się na tym samym poziomie) w stosunku do silnej i nisko oprocentowanej waluty,
– nawet umacnia się przeciwko walucie z niższym oprocentowaniem.

Matematycznie i ekonomicznie wyjaśnia to następne podejście:

W pierwszym przypadku znawca CCT zainwestuje w słabszą walutę, osiągając nadzwyczajny zysk w wysokości różnicy w stopach procentowych pomiędzy oprocentowaniem dwóch walut w konkretnym okresie (1Y, 3M, 6M, ale także O/N[7]). Kwantyfikację zysku matematycznie wyraża wzór:

$$Z_{\Delta IR} = IR_{WO} - IR_{NO} \quad (1)$$

gdzie:
$Z_{\Delta IR}$ – zysk z różnicy w stopach procentowych,
IR_{WO} – stopa procentowa waluty wyżej oprocentowanej,
IR_{NO} – stopa procentowa waluty niżej oprocentowanej.

W drugim przypadku inwestor na takiej walucie wygeneruje dwa rodzaje zysku:

1) analogiczny jak w pierwszym przypadku (opisanym powyżej), tj. w wysokości różnicy pomiędzy stopami procentowymi walut,
2) zysk w wysokości różnicy pomiędzy kursem walutowym na początku i końcu okresu inwestycyjnego, czego matematycznym wyrazem jest wzór:

$$Z_{\Delta W} = PKW_{t0} - PKW_{t1} \quad (2)$$

gdzie:
$Z_{\Delta W}$ – zysk ze zmiany kursu walutowego,
PKW_{t0} – poziom kursu walutowego na początku okresu inwestycyjnego,
PKW_{t1} – poziom kursu walutowego na koniec okresu inwestycyjnego.

Kolejnym narzędziem metodologicznym wykorzystanym w niniejszym artykule, a zarazem główną metodą badawczą, jest metoda analogii. Szczególnie w odniesieniu do reagowania – analogicznego lub nie – rynków finansowych na decyzje centralnych instytucji państwowych (Rada Polityki Pieniężnej w Polsce, Europejski Bank Centralny w strefie euro itd.)

[7] W taki sposób w otoczeniu generalnie pozbawionym ryzyka możliwe było uzyskanie zysków, np. w Szwecji i w Czechach w trakcie kryzysu finansowego (Szwecja, początek lat 90. XX w., Czechy, maj 1997 r.). W tym czasie doszło w tych gospodarkach do wysokiej podwyżki krótkoterminowych stóp procentowych, o ponad 500% p.a. Zysk z 1-dniowej lokaty (O/N) wynosił 500/365, tj. ok. 1,4% p.a., a zysk na 3 dni (od piątku do poniedziałku, przy czym soboty i niedziele były i są dniami wolnymi od pracy, a tym samym nie są objęte ryzykiem) wynosił 5,2% p.a. (chodziło o lokaty w wielkich międzynarodowych bankach). Autor zna dwóch przedsiębiorców, którzy w tym czasie zarobili wysokie sumy (sytuacja kryzysowa trwała w Czechach 1 miesiąc).

w zakresie prowadzonej przez nich polityki monetarnej (z punktu widzenia ich wpływu na poziom kursu walutowego).

Otwartym pytaniem badawczym pozostaje możliwość wykorzystania metody analogii dla prawidłowego przewidywania zachowywania się rynków finansowych także w następnym okresie. W tym przypadku chodzi o powtarzalność tych samych warunków makroekonomicznych.

Jak podaje literatura, badania prowadzone w tym obszarze wielokrotnie potwierdziły, że decyzje te (utrzymywanie istniejącego poziomu stóp procentowych bez zmian, ich podwyższenie albo obniżenie) w wielu przypadkach są bardzo precyzyjnie możliwe do przewidzenia, a to dzięki dużej ilości wskaźników makro- i mikroekonomicznych wykorzystanych przez instytucje centralne w celu uzyskania jak najbardziej rzetelnego obrazu o stanie zarządzanej przez nich gospodarki. Wskaźniki te są publiczne i dostępne dla wszystkich uczestników rynku finansowego. Tylko nadzwyczajne, wyjątkowe sytuacje rynkowe mogą doprowadzić do nieoczekiwanych (i nieprzewidywalnych) zmian w polityce monetarnej (np. w 2001 r. atak na World Trade Center w Nowym Jorku, katastrofy naturalne itd.). A tych jest niewiele (ok. 1–5%).

Empiryczne badania pokazały analogiczne reagowanie rynków finansowych na powyżej opisane zmiany w polityce monetarnej (decyzje o poziomie stóp procentowych). Rynki w takich przypadkach zachowują się przewidywalnie w 70–95%. Jest to bardzo wysoki i znaczący wynik, a dla znawców CCT oraz funkcjonowania „zagadki kursu terminowego" jest to wiedza o bardzo wysokim prawdopodobieństwie analogicznego zachowywania się konkretnego rynku finansowego w przyszłości. Właśnie tę wiedzę w swojej działalności systematycznie wykorzystują tzw. arbitrażyści statystyczni [Wong, 1993, s. 9–10].

Jako pomocnicze i uzupełniające metody badawcze wykorzystano także analizę fundamentalną oraz analizę techniczną [Murphy, 2004] (szczególnie liczby Fibonacciego dla wyznaczenia punktu minimalnego kursu PLN/EUR po referendum w sprawie Brexitu oraz w okresie kryzysu wokół Trybunału Konstytucyjnego w Polsce w kombinacji z wynikami wyborów prezydenckich w USA, a także dla określenia poziomów odwrotnego ruchu kursu PLN).

Wyniki badań analizy fundamentalnej oraz analizy technicznej wielokrotnie (w dużej ilości przypadków w okresach ubiegłych) potwierdzają słuszność i adekwatność metod wykorzystanych w tym artykule[8].

[8] Oczywiście wyłącznie w przypadku, gdy w gospodarce (narodowej lub światowej) istnieją te same lub bardzo podobnie warunki jak w porównywanym okresie w przeszłości. Dopóki warunki te są podobne lub takie same i są pewne dla dłuższego okresu w przyszłości, we wszystkich przypadkach rynki finansowe reagują na takie zmiany jednoznacznie i przewidywalnie.

Dla znawców CCT bardzo istotne jest też posiadanie wiedzy o otoczeniu gospodarczym, a także wiedzy o punkcie cyklu gospodarczego gospodarek, których waluty rozważane są przez nich z inwestycyjnego punktu widzenia. Ważna jest także wiedza na temat spodziewanego (ale o wysokim stopniu prawdopodobieństwa) kierunku zmiany kursu walutowego rozważanej waluty.

1. Przeprowadzone badania i ich wyniki

Oczywiście, znawcy tej wielkiej tajemnicy i prawdy próbują ją wykorzystać dla realizowania swoich zysków. W rzeczywistości wykorzystują tę wiedzę przeciwko uczestnikom rynku walutowego nieposiadającym specjalistycznej wiedzy na temat „zagadki kursu terminowego".

Dla ekspertów CCT głównym zadaniem i potrzebą jest ustalenie:

- jednoczesnego stanu i punktu otoczenia gospodarczego i politycznego, w którym znajduje się analizowana gospodarka,
- kierunków zmian kursów walutowych w przyszłości na podstawie przewidywanej ewolucji ekonomicznej i politycznej w danym kraju.

W praktyce istnieje możliwość relatywnie szybkiego oraz precyzyjnego wskazania powyższych informacji na podstawie:

- poziomu stóp procentowych oraz ich oczekiwanej ewolucji (brak zmiany, ich wzrost lub spadek) dla określonych walut (w tym przypadku PLN/EUR lub PLN/USD),
- głównych wskaźników makroekonomicznych (stopa procentowa, poziom bezrobocia, inflacja, poziom i zmiana PKB, bilansu płatniczego, budżetu państwa) i ich predykcji.

W dalszej części niniejszy artykuł obejmuje analizę tylko pierwszego z wymienionych czynników – poziomu stóp procentowych. Czynnik ten jest bowiem podstawą istnienia „międzynarodowego efektu Fishera" oraz „zagadki kursu terminowego".

Badania zostały przeprowadzone na podstawie danych o dziennych kursach walutowych zaczerpniętych ze stron internetowych www.barchart.com, www.money.pl i innych. Analiza dotyczyła:

- poziomu stóp procentowych walut PLN, EUR i USD w określonym czasie,
- konkretnych dni podjęcia decyzji przez Radę Polityki Pieniężnej (RPP) o poziomie stóp procentowych w Polsce,
- wpływów politycznych (wybory prezydenckie w USA, referendum Brexit, kryzys Trybunału Konstytucyjnego).

Na podstawie powyższych danych i czynników zostały zbudowane wykresy. Za ich pomocą wskazano przebieg analizowanych kursów walutowych oraz momenty, w których wystąpiły istotne czynniki

makroekonomiczne (polityka monetarna) i/lub polityczne. Następnie przedstawiono wpływ tych czynników na kurs walutowy PLN/EUR oraz PLN/USD.

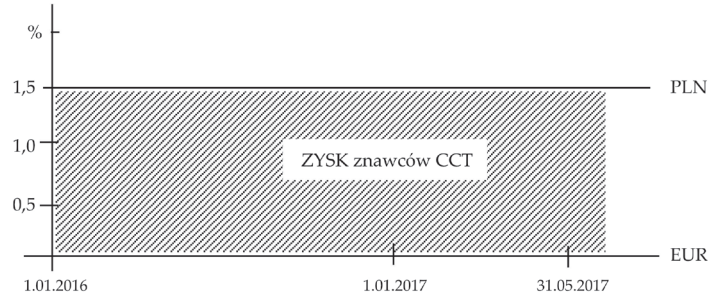
1.1. Analiza poziomu stóp procentowych walut PLN, EUR oraz USD

Analiza była nastawiona na zbadanie, czy w określonych przedziałach czasu istniała dyferencja w poziomie stóp procentowych pomiędzy PLN a walutami EUR i USD.

Poziom stóp procentowych w Polsce był analizowany na podstawie danych o stopie referencyjnej NBP [http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/dzienne/stopy.htm]. Od 2015 r. utrzymuje się ona na stabilnym poziomie 1,50% p.a. Jako główna stopa procentowa w strefie euro przyjęta została tzw. MRO (*main refinancing operations* [http://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html]). Ta dla analizowanego okresu utrzymywała się na poziomie równym zero – 0,00% p.a. Z kolei dla USA wykorzystano stopę procentową określaną jako *federal funds rate*. Do 14 grudnia 2016 r. kształtowała się na poziomie 0,25–0,50% p.a., 14 grudnia 2016 r. została podwyższona o 0,25% p.a., a w dniu 15 marca 2017 r. ponownie wzrosła o 0,25% p.a.

Na podstawie powyższych danych, za pomocą wykresów (rys. 1 i 2), przeprowadzono badanie, które pozwoli odpowiedzieć na pytanie, czy – a jeżeli tak, to w jakiej wysokości – występuje różnica pomiędzy wymienionymi stopami procentowymi w dowolnym punkcie określonego czasu. Różnica ta oznacza także poziom zysku, który mogli uzyskać znawcy CCT, o ile w danym okresie kurs walutowy PLN/EUR lub PLN/USD kształtował się na tym samym poziomie[9].

Rysunek 1. Poziom stóp procentowych PLN i EUR w okresie 1.1.2016–31.5.2017

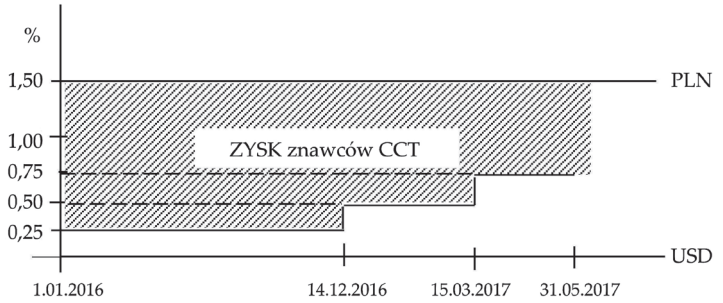


Źródło: Opracowanie własne na podstawie [www.barchart.com].

[9] Oczywiście jest to założenie teoretyczne i w praktyce od 15 sierpnia 1971 r. taka sytuacja nie ma miejsca. Skutki wyeliminowania założenia zostały zweryfikowane w punkcie 3.2.

Rysunek 1 potwierdza istnienie różnicy w stopach procentowych PLN, EUR oraz USD i też poziom zysku w okresie 1 roku z tej różnicy.

Rysunek 2. Poziom stóp procentowych PLN i USD w okresie 1.1.2016–31.5.2017



Źródło: Opracowanie własne na podstawie [www.barchart.com].

Powyższe wykresy jednoznacznie wskazują na istnienie w długim okresie różnic pomiędzy poziomami stóp procentowych analizowanych walut. Na tej podstawie można stwierdzić, odpowiadając tym samym na pierwsze pytanie badawcze, że w analizowanym okresie istniało przyjazne otoczenie na rynkach finansowych w stosunku do powstania i istnienia fenomenu CCT, a jej znawcy mogli tę długo istniejącą sytuację rynkową zyskownie wykorzystać.

1.2. Różnice w stopach procentowych a kurs PLN/EUR i PLN/USD

Kolejną rozważaną w badaniach kwestią jest zachowywanie się kursu PLN przeciwko EUR oraz USD w kontekście występowania różnicy w stopach procentowych (ΔIR) analizowanych walut w określonym czasie. Wyniki są zaskakujące dla nieznawców CCT (rys. 3).

Rysunek 3 wskazuje, w których zakresach czasu znawcy CCT mogli jednoznacznie osiągnąć zyski ze zmiany kursu walutowego PLN/EUR na podstawie różnicy ΔIR. W badanym przypadku także chodziło o istnienie warunków dla powstania fenomenu CCT w ok. 70% okresu objętego analizą.

Jaki był z kolei przebieg kursu walutowego PLN/USD z punktu widzenia powstania fenomenu CCT w tej parze walutowej i potencjalne możliwości jego zyskownego wykorzystania przez znawców CCT? Wynik tej części badań przedstawiono na rysunku 4.

Rysunek 3. Kurs PLN/EUR z uwzględnieniem różnicy stóp procentowych

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [http://www.money.pl/pieniadze/nbparch/srednie/].

Rysunek 4. Kurs PLN/USD z uwzględnieniem różnicy stóp procentowych

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [http://www.money.pl/pieniadze/nbparch/srednie/].

Analogicznie do poprzedniego rysunku powyższy wykres wyraźnie pokazuje i potwierdza pozytywny wpływ różnicy w stopach procentowych (ΔIR) na zmianę kursu PLN/USD. Przedstawia także obszary czasu, w których znawcy CCT mogli (i wielu z nich to wykorzystało) zrealizować swoje zyski walutowe. Wykres odzwierciedla również poziom tego zysku (koniec obszaru zysku powoduje ryzyko polityczne: w Polsce problem Trybunału Konstytucyjnego, w USA wybory).

Powyższe wyniki potwierdzają wysoki wpływ utrzymywanego dyferencjału w stopach procentowych pomiędzy polską walutą a EUR i USD na kurs walutowy zarówno PLN/EUR, jak i PLN/USD.

1.3. Analiza decyzji RPP dotyczących stopy procentowej na kurs PLN

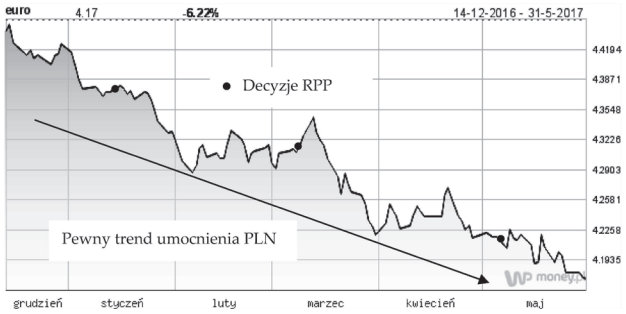
Kolejną kwestią analizowaną na potrzeby niniejszych badań jest wpływ decyzji RPP podjętych w 2017 r. na kurs walutowy PLN, zarówno w stosunku do EUR, jak i w stosunku do USD.

Rada Polityki Pieniężnej w dniach 7 grudnia 2016, 11 stycznia 2017, 8 marca 2017, 5 maja 2017 r. podjęła decyzję o niedokonywaniu zmian

w poziomie polskich stóp procentowych, zachowując w ten sposób stabilną różnicę pomiędzy oprocentowaniem PLN przeciwko EUR oraz USD. Należy dodać, że na ostatniej sesji RPP potwierdzono niedokonywanie podwyżki stopy procentowej przynajmniej do 2018 r.

Jak na te decyzje RPP reagowały międzynarodowe rynki walutowe (jaka nastąpiła zmiana kursu walutowego PLN/EUR oraz PLN/USD)? Kolejne wykresy (rys. 5 i 6) przedstawiają zachowywanie się rynków.

Rysunek 5. Kurs PLN/EUR z uwzględnieniem dni decyzji ogłoszonych przez RPP



Źródło: Opracowanie własne na podstawie [http://www.money.pl/pieniadze/nbparch/srednie/].

Rysunek 6. Kurs PLN/USD z uwzględnieniem dni decyzji ogłoszonych przez RPP

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [http://www.money.pl/pieniadze/nbparch/srednie/].

Przedstawione wykresy wskazują na bardzo duży wpływ decyzji RPP na kurs polskiej waluty. Ich efekty są jednoznaczne i potwierdzają utrzymywanie dyferencjału w stopach procentowych pomiędzy polską walutą a EUR i USD. Na ich podstawie kurs PLN w niewielkim stopniu, aczkolwiek stale w następnym czasie rośnie, od początku 2017 r. aprecjacja ta jest już wyższa o 5% (za 5 miesięcy). Wykresy potwierdzają także, że w przypadku braku innych bardzo istotnych dla rynków finansowych

niespodziewanych czynników (do tej pory w 2017 r. taka sytuacja nie miała miejsca), główny wpływ na zmianę kursu walutowego PLN wynika z istnienia długotrwałej różnicy w stopach procentowych badanych walut.

1.4. Analiza wpływu czynników politycznych na kurs PLN

1.4.1. Wpływ wyniku referendum „Brexit"

Wpływ referendum „Brexit" na kurs walutowy PLN był jednoznaczny. Po niespodziewanym wyniku w brytyjskim referendum od rana doszło do głębokiego spadku oraz wahań kursu waluty polskiej w stosunku do analizowanych walut światowych (EUR, USD). Tę sytuację najlepiej obrazują dane z tego dnia (24.06.2016) w porównaniu do dnia poprzedniego:

Kurs zamknięcia w dniu poprzednim: 4,3534 PLN/EUR
Kurs po uzyskaniu informacji o wyniku referendum: 4,5337 PLN/EUR
Kurs minimalny w tym dniu: 4,5337 PLN/EUR
Kurs zamknięcia w tym dniu: 4,4248 PLN/EUR

Dla porównania przeanalizujmy też zachowanie się rynku finansowego w dłuższym okresie. Przedstawia go tablica 1.

Tablica 1. Kurs PLN/EUR

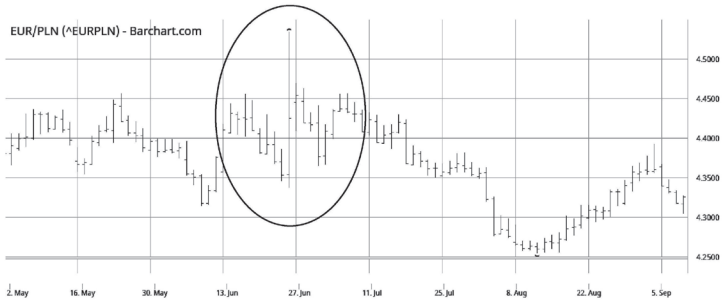
Kurs PLN/EUR	Dzień „Brexit" – 1	Dzień „Brexit"	1 miesiąc po „Brexicie"
Kurs otwarcia	4,3731	4,3542	4,3527
Kurs minimalny	4,3860	4,5337	4,3675
Kurs maksymalny	4,3452	4,3369	4,3505
Kurs zamknięcia	4,3534	4,4248	4,3570

Źródło: Opracowanie własne.

Analogiczne wyniki do przedstawionych w tablicy 1 zanotował kurs PLN przeciw innym podstawowym walutom światowym (oczywiście z wyjątkiem GBP).

Przedstawione zależności jednoznacznie wskazują na ekstremalnie silną wrażliwość kursu PLN – spadek w 1 dzień o ok. 5% – na podstawowe i nieoczekiwane zmiany w światowym otoczeniu politycznym i gospodarczym (rys. 7). Istnieje zatem niebezpieczeństwo występowania podobnej wrażliwości kursu PLN (deprecjacja kursu walutowego PLN) w przypadku pojawienia się analogicznych sytuacji.

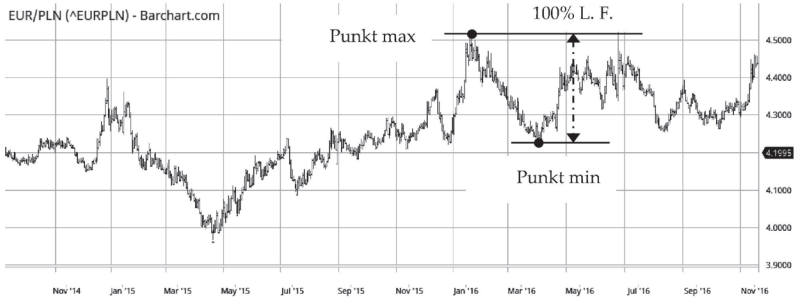
Rysunek 7. Wpływ Brexitu na kurs PLN/EUR



Źródło: Opracowanie własne na podstawie [http://www.barchart.com/forex/quotes/^EURPLN/interactive-chart].

Wyjaśnienie, dlaczego najniższy poziom kurs PLN osiągnął przy poziomie ponad 4,50 PLN/EUR jest bardzo proste. Na podstawie liczb Fibonacciego można wskazać, że kurs PLN spadł do poziomu, który dokładnie przewidywał czynnik 1/1 z ciągu Fibonacciego: 100% i 100% (o ile % spadek, o tyle % wzrost). Dla niektórych to cud, dla znawców liczb Fibonacciego (na rysunku 8 znak L.F.) pewna i oczywista sytuacja.

Rysunek 8. PLN/EUR poziom liczb Fibonacciego 1:1



Źródło: Opracowanie własne na podstawie [http://www.barchart.com/forex/quotes/^EURPLN/interactive-chart].

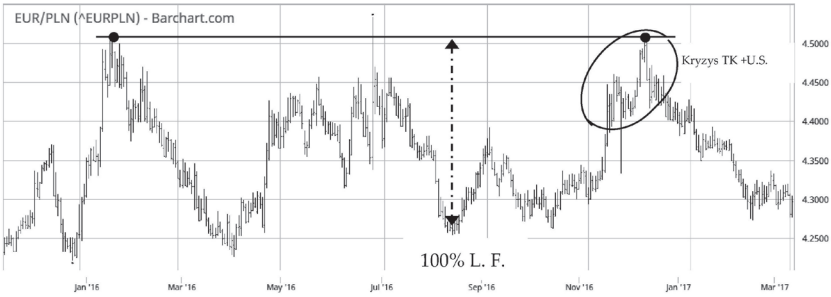
1.4.2. Wybory prezydenckie w USA oraz kryzys wokół Trybunału Konstytucyjnego

Wybory prezydenckie w USA w kombinacji z politycznym sporem wokół Trybunału Konstytucyjnego w Polsce spowodowały w grudniu 2016 r. osiągnięcie przez PLN poziomu ponad 4,50 PLN/EUR. To jest znowu dokładnie do poziomu liczb Fibonacciego. W kolejnym okresie nastąpiło umocnienie kursu, co jest następstwem istnienia „zagadki kursu terminowego" i jej wpływu na kurs PLN (przeciw EUR oraz USD – zobacz rys. 3 oraz 4).

Zdaniem autora (a także agentury ratingowej Moody's) to właśnie powstanie i przebieg niepokoju politycznego stanowi główny czynnik, który spowodował spadek kursu polskiej waluty od połowy do końca 2016 r. (z 4,20 PLN/EUR aż do poziomu powyżej 4,50 PLN/EUR).

W niniejszym artykule nie została przeprowadzona kwantyfikacja matematyczna tego problemu (nie jest to bowiem celem badawczym artykułu), ale po obserwacji czasu powstania, a potem przebiegu kryzysu wokół Trybunału Konstytucyjnego (TK) w Polsce należy zwrócić uwagę na istnienie ekstremalnie wysokiej korelacji pomiędzy tym kryzysem a początkiem i końcem spadku kursu walutowego PLN (do końca 2016 r.). W takim przypadku z punktu widzenia APT chodzi o dwuczynnikowy model; pierwszym czynnikiem jest stopa procentowa, drugim – kryzys wokół TK w pewnym okresie (rys. 9).

Rysunek 9. Wpływ kryzysu TK i wyborów prezydenckich w USA na kurs PLN/EUR (poziom liczb Fibonacciego 1:1)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie [http://www.barchart.com/forex/quotes/^EURPLN/interactive-chart].

1.5. Podsumowanie zachowań kursu walutowego PLN

Zaprezentowana analiza kursu PLN i jego wahań na skutek zaistniałych zmian w otoczeniu polityczno-gospodarczym jednoznacznie wskazuje na dużą wrażliwość i występowanie trzech głównych zależności:

1) dochodzi do szybkiej zmiany kursu PLN (w każdym kryzysowym przypadku jest to spadek kursu),
2) występuje przeeksponowane wahanie kursu PLN (poziom spadku kursu nie odpowiada realnej sytuacji i kondycji polskiej gospodarki – spadek kursu jest nieadekwatnie wysoki),
3) wahanie kursu PLN zauważalne jest wyłącznie w krótkim czasie (1 dzień – 1 miesiąc).

Do spadku kursu polskiej waluty z powodu wpływów politycznych dochodzi zawsze dlatego, że Polska i jej waluta należą do grupy tzw.

emerging countries i *emerging currencies*, tj. do grupy krajów rozwijających się. Dla takich państw oznacza to, że zawsze, gdy pojawi się jakikolwiek problem lub kryzys w gospodarce ich lub światowej, dochodzi do odpływu kapitału obcego z tych państw. Efektem tego jest spadek kursów walut tych państw.

Przykłady empiryczne z realnego życia potwierdzają, że dokładnie tak – w okresie pojawienia się każdego z problemów lub kryzysów – zachowuje się także kurs PLN. To jest pewny i jednoznaczny wynik, który jest odpowiedzią na drugie pytanie badawcze i stanowi ostateczne podsumowanie przeprowadzonych badań.

Przedstawione dane zestawione na wykresach potwierdzają wskazane zależności dotyczące zachowywania się kursu walutowego PLN w sytuacjach kryzysu politycznego. Poprzez syntezę teoretyczną wyników przeprowadzonych badań dokonano podsumowania, które wydaje się być niezwykle istotne dla znawców, a tym samym użytkowników fenomenu CCT. Obejmuje ono dwa podstawowe wnioski:

1. W przypadku wystąpienia sytuacji kryzysowych kurs waluty polskiej zawsze dewaluuje, a nawet należy dodać, że w nieadekwatnie wysokim stopniu (ok. 5% w ciągu jednego dnia).
2. Po krótkim określonym czasie kurs PLN zawsze wraca do poziomu swojej wartości poprzedniej[10].

2. Dyskusja

Analizując przeprowadzone badanie, zwolennicy Arbitrage Price Theory (APT) mogą mieć wątpliwości i mogą zadać pytanie: dlaczego badania zostały przeprowadzone z wykorzystaniem tylko jednego lub dwóch wskaźników (poziom stóp procentowych i moment decyzji instytucji państwowych odpowiedzialnych za zarządzanie stopami procentowymi w ich krajach).

Wpływ powyższych czynników można badać na przykład przy wykorzystaniu APT. Takie badanie jednak nie było celem niniejszego artykułu. Oczywiście autor uważa, że ich przeprowadzenie może przynieść jeszcze bardziej precyzyjne wyniki w analizowanym obszarze wiedzy ekonomicznej. Cel niniejszego artykułu w zamierzeniu był i jest bardziej ograniczony,

[10] Wykorzystanie powyższych stwierdzeń przez znawców CCT w konsekwencji spowoduje zajmowanie przez nich długich pozycji otwartych w kierunku przyszłego umocnienia się waluty polskiej, a krótkich przeciw walucie EUR lub/i USD w momencie maksymalnego spadku waluty polskiej, czyli w momencie zaistnienia maksymalnego poziomu warunków kryzysowych (poprzez wykorzystanie metod analizy technicznej – MACD, linii wsparcia i/lub oporu itd.).

dlatego autor zajmował się obserwacją i analizą wyłącznie wybranych par walutowych (PLN/EUR, PLN/USD)[11].

Mając na względzie przedstawione powyżej możliwe do zastosowania inne metodologiczne i merytoryczne podejścia do przeprowadzenia badań w prezentowanym obszarze, autor wyraża opinię, iż wykorzystane w artykule podejście zajmuje się fundamentalnie głównymi cechami fenomenu CCT (stopy procentowe i główne przyczyny ich zmiany w badanym okresie). Badanie zostało przeprowadzone na podstawie metody wykresowej (bardzo rzadko wykorzystywanej w tym obszarze) oraz z tak przeprowadzonych badań uzyskano wyniki, które w ok. 70% analizowanego okresu potwierdzają jednak powstanie przyjaznego otoczenia dla CCT, prawidłowy wybór głównych czynników wpływających na przebieg kursu walutowego PLN przeciw EUR oraz USD, oraz ich duży wpływ na zmiany kursu polskiej waluty przeciw walutom EUR i USD.

Z tego powodu autor uważa:

1) za naukowo adekwatne podejście wykorzystane w przedstawionej metodologii badań,
2) że uzyskana zdolność wypowiedzi wyników jest bardzo wysoka (należy zauważyć, iż dla znawców CCT absolutnie wystarczające dla osiągania zysków z transakcji jest stosowanie tylko kierunku ruchu kursu walutowego, nie jest im natomiast potrzebna jego pewna kwantyfikacja na poziomie 0,01–10%),
3) osiągnięte wyniki badań dla znawców i użytkowników zasady CCT są bardzo wartościowe i mają dla nich bardzo wysokie znaczenie naukowe.

Zakończenie

Przeprowadzone badania empiryczne pokazały i pozwoliły stwierdzić występowanie przyjaznego otoczenia makroekonomicznego w analizowanym 17-miesięcznym okresie (od początku 2016 r. do 31.05.2017) pomiędzy gospodarką Polski a gospodarką USA i strefy euro. Badanie przeprowadzone z punktu widzenia powstania i występowania fenomenu Currency Carry Trade stwierdziło także, że w okresie objętym analizą istniała realna możliwość wykorzystywania tego fenomenu dla osiągania zysków przez znawców CCT przy wykorzystaniu PLN.

To dlatego, że istniały trzy główne czynniki niezbędne do długoterminowego występowania zasady CCT:

[11] Oczywiście możliwe jest przeprowadzenie podobnych badań dla innych par walutowych, jednak zdaniem autora należałoby przyjąć inny horyzont czasowy badań, a także uwzględnić inne czynniki.

- istniejąca różnica pomiędzy stopami procentowymi PLN przeciw EUR i USD,
- stabilna polityka monetarna banków centralnych wszystkich trzech państw (ECB, FED, RPP BNP) utrzymująca poziom stóp procentowych (PLN na poziomie 1,5%, ECB na poziomie 0% i FED na poziomie 0,5% p.a.) w całym badanym okresie,
- stabilny i bardzo mocno przewidywalny wzrost PKB dotyczący analizowanych gospodarek (a na tej podstawie i przewidywalny kierunek zmian kursów walutowych).

Literatura

Brunnermeier M.K., Nagel S., Pedersen L.H. (2008), *Carry trades and currency crashes*, „NBER Macroeconomics Annual", No. 23.

Clarida R., Davis J., Pedersen N. (2009), *Currency carry trade regimes: Beyond the Fama regression*, Pacific Investment Management Company, Newport Beach.

Fama E. (1984), *Forward and spot exchange rates*, „Journal of Monetary Economics", No. 14.

Fisher I. (1907), *The Rate of Interest*, The Macmillan Company, New York.

Fischer-Erlach P. (1991), *Handel und Kursbildung am Devisenmarket*, 4.uberarb. Aufl. Stuttgart, Berlin, Koln, Verlag W.Kohlhammer.

Hattori M. (2009), *Yen Carry Trade and the Subprime Crisis*, „IMF Staff Papers", Vol. 56, No. 2.

Kral M. (2003), *Devizova rizika a jejichefektivni rizeni ve firme*, VOX, s.r.o., Praha.

Kral M., Kovarik M. (2011), *Carry trade*, GEORG, Zilina.

Kral M. (2011), *Carry trade a jeho vyuziti pro optimalni rizeni devizovyvh rizik*, Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, Fakulta managementu a ekonomiky, Zlín.

Menkhoff L., Sarno L., Schmeling M., Schrimpf A. (2012), *Carry Trades and Global Foreign Exchange Volatility*, „The Journal of Finance", Vol. LXVII, No. 2.

Meese R., Rogoff K. (1983), *Empirical exchange rate models of the seventies. Do they fit out of sample?*, „Journal of International Economics", No. 14.

Murphy J. (2004), *Technische Analyse der Finanzmarkte: Grundlagen, Methoden, Strategien, Anwendungen*, 3. Aktual. Aufl. Munchen, FinanzBuch.

Ross S.A. (1976), *The arbitrage theory of capital asset pricing*, „Journal of Economic Theory", No. 13.

Varian R.H. (1987), *The Arbitrage Principle in Financial Economics*, „Journal of Economic Perspectives", No. 1(2).

Wong M.A. (1993), *Fixed-income Arbitrage*, John Wiley&Sons, Inc., New York.

Streszczenie

Artykuł prezentuje wyniki badań empirycznych wykorzystujących pierwotne dane – kursy walutowe PLN/EUR oraz PLN/USD – na pytanie badawcze: czy w gospodarce polskiej w okresie 01.01.2016–31.5.2017 istniało przyjazne otoczenie dla powstania i dłuższego utrzymania się Currency Carry Trade. Odpowiedź na to pytanie decyduje o optymalnym doborze rodzaju instrumentów zarządzania

ryzykiem walutowym wykorzystywanych przez eksporterów, importerów, kredytodawców oraz kredytobiorców, którzy w ramach swojej działalności realizują transakcje wyrażone w walucie obcej. Badanie przeprowadzono w stosunku do kursów walutowych i stóp procentowych przy wykorzystaniu metody wykresowej. Wyniki badań jednoznacznie wskazują jednak na istnienie takiego otoczenia dla długich okresów (praktycznie 100% w całym 2017 r.) i poza tym – na konkretnych wykresach – wskazują rodzaje i ilość zysków, które zrealizowali znawcy Currency Carry Trade na podstawie wiedzy o tym fenomenie i jego prawidłowym wykorzystaniu.

Słowa kluczowe
międzynarodowy efekt Fishera, zagadka kursu terminowego, ryzyko walutowe

Polish economic environment in the context of Currency Carry Trade in the period from 1.01.2016–31.05.2017 – impact on the exchange rate of PLN/EUR and PLN/USD (Summary)

The article presents the results of empirical studies using the raw data – exchange rates PLN / EUR and PLN / USD – to answer the question of whether the Polish economy in the period of 1.01.2016–31.05.2017 had a friendly environment for the emergence and holding out in longer term of the Currency Carry Trade. The answer to this question decides on the optimal choice of currency risk management instruments used by exporters, importers, lenders and borrowers who carry out transactions in foreign currency as part of their operations. The study was conducted in relation to exchange rates and interest rates, using the graph method. The results of the study clearly point out the existence of such an environment for long periods (practically 100% throughout 2017) and, on specific graphs, indicate the types and amounts of profits achieved by Currency Carry Trade experts on the basis of knowledge of the phenomena and its proper use.

Keywords
International Fisher Effect, Currency Carry Trade, Currency Risk

Elżbieta Gruszczyńska-Brożbar*

Kapitały pieniężne a rozwój Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie

Wstęp

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie miała już swój „srebrny" jubileusz, w ramach którego starano się mówić i pisać o tej instytucji w samych superlatywach. Rozwój jej jest dynamiczny. Dynamika ta jest szczególnie widoczna w rozwiązaniach technologicznych i organizacyjnych funkcjonowania wskazanej instytucji. Wprowadzono między innymi bardzo wydajny i nowoczesny system notowań giełdowych, stworzono grupę kapitałową, zainicjowano i rozwinięto notowania derywatów, zaczęto upowszechniać krótką sprzedaż, wzbogacono możliwości analityczne przez szeroką strukturalnie grupę indeksów giełdowych.

Wskaźniki funkcjonowania giełdy należy rozpatrywać dualnie. Kapitalizacja GPW systematycznie wzrasta. Składają się na to wzrosty cen rynkowych walorów, ale także debiuty spółek. Odmienne opinie dotyczą rozwoju płynności giełdy. Wydaje się, że jest ona niewystarczająca, co znajduje odbicie w niskich wolumenach obrotu. Wysoka wartość obrotów giełdowych umożliwia spełnianie przez opisywaną instytucję nałożonych na nią zadań oraz funkcji.

Interesujące wydają się rozważania dotyczące „pierwotnych" wyznaczników płynności giełdy. Należy je zaliczyć do fundamentu budującego rozwój instytucji. Wzmiankowany fundament to przede wszystkim wolne kapitały pieniężne oraz stosunek potencjalnych inwestorów do ryzyka. Wydaje się, że są to jedne z podstawowych powodów niskiej płynności rodzimego parkietu. Stąd celem artykułu jest przybliżenie współzależności między dochodem zaoszczędzonym gospodarstw domowych, który w części może stać się kapitałem pieniężnym, a płynnością Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, z uwzględnieniem subiektywizmu decyzji alokacyjnych.

Podstawową metodą badawczą opracowania jest analiza opisowa oraz analiza przyczynowo-skutkowa z elementami statystyki opisowej.

* Dr, Katedra Polityki Pieniężnej i Rynków Finansowych, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, al. Niepodległości 10, 61-875 Poznań, elzbieta.brozbar@ue.poznan.pl

Tematykę artykułu ograniczono do giełdowego rynku polskich akcji w latach 2010–2016. We wskazanym zakresie czasowym mieszczą się działania GPW mające na celu zwiększenie płynności obrotu.

1. Funkcje giełd pieniężnych

Giełda pieniężna, potocznie nazywana giełdą papierów wartościowych, jest instytucją, która koncentruje w rozwiniętych gospodarkach gros obrotów kapitałem pieniężnym. Stanowi ona rodzaj rynku formalnego. Wynika z powyższego, że jej działalność jest ograniczona regulaminem, a zebrania kupujących i sprzedających odbywają się regularnie w określonym czasie i miejscu.

Definicję giełdy pieniężnej konstytuują jej cechy. Pierwsza z nich określa, że przedmiotem obrotu giełdowego są zamienne papiery wartościowe. Ich znamienną cechą jest wzajemna zamienialność bez żadnej straty. Dokumenty takie noszą miano walorów. Kolejna cecha wskazuje, że giełdy należy łączyć z określonym miejscem, odpowiednią strukturą organizacyjną i infrastrukturą techniczną [Dębski, 2016]. Istotne jest również to, że handel giełdowy odbywa się według określonych zasad zawartych w regulaminie giełdy, w odpowiednich przepisach prawa oraz prawach zwyczajowych (uzansach) przyjętych jako obowiązujące na danym rynku.

Nie bez znaczenia dla definicji giełdy jest kształtowanie się cen transakcji w sposób wolnorynkowy, w drodze samodzielnego aktu, na zasadzie spotkania się podaży z popytem. Właśnie ustalanie cen papierów wartościowych, dopuszczonych do obrotu giełdowego, stanowi podstawowe zadanie giełdy pieniężnej. Czynność ta jest realizowana przez tę instytucję dzięki stałej koncentracji podaży i popytu na walory.

Spośród wielu wymienianych funkcji giełd dwie zasadnicze zamykają się w stwierdzeniu, że zapewniają one wolny obrót kapitałami pieniężnymi oraz stanowią miejsce finansowania nowych przedsięwzięć inwestycyjnych. Z tych pierwotnych zadań wynikają następne funkcje, będące pochodnymi wymienionych.

Z makro- i mikroekonomicznego punktu widzenia giełda umożliwia efektywny transfer kapitału dzięki utrzymaniu płynności walorów, tj. możliwości transformacji wierzytelności finansowej na formę najbardziej płynną, czyli pieniądz, bądź też zamiany jednych walorów na inne. Opisywane operacje przyczyniają się do wzrostu liczby i wielkości transakcji. Na tak zdefiniowaną płynność istotny wpływ wywiera ilość papierów wartościowych dopuszczonych do notowań, ich rodzaj, a także przejrzyste upowszechnianie informacji giełdowych kierowanych do szeroko pojętej publiczności. Ostatnim warunkiem oddziaływającym na płynność lokat giełdowych jest zapewnienie bezpieczeństwa obrotu, które ma upewnić

inwestora o prawidłowym dokonywaniu transakcji na giełdzie. Z tego powodu państwo sprawuje nadzór nad rynkiem papierów wartościowych, wprowadzając regulacje prawne oraz powołując odpowiednie instytucje nadzorczo-rozliczeniowe.

Kolejnym zadaniem giełdy jest alokacja kapitału, który może być inwestowany na giełdzie bądź w alternatywny, atrakcyjniejszy dla publiczności sposób.

Giełda przyczynia się również do mobilizacji kapitału, co oznacza, że tezauryzowany pieniądz może być „uruchomiony" na zakup walorów. Funkcja mobilizowania kapitału nazywana jest inaczej handlową [Gruszczyńska-Brożbar, 2002]. Wynika to z konstatacji, że istnieje ścisła współzależność między takową a dokonywaniem transakcji papierami wartościowymi. Istotny wpływ na spełnienie funkcji handlowej wywiera motyw spekulacyjny. Hipoteza ta oparta jest na przypuszczeniu, że transakcje kupna-sprzedaży nie muszą być zawierane w celu zagospodarowania czasowo wolnych funduszy, ale mogą służyć realizacji zysku na różnicy kursowej. Giełda umożliwia więc przeprowadzanie transakcji spekulacyjnych. Przyczyną ich finalizowania są najczęściej wąskie analizy informacji cząstkowych bądź pogłoski.

Giełda, według wybranych ekonomistów, jest barometrem gospodarki, czyli odzwierciedla jej kondycję. Praktyka rynku pozwala poczynić obserwację, z której wynika, że instytucja ta jest barometrem gospodarek, ale – jak się wydaje – rozwiniętych, a najczęściej wiodącej [Gruszczyńska-Brożbar, 2017].

2. Kapitały pieniężne i subiektywizm decyzji alokacyjnych jako pierwotne uwarunkowania płynności giełdowej

Zaangażowanie kapitałowe podmiotu w alokację za pośrednictwem giełdowego rynku akcji uzależnione jest od wielu czynników. Autorka opracowania określa je jako wewnętrzne bądź konieczne i zewnętrzne. Do pierwszych z nich zaliczono samo posiadanie kapitałów pieniężnych, a także stosunek podmiotu do ryzyka, umożliwiający wejście na giełdę. Jeżeli zostaną one spełnione, wówczas alokujący podejmuje decyzję o zakupie walorów w oparciu o analizę źródeł ich ryzyka i różnych metod analitycznych. Istotne wydają się także czynniki behawioralne, do których już od lat 50. ubiegłego stulecia zaliczano snobizm, zwyczaj, tradycję, naśladownictwo, „wyczucie sytuacji" itp. [Robinson, 1958]. Jak wcześniej wzmiankowano, uwagę badawczą postanowiono skoncentrować na wyznacznikach koniecznych (wewnętrznych).

Odniesieniem do określenia kapitału jest dochód, będący wartościowym efektem gospodarowania. W niniejszym opracowaniu postanowiono

zdefiniować go jako strumień wartości przypływający do gospodarującego podmiotu w określonym czasie. Pojęcie strumienia wprowadzono do nauk ekonomicznych na określenie przepływu wartości w czasie. Elementami składowymi tak pojmowanego strumienia jest zasób wartości, ruch i czas. Dochód jest więc kategorią dynamiczną i podlega wielu dezagregacjom w zależności od przyjętego kryterium podziału.

Drugim istotnym wyznacznikiem przybliżającym do pojęcia kapitału jest majątek. Majątek różni się od dochodu innym powiązaniem z momentem czasu, ponieważ nie jest to strumień wartości, lecz stan tego strumienia w ściśle określonym czasie. Majątek jest więc traktowany w kategoriach zasobu. Ta część majątku, która przeznaczona jest do przynoszenia strumienia nowych wartości, nazywana jest kapitałem [Hicks, 1978].

Kapitał w naukach ekonomicznych rozpatrywany jest dualnie. Wybrani ekonomiści postrzegają go w kategoriach rzeczowych. Zaś inni jako fundusz, jako prawo do rozdysponowania go w aktywa i otrzymywania z niego dochodu. Pierwszych zalicza się do tzw. materialistów. Z kolei drugich do „funduszowców" [Blaug, 1995]. Treści artykułu osadzone są w funduszowym podejściu do pojęcia kapitału. Kapitałem jest więc także lokata jednodniowa, tygodniowa i miesięczna. Zaliczane są one do rynku kapitałów pieniężnych. Klasyfikacja ta nie ma charakteru technicznego, rozdzielającego kapitały ze względu na czas trwania lokaty, lecz charakter funkcyjny. Funkcją kapitału jest przynoszenie strumienia nowych wartości.

Kapitał należy do pojęć dynamicznych i przyjęcie go w takiej formule do wyodrębniania struktur rynkowych pozwala wydzielić z rynku kapitałowego rynek kapitałów rzeczowych oraz rynek kapitałów pieniężnych. Pierwszy z nich ma charakter zasobowy, zaś drugi strumieniowy.

Rynek kapitałów pieniężnych dzieli się na rynek krótkoterminowych kapitałów pieniężnych, potocznie nazywany pieniężnym, oraz na rynek długoterminowych kapitałów pieniężnych, określany w nazewnictwie anglosaskim jako inwestycyjny [Darst, 1981]. Instytucją tego rynku jest giełda, za której pośrednictwem następuje zamiana wolnych kapitałów pieniężnych w kapitały związane, np. akcyjne, obligacyjne.

Wejście na rynek kapitałów pieniężnych możliwe jest, gdy jednostka posiada wolne kapitały pieniężne, tj. środki, które może przeznaczyć do przynoszenia strumienia nowych wartości, stąd konieczne wydaje się rozpatrzenie składników dochodów osobistych alokujących. Dyspozycyjne dochody osobiste stanowią różnicę między dochodami osobistymi a płatnościami podatkowymi i niepodatkowymi. Pierwsza wynikająca z tego równania zależność informuje, że dochody do dyspozycji wzrosną, jeżeli będą podlegać aprecjacji dochody osobiste bądź (i) obniżone zostaną płatności podatkowe i niepodatkowe. Tematyka artykułu nie obliguje do

poszerzenia tej tematyki, tym bardziej że osadzona jest ona w skomplikowanej materii mechanizmu funkcjonowania gospodarki i podziału dochodu narodowego. Uwagę analityczną postanowiono ukierunkować na podział dyspozycyjnych dochodów osobistych ze względu na sposób ich wykorzystania. Wydziela się wówczas składniki jego sumy, czyli dochód skonsumowany i dochód zaoszczędzony. Wynika z tej zależności, że oszczędności pojawiają się wówczas, gdy podmiot nie „przejada" całych dochodów dodatkowo, nie zadłuża się, co powoduje kreację oszczędności ujemnych.

Literatura przedmiotu wskazuje na wielorakość wyznaczników oszczędności, począwszy od tych, które opisywali klasycy, uważający, że wzmiankowany poziom uzależniony jest od stopy procentowej, a zależność ta jest wprost proporcjonalna, aż po teorie oparte na efekcie bogactwa, inflacji, stałych niepewnych dochodów. Należy jednak zauważyć, że wiodącym czynnikiem mającym bezpośredni wpływ na wartość oszczędności jest wyznacznik dochodowy. Propagatorem takiej tezy był J.M. Keynes, którego spostrzeżenia znalazły konsensus wśród większości ekonomistów. Według tej teorii oszczędności rosną wraz z dochodem, co sprowokowało do konstatacji, że bogaci oszczędzają więcej [Keynes, 1956].

Spełnienie pierwszego z warunków koniecznych pozwala skoncentrować uwagę na drugim z nich. Wyznacznik ten osadzony jest w subiektywizmie decyzji alokacyjnych. Zagadnienie to powiązane jest z wyborami dokonywanymi w warunkach niepewności. Uważa się, że pojęcie użyteczności wywodzi się z teorii konsumpcji, w rzeczywistości towarzyszy ono wszędzie tam, gdzie występuje akt wyboru. Ten fakt wyboru jest stwierdzeniem użyteczności, a towarzysząca temu wyborowi preferencja psychiczna jest użytecznością [Taylor, 1947]. Oznacza to, że stwierdzeniem użyteczności jest kupno bądź sprzedaż waloru, a cały niekiedy skomplikowany proces decyzyjny wynika z wyobrażenia użyteczności aktywa (np. predykcji stopy zwrotu).

Użyteczności nadaje się cechy względności, relatywizmu, subiektywizmu, a że wyobrażenie o niej następuje przed podjęciem wyboru, to uważa się, że jest ona preferencją [Taylor, 1947].

Kontynuując wątek wyborów dokonywanych w warunkach niepewności, należy stwierdzić, że analizowane są różne funkcje użyteczności. Ekonomiści dyskutują o funkcji użyteczności bogactwa, pieniądza, inwestycji, ale także stopy zwrotu [Haugen, 1996].

Jedną z cech funkcji użyteczności, rozważanej w warunkach niepewności, jest jej malejąca użyteczność krańcowa. Nie przysparza ona kłopotów „diagnostycznych" w ramach analizy preferencji w warunkach pewności, czyli na rynku dóbr konsumpcyjnych. Zjedzenie kolejnych czekolad przynosi coraz mniejsze zadowolenie z konsumpcji dodatkowej tabliczki.

Natomiast trudno sobie wyobrazić, znamienne dla kryteriów wyboru w warunkach niepewności, coraz mniejsze zadowolenie z dodatkowych przyrostów bogactwa bądź też stopy zwrotu z waloru. Niestety inwestor, który chce aprecjonować swoje dochody przy określonym poziomie kapitałów, musi ponosić ryzyko. Stąd w jego subiektywnych kryteriach wyboru jest uwzględniona oczekiwana stopa zwrotu i ryzyko jej osiągnięcia [Jajuga, Jajuga, 2017]. „Spokojny sen" związany jest z ulokowaniem pieniądza na lokacie bankowej. Natomiast wybór rynku akcji, o różnym poziomie dyspersji zmian kursów, z podziałem na walory kwalifikowane w świetle drzewa inwestycyjnego od pnia przez gałęzie do bombek, wymaga przejścia na coraz wyższe poziomy ryzyka związanego z osiągnięciem oczekiwanej stopy zwrotu. Alokujący może akceptować jeszcze wyższe ryzyko, podejmując decyzję o wejściu np. na rynek wybranych derywatów.

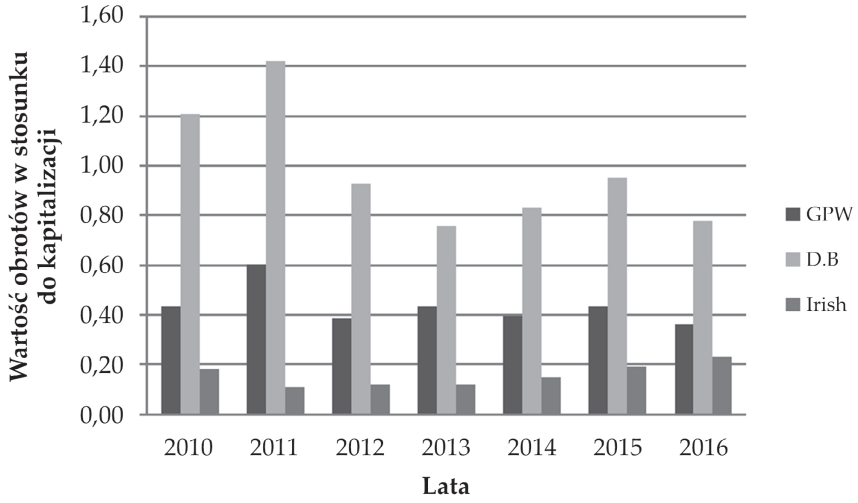
3. Płynność GPW w Warszawie w świetle warunków koniecznych

Funkcjonowanie giełd pieniężnych oraz ich rozwój analizowane są przez pryzmat spełnianych przez nie funkcji, czego wyrazem może być wartość wskaźników giełdowych. Oprócz mierników znajdujących zastosowanie przy podejmowaniu decyzji alokacyjnych występuje szeroka grupa wskaźników informujących o jej znaczeniu w gospodarce. Zaliczyć do nich można kapitalizację oraz wartość obrotów. Istotna waga poznawcza, oprócz wymienionych, pokładana jest we wskaźnikach koncentracji oraz kapitalizacji do PKB (powinna kształtować się powyżej 40%) i płynności. Wskaźnik koncentracji informuje o obrotach akcjami pięciu spółek w całości obrotów. Należy zaznaczyć, że jego wartość przekraczająca 60% może zagrozić płynności na rynku giełdowym [Gruszczyńska-Brożbar, 2017]. Do pozostałych wskaźników płynności obrotu zalicza się między innymi: wartość i wolumen obrotu, liczbę transakcji, wskaźnik obrotów, wskaźnik akcji w wolnym obrocie, relację kupna do sprzedaży.

Jednym z najbardziej wiarygodnych mierników rozwoju giełdy jest wskaźnik określający stosunek obrotów do kapitalizacji. Obrazuje on szybkość przemieszczeń kapitałowych. Jego znaczenie analityczne w ocenie rozwoju giełdy jest zdaniem wielu ekonomistów większe od znaczenia wskaźnika kapitalizacji do PKB. Właśnie ten wskaźnik postanowiono wykorzystać w celu zdiagnozowania problemu płynności warszawskiego parkietu.

Rysunek 1 obrazuje stosunek wartości obrotu do wartości kapitalizacji trzech giełd, tj.: GPW w Warszawie, Deutsche Borse oraz giełdy w Irlandii.

Rysunek 1. Stosunek wartości kapitalizacji do wartości obrotów wybranych giełd w latach 2010–2016



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych WFE i GPW w Warszawie.

Dobór instytucji wynikał z zaszłości historycznych, w ramach których GPW w Warszawie porównywano najczęściej do giełdy w Wiedniu oraz Irlandii. Z drugiej zaś strony postanowiono pominąć dwie wiodące giełdy światowe, tj. New York Stock Exchange oraz London Stock Exchange, z powodu wysokich wartości wskaźników znamiennych dla giełd światowych. Giełda we Frankfurcie nad Menem przechodziła swoje wzloty i upadki, ale zdecydowanie jest przykładem giełdy rozwiniętej, umożliwiającej płynny obrót instrumentami finansowymi. Stąd średnia wartość wskaźnika płynności tej instytucji wyniosła w latach 2010–2016 – 98%. Jednocześnie należy stwierdzić, że opisywany miernik kształtuje się często w przypadku giełd światowych powyżej 100%.

Średnia wartość wskaźnika dla GPW w Warszawie wyniosła 43%, z kolei dla giełdy irlandzkiej 16%. Wynika z tego jednoznacznie, że giełda w Warszawie ma problem z płynnością, chociaż znacznie mniejszy aniżeli giełda w Irlandii. Opisywany wskaźnik w całym analizowanym okresie oscylował wokół 40%, z wyjątkiem 2011 r. Rok ten należy postrzegać pozytywnie, biorąc pod uwagę kierunek zmian wskaźnika na giełdzie w Niemczech. Rozwinięte giełdy zwiększają obrót także w czasie złej koniunktury. Spadek kapitalizacji prowokuje do podejmowania działań. Z jednej strony uaktywniają się inwestorzy chcący sprzedać akcje, zaś inni postanawiają je kupić, uważając, że ceny walorów są na tyle atrakcyjne, aby dołączyć wybraną spółkę do posiadanego portfela. Podobny kierunek

zmian zaobserwowano w 2011 r. na GPW w Warszawie. To jest jedyna dobra informacja wynikająca z obserwacji danych, ponieważ okazuje się, że podjęte przez polską instytucję działania zwiększające płynność nie przynoszą zamierzonych efektów.

Obowiązujący od 2008 r. na GPW Program Wspierania Płynności ma za zadanie jej aprecjację. Według kryteriów przyjętych przez GPW za niski poziom płynności uważa się sytuację, gdy w okresie ostatnich trzech miesięcy kalendarzowych przed dniem okresowej weryfikacji płynności średnia liczba transakcji nie przekracza 10 transakcji, a jednocześnie średnia wartość obrotów nie przekracza 25 000 zł na sesję. Przy obliczaniu opisywanej średniej uwzględnia się liczbę i wartość transakcji sesyjnych i pakietowych, których przedmiotem były akcje emitenta [www.gpw.pl].

Program Wspierania Płynności wymaga od spółek ze wzmiankowanym problemem podpisania umowy z animatorem, którego zadaniem będzie wspieranie płynności jego walorów na zasadach określonych przez GPW. Dodatkowo spółka zostaje zobligowana do prowadzenia na własnej stronie internetowej sekcji relacji inwestorskich oraz prezentowania informacji, zgodnie z zakresem oraz strukturą określonymi w Modelowym Serwisie Relacji Inwestorskich. Jeżeli spółka nie podejmie działań zwiększających jej płynność może zostać przekwalifikowana do tzw. Strefy Niższej Płynności. Ponosi wówczas konsekwencje między innymi w postaci zmiany systemu notowań na jednolite oraz wykluczenia akcji z udziału w szacowaniu wartości indeksów giełdowych.

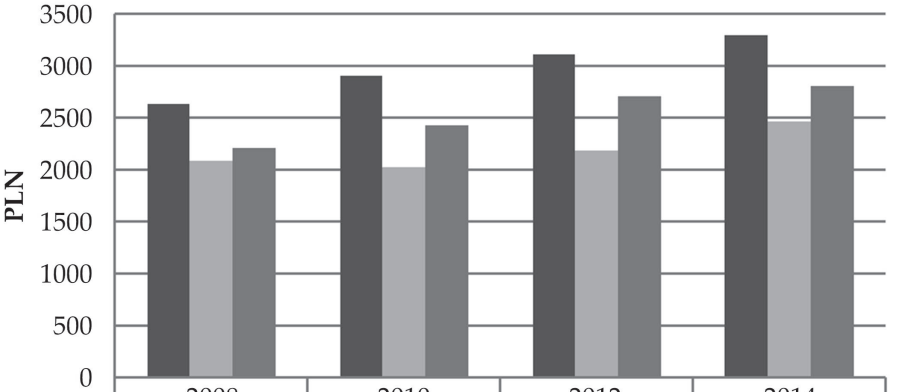
Z końcem kwietnia 2017 r. w Programie Wspierania Płynności znajdowało się 155 firm, natomiast w Strefie Niższej Płynności 23 spółki. Oznacza to, że blisko 40% podmiotów notowanych za pośrednictwem GPW w Warszawie zostało zakwalifikowanych do mało płynnych. Aby zastanowić się nad tym problemem, należy przytoczyć informację zawartą na stronie internetowej GPW w Warszawie dotyczącą wyznaczników płynności: „Na płynność akcji spółki na rynku giełdowym wpływ ma szereg czynników. Niektóre są zależne od samej spółki np. sposób zarządzania, polityka informacyjna i relacje inwestorskie. Są też i takie czynniki, jak struktura akcjonariatu spółki, aktualna koniunktura rynkowa, sytuacja danej branży, renoma giełdy, czy konkurencyjność innych form lokowania pieniędzy, jakie w danym czasie oferują rynki finansowe. Istotne znaczenie ma też dostępność innych instrumentów i sposobów inwestowania, takich jak instrumenty pochodne lub krótka sprzedaż. Wszystkie te elementy wpływają na decyzje potencjalnych i obecnych inwestorów spółki, czyli decydują o płynności obrotu jej akcjami" [www.gpw.pl].

Polemizując z cytatem, najistotniejsze elementy progresji w zakresie płynności, jak się wydaje, znajdują się poza działalnością giełdy i dotyczą

źródeł ryzyka alokacyjnego, a przede wszystkim determinant oszczędności. Zapomniano o podstawowym wyznaczniku płynności, a mianowicie posiadaniu przez inwestorów keynesowskiej przegródki spekulacyjnej. Potencjalni inwestorzy swoje dyspozycyjne dochody przeznaczają przede wszystkim na cele transakcyjne. Zadowolenie wzbudza odłożenie pewnej kwoty środków płatniczych na cele ostrożnościowe, a większość z nich nie dysponuje kapitałami przeznaczonymi na inwestycje. Wskazują na to mediany i dominanty wynagrodzeń w Polsce. Postanowiono je zestawić z minimum socjalnym, czyli wskaźnikiem określającym koszty utrzymania gospodarstw domowych na podstawie koszyka dóbr służących do zaspokojenia potrzeb bytowych na niskim poziomie. Wartość opisywanego wskaźnika wyrażana jest w cenach średniorocznych, zaś dominanta i mediana wynagrodzeń w wartościach brutto. Instytucje statystyczne unikają bądź opóźniają publikację wartości pozycyjnych wynagrodzeń. Natomiast regularnie informują o średnich wynagrodzeniach, które z wielu powodów nie są miarodajne dla analizowanych współzależności.

Koniec kwietnia 2017 roku nie doczekał się jeszcze miar pozycyjnych wynagrodzeń za 2015 i 2016 rok (publikowane co 2 lata). Stąd postanowiono włączyć do rozważań wartości odnoszące się do 2008 roku. Zestawienia te zawarto na rysunku 2.

Rysunek 2. Mediana i dominanta wynagrodzeń a minimum socjalne w Polsce



	2008	2010	2012	2014
Med.	2639,51	2906,78	3115,11	3291,56
Dom.	2091,35	2020,13	2189	2469,47
M.S.	2207,28	2427,31	2709,93	2805,1

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS oraz Sedlak&Sedlak.

Zaprezentowane na rysunku 2 minimum socjalne dotyczy rodziny, w skład której wchodzą rodzice oraz dziecko w wieku 13–15 lat. Jeżeli przyjmiemy, że tylko jeden członek rodziny pracuje, co jest częstym modelem w społeczeństwie, to okazuje się, że wynagrodzenie netto nie jest w stanie zaspokoić minimum socjalnego. Biorąc pod uwagę kolejne lata, można przypuszczać, że miary te, mimo że zapewne wartość ich wzrośnie, to i tak nawet ze środkami z programu 500+ nie będą stanowiły podstawy wzrostu środków przeznaczonych na alokację kapitałów. Ta ograniczoność kapitałów pieniężnych nie wpływa ani na rozwój giełdy w znaczeniu jej płynności, ani na powiększenie aktywów instytucji zbiorowego lokowania. Należy brać pod uwagę fakt, że wzrost wynagrodzeń mógłby przełożyć się na aprecjację zasobów spekulacyjnych. Tym bardziej, że najniższe płace dotyczą często ludzi młodych, rozpoczynających pracę, ale jednocześnie skłonnych do ryzyka. Ich aktywny udział w giełdowej alokacji kapitałów pieniężnych mógłby ożywić giełdę.

Pod koniec grudnia 2016 roku Polacy zgromadzili w bankach 899 mld zł oszczędności, głównie w gotówce oraz na rachunkach złotowych i walutowych. Stanowiło to około 70% łącznej wartości oszczędności gospodarstw domowych. Wartości te systematycznie wzrastają, co, jak się wydaje, związane jest z pracą zarobkową Polaków za granicą. Jednocześnie coraz więcej osób deklaruje posiadanie oszczędności (około 60%) oraz potrzebę oszczędzania. Jednak struktura wartościowa odkładanych pieniędzy wskazuje, że przeznaczone są one raczej na przyszłą konsumpcję bądź na cele ostrożnościowe. Przeprowadzone badania dotyczące skłonności Polaków do oszczędzania wykazały, że większość z nich regularnie bądź też z przerwami stara się oszczędzać, a przeciętna wartość odkładanych co miesiąc środków płatniczych kształtuje się w następujących wysokościach [Fundacja Kronenberga, 2016]:

- 32% badanych odkłada 100 zł,
- 38% od 101 zł do 250 zł,
- 22% od 251 zł do 500 zł,
- 2% powyżej 1001 zł.

Potencjalnych inwestorów można więc szukać spośród 2%, a co najwyżej 8% oszczędzających, którzy w ramach subiektywnych decyzji są w stanie zaakceptować ryzyko towarzyszące giełdowej alokacji kapitałów pieniężnych.

Zakończenie

Podstawowym problemem rodzimego parkietu jest brak bogatej klasy średniej, o której znaczeniu dla wtórnego obrotu walorami pisał już w 1932 roku prof. A. Krzyżanowski [1932]. Podmiot posiadający wolne kapitały

pieniężne w zależności od charakteryzującej go funkcji użyteczności inwestycji może, ale nie musi, uaktywnić się na wtórnym rynku akcji. Wydaje się jednak, że im większa jest grupa osób dysponujących dochodami zaoszczędzonymi, tym większa szansa na aprecjację płynności przez mobilizację, transformację, a w konsekwencji alokację kapitału. Przecież nie każdy z publiczności charakteryzuje się awersją do ryzyka.

Doświadczenia polskie wskazują, że w większości stanowimy społeczeństwo o niskich dochodach osobistych, a dodatkowo nie jesteśmy skłonni do przemieszczeń kapitałowych za pośrednictwem giełdowego rynku akcji. Wartość wskaźnika płynności GPW w latach 2010–2016 pozwala zobrazować rodzimy parkiet w kategoriach pięknie wyposażonego, nowoczesnego sklepu, który jest odwiedzany bądź oglądany, ale towary z różnego powodu nie są w nim kupowane. Sytuacja taka powoduje, że opisywana instytucja – nie mając bezpośredniego wpływu na politykę rządu oraz kształtowanie się wynagrodzeń publiczności − powinna podjąć dodatkowe działania zmniejszające ryzyko alokacji kapitału. Może to uaktywnić oszczędności znajdujące się poza giełdą.

Należy zastanowić się, w jaki sposób zwiększyć bezpieczeństwo obrotu giełdowego, wyeliminować zdarzające się manipulacje, do których autorka zalicza także *insider trading*, zmniejszyć dyspersję zmian cen rynkowych akcji oraz nadzór nad prawidłowością dokonywanych transakcji. Trzeba zadbać o renomę giełdy i rzetelność funkcjonowania wszystkich instytucji, które znajdują się pod nadzorem Komisji Nadzoru Finansowego.

Pewne postulaty zmian mogą być dyskusyjne, ale wydają się konieczne, jeżeli dotychczasowe działania, np. Program Wspierania Płynności, nie przynoszą oczekiwanych, długotrwałych efektów. Sprawą do przemyślenia jest liczba notowanych spółek. Wydaje się, że powinno zwracać się uwagę na ich jakość a nie ilość. Już sam debiut giełdowy jest dużym zaszczytem dla podmiotu, który w krótkim czasie jest bardzo często weryfikowany brakiem zainteresowania ze strony alokujących. Niekiedy to zainteresowanie jest patologiczne i przyjmuje działanie w postaci „podbijania" bądź „zaniżania" kursu, co w przypadku akcji spółek o niskiej płynności jest rzeczą niezbyt skomplikowaną. Wydaje się, że dobrym rozwiązaniem mogłoby się okazać podwyższenie wymagań dotyczących dopuszczenia podmiotu do obrotu giełdowego na rynku podstawowym, który powinien stać się „reprezentacyjny", a przez to stabilizujący rynek równoległy. Także system notowań z dwoma fixingami nie powinien być straszakiem, lecz grupować te firmy, dla których nie ma ofert kupna i sprzedaży. Koncentracja zawieranych transakcji dwa razy w ciągu dnia mobilizuje zainteresowanych i nie deprecjonuje spółki jako niepłynnej. Działania takie mogą przyczynić się do zmniejszenia dyspersji cen rynkowych akcji, co z kolei może przełożyć się

na mobilizację alokujących w kierunku obrotu akcjami. Istotne znaczenie ma także edukacja giełdowa, która prowadzona jest w Polsce najczęściej na stronach internetowych. Szkoły giełdowe przeznaczone są dla zainteresowanych. Natomiast wśród społeczeństwa jest mała orientacja dotycząca opisywanej materii. Kompleksowe, przemyślane działania wszystkich instytucji obrotu papierem wartościowym powinny przełożyć się na większe zainteresowanie lokatą kapitału za pośrednictwem Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Literatura

Blaug M. (1995), *Metodolofia ekonomii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
Darst D.M. (1981), *The Handbook of The Bond and Money Markets*, McGraw-Hill Book Company, New York.
Dębski W. (2016), *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
Gruszczyńska-Brożbar E. (2017), *Analizy giełdowe*, Wydawnictwo UEP, Poznań.
Gruszczyńska-Brożbar E. (2017), *Funkcjonowanie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*, Wydawnictwo UEP, Poznań.
Gruszczyńska-Brożbar E. (2002), *Giełdowa alokacja kapitałów pieniężnych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.
Haugen R.A. (1996), *Teoria nowoczesnego inwestowania*, WIG PRESS, Warszawa.
Hicks J.R. (1978), *Szkice z ekonomii*, PWE, Warszawa.
Jajuga K., Jajuga T. (2017), *Inwestycje. Instrumenty finansowe. Ryzyko finansowe, Inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
Keynes J.M. (1956), *Ogólna teoria zatrudnienia procentu i pieniądza*, PWN, Warszawa.
Krzyżanowski A. (1932), *Nauka o pieniądzu i kredycie*, Warszawa–Kraków.
Postawy Polaków wobec finansów (2016), badanie Fundacji Kronenberga przy Citi Handlowy i Fundacji Think!
Robinson J. (1958), *Akumulacja kapitału*, PWN, Warszawa.
Taylor E. (1947), *Wstęp do ekonomiki*, Spółdzielnia Wydawnicza Żeglarz, Gdynia.
www. sedlak.pl.
www. stat.gov.pl.
www.gpw.pl.
www.world-exchanges.org.

Streszczenie

Rozwój GPW w Warszawie rozpatrywany jest wielowątkowo, tj. od strony techniczno-organizacyjnej, ale przede wszystkim z punktu widzenia zmian wskaźników giełdowych. Do najistotniejszych z nich zaliczane są mierniki kapitalizacji i obrotu. Artykuł koncentruje uwagę badawczą na warunkach koniecznych aprecjacji płynności giełdowego rynku akcji. Starano się w nim określić związki przyczynowo-skutkowe między płynnością giełdy a oszczędnościami publiczności, która charakteryzuje się subiektywizmem alokacyjnym.

Słowa kluczowe
kapitały pieniężne, płynność giełdy, oszczędności, wskaźniki rozwoju giełdy, subiektywizm decyzji alokacyjnych

Money capitals and Warsaw Stock Exchange development (Summary)

The Warsaw Stock Exchange development is considered a lot of treads., i.e. from technical-organizational hand, but first of all from point of view stock exchange indicators changes. The touchstones of capitalization and turnover are classed as most fundamental. The article draw research attention to the necessary conditions of appreciation liquidity stock exchange market. The most important issue was defined connections between stock exchange liquidity and the public savings, with is marked by subjective allocation.

Keywords
cash capitalization, stock exchange liquidity, savings, exchange rate indicators, subjectivism of allocation decisions

Konrad Raczkowski*
Marta Postuła**

Kryptowaluty – przyszłość czy zagrożenie dla polskiego systemu finansowego

Wstęp

Występujące od 2008 r. nadzwyczajne czynniki zewnętrzne, a zwłaszcza światowy kryzys finansowy, wzmocniły rangę dyskusji na temat przyszłości polityki pieniężnej i jej roli w polityce gospodarczej. Okazało się, że wysokie zadłużenie danego państwa, kryzysy finansowe i konieczność stosowania polityki interwencjonizmu państwowego, w celu ochrony interesów społeczno-gospodarczych, wywierają wpływ zarówno na postrzeganie ryzyka, trendy gospodarcze, jak i indywidualizm decyzji alokacyjnych. W sytuacji dużej zmienności i niepewności zmniejszają zaufanie do danego rządu czy instytucji finansowych, zachęcając do poszukiwania alternatywnych i niezależnych form oraz metod dysponowania własnymi środkami płatniczymi [Yermack, 2013; Forelle, 2013].

W związku z powyższym uznać należy, iż istniejąca luka poznawcza, którą należy eksplorować w kontekście kryptowalut, dotyczy zarówno percepcji indywidualnych, jak i zbiorowych, gdyż sądy wartościujące mają wpływ nie tylko na podstawowe podmioty gospodarujące, ale i całe społeczności krajowe oraz międzynarodowe. Kryptowaluty zostały bowiem albo zakazane, albo już uznane przez wiele firm oraz społeczności państwowych za prawny środek płatniczy lub legalną działalność gospodarczą. Ponadto kryptowaluty stanowią proces innowacji technologicznej, która może tworzyć wartość dodaną dla jednostek i całych społeczeństw, ale jednocześnie stać się zagrożeniem dla instytucji finansowych, a nawet suwerenności rządów.

W związku z tym celem artykułu jest przedstawienie szans i zagrożeń, jakie niesie za sobą coraz szersze wykorzystanie kryptowalut oraz możliwości wprowadzenia ich do obrotu przez polskie instytucje finansowe. W artykule przeprowadzono analizę porównawczą ujęć definicyjnych kryptowalut, treści dyrektywy i odpowiednich polskich aktów prawnych, w tym ustaw związanych z funkcjonowaniem rynku finansowego. Analizie

* Prof. SAN dr hab., Instytut Ekonomiczny, Społeczna Akademia Nauk, ul. Łucka 11, 00-842 Warszawa, raczkowski.konrad@gmail.com
** Prof. UW dr hab., Katedra Finansów i Rachunkowości, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Warszawski, ul. Szturmowa 1/3, 02-678 Warszawa, mpostula@wz.uw.edu.pl

poddano w ramach doboru celowego piśmiennictwo w tym zakresie. Omówiono zasadniczy kształt europejskich i polskich ram związanych z obrotem kryptowalutami. Posłużono się także metodą myślowego eksperymentu w ramach ciągu procesu iteracyjnego metody analizy i konstrukcji logicznej. W tym celu określono warunki skrajne funkcjonowania kryptowalut – zarówno w kontekście szans, jak i zagrożeń, konstruując określone ciągi logiczne pomiędzy wolnymi przestrzeniami i możliwościami wykorzystania kryptowalut, w ramach przeprowadzanych korekcji procesu logicznego.

1. Krótki zarys historyczny i definicja kryptowaluty

Kryptowaluta jest pewnego rodzaju zdecentralizowanym i bazującym na matematyce systemem księgowym, który jest zabezpieczony kryptograficznie i posiada realną wartość w stosunku do umownie przyjętych i podlegających ciągłej zmienności jednostek wartości, które w istocie odnoszą się do sald transakcji [Financial Action Task Force, 2013]. Po raz pierwszy koncepcja kryptowaluty została wprowadzona w 1983 r. do bankowego systemu gotówki przez Davida Chauma, a opublikowana rok wcześniej na łamach „Plenum Press" [Chaum, 1982, s. 199–203]. Idea polegała na możliwości tworzenia bardziej prywatnych/anonimowych płatności, a jednocześnie usprawniała kontrolę procesu płatności.

W 1998 r. informatyk Wei Dai opublikował opis „b-money", czyli zdecentralizowanego systemu płatniczego [Nowakowski, 2013, s. 59]. W tym samym roku amerykański programista i kryptograf Nick Szabo zaprojektował mechanizm zdecentralizowanego systemu cyfrowej waluty, który nazwał „bit gold". Nie został on jednak nigdy uruchomiony. Zauważyć również trzeba za Nathaniel Popper, że Nick Szabo ukrywa się prawdopodobnie pod pseudonimem Shatoshi Nakamoto i w istocie jest twórcą najpopularniejszej na świecie waluty kryptograficznej, jaką jest bitcoin [Narayanan i inni, 2016].

Kryptowaluta jest formą waluty wirtualnej (cyfrowej), która może stanowić środek płatniczy oraz być formą przechowywania kapitału i inwestycji. Definiowana jest jako „forma cyfrowej reprezentacji wartości, która może być przedmiotem obrotu drogą cyfrową" [Reynolds, Irwin, 2017, s. 173; Department of the Treasury, 2013]. Kluczową cechą kryptowalut jest użycie w zapisach cyfrowych technik kryptograficznych do zabezpieczania transakcji oraz do tworzenia nowych jednostek waluty.

Tworzone są również europejskie definicje kryptowalut. W 2015 r. w publikacji Europejskiego Banku Centralnego pt. *Virtual Currency Schemes – a further analysis* sformułowano definicję wirtualnej waluty jako: „cyfrową reprezentację wartości niewyemitowaną przez bank centralny, instytucję

kredytową lub instytucję pieniądza elektronicznego, która w pewnych okolicznościach może być użyta jako alternatywa dla pieniędzy" [Wojdyło, Pietkiewicz, 2015, s. 4–7]. Kwestie kryptowalut były także przedmiotem Rezolucji Parlamentu Europejskiego z 26 maja 2016 r. w sprawie wirtualnych walut, gdzie odniesiono to pojęcie do „cyfrowej gotówki" lub cyfrowych wyznaczników wartości, które nie są emitowane przez bank centralny ani organ publiczny oraz nie są powiązane z walutą danego kraju [Rezolucja Parlamentu, 2016/2007(INI)]. W Polsce według powszechnie obowiązujących przepisów wirtualne waluty nie są prawnym środkiem płatniczym. Zgodnie bowiem z ustawą o NBP to właśnie Narodowy Bank Polski ma jedynie uprawnienia do emitowania znaków pieniężnych Rzeczypospolitej Polskiej. Dopełnieniem tej regulacji jest jasne wskazanie, że prawnymi środkami płatniczymi na obszarze Rzeczypospolitej Polskiej są znaki pieniężne emitowane przez NBP [ustawa, 1997, art. 32]. Przepisy te bardzo wyraźnie uzależniają traktowanie określonego środka płatniczego jako prawnego środka płatniczego od faktu jego emisji przez Narodowy Bank Polski [ustawa, 1997, art. 36].

W obiegu międzynarodowym pierwszą i do dziś najpopularniejszą kryptowalutą jest bitcoin (symbole: BTC, XBT). Został on wprowadzony do obiegu 3 stycznia 2009 r. przez anonimowego programistę lub grupę programistów o pseudonimie Satoshi Nakamoto. Nakamoto pod koniec 2008 r. opublikował artykuł *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System* [Nakamoto, 2013, s. 6], zwany także „Manifestem Satoshi Nakamoto", dokładnie opisujący zasady funkcjonowania kryptowaluty. Najmniejszą jednostką transakcyjną w przypadku BTC jest satoshi, czyli jedna stumilionowa BTC (a 100 satoshi to 1 bits) [Kopańko, Kozłowski, 2015, s. 18]. Istotą funkcjonowania bitcoina jest anonimowe przekazywanie i posiadanie własności, ale bez przydziału cyfrowych jednostek pieniężnych. Każdy wytworzony bitcoin jest indywidualnie oznaczony i wykorzystuje unikatowe klucze publiczne oraz prywatne, zamiast kont indywidualnych [Eskandari i inni, 2015, s. 1–12]. Warto w tym miejscu zauważyć, że zaklasyfikowanie bitcoina do właściwego klucza pojęciowego rodzi duże problemy. Wynikają one ze sprzecznych wartości określających, niewspółistotności kategorii jednostek, czy niespójnych klastrów klasyfikacyjnych [Vergne, Swain, 2017, s. 185–222].

W kwietniu 2011 r. powstała kolejna kryptowaluta, namecoin (symbol: NMC), która w przeciwieństwie do bitcoina umożliwiła przechowywanie danych transakcyjnych we własnej bazie oraz wprowadziła dedykowany DNS (system przypisujący nazwy używane przez użytkowników adresom używanym przez komputery, np. przypisanie nazwy domeny określonemu adresowi IP). Z kolei w październiku 2011 r. powstał litecoin (symbol: LTC),

używający nieco innego sposobu autoryzacji transakcji niż bitcoin. W kolejnych latach liczba kryptowalut zwiększała się w tempie wykładniczym. Obecnie istnieje już ponad 800 kryptowalut [Kopańko, Kozłowski, 2015, s. 18], spośród których, oprócz powyższych, najbardziej znane są ripple (XRP), ethereum (ETH) oraz NEM (XEM). Dodatkowo ethereum zbudował w oparciu o rozproszoną księgę łańcuchów bloków (*blockchain*) możliwość przeprowadzania i zawierania inteligentych umów [Morris, 2015], w postaci dowolnego kodowania obliczeń, arbitralnego stosowania reguł własności, czy formatów transakcji. Wszystkie kryptowaluty oprócz bitcoina posiadają łączną nazwę altcoin – odzwierciedlającą ich status alternatywy dla bitcoina. Wzrastająca liczba kryptowalut jednoznacznie wskazuje, że wzrasta ich waga w obrocie gospodarczym i nie należy bagatelizować ich roli.

W pierwszych latach od powstania kryptowaluty były znane przede wszystkim w środowisku programistycznym, a transakcje dokonywane nimi ograniczały się często do szarej strefy. W niektórych krajach płatności bitcoinami są do dzisiaj nielegalne (legalne jest natomiast samo posiadanie BTC).

Jednak popularność kryptowalut (zwłaszcza bitcoina) szybko rosła i coraz więcej przedsiębiorstw zaczęło akceptować płatności w BTC, sprawiając, że ta ustanowiona (prawdopodobnie bez udziału żadnego państwa) waluta cyfrowa zaczęła przenikać do realnej gospodarki. Obecnie bitcoin jest akceptowany w transakcjach 94 firm globalnych, a liczba ta stale rośnie. Warto wspomnieć, że należą do nich np.: Wikipedia, Virgin Galactic, Microsoft, Subway, WorldPress.com, Dell, Bloomberg.com, Gap, MIT Coop Store, Polskie Linie Lotnicze [Durden, 2017].

W lutym 2014 r. w teksańskim mieście Austin postawiony został pierwszy bankomat bitcoinowy (tzw. bitcoinomat), który weryfikuje użytkowników za pomocą dowodu tożsamości, takiego jak paszport czy prawo jazdy. Na dzień 17 maja 2017 r. istniało już niemal 1189 bankomatów, z których można wypłacać BTC[1]. Niemal trzy czwarte (886 bankomatów) operuje na terenie Ameryki Północnej (w tym 720 w samych Stanach Zjednoczonych), a ponad 20% (241 bankomatów) na terenie Europy. W Polsce funkcjonują 2 bankomaty na BTC, oba w centrum Warszawy. Warto zatem prześledzić, na czym polega sukces rozprzestrzeniania się kryptowalut.

2. Opis bitcoina jako przykładu kryptowaluty

Bitcoiny powstają w procesie wydobywania, tzn. rozwiązywania skomplikowanych matematycznych problemów (algorytm *proof-of-work*),

[1] Na portalu https://coinatmradar.com/charts/ na bieżąco można obserwować zmieniającą się w czasie liczbę wirtualnych walut i miejsc obrotu nimi.

służących potwierdzaniu transakcji zawieranych przez użytkowników sieci. Jest to proces obsługiwany przez kryptograficzną 256-bitową funkcję skrótu (*hash*), która przekształca ciągi bitowe i uniemożliwia powtarzalność bitcoinów (podwójne wydatkowanie), czy też modyfikację transakcji (jest to funkcja jednokierunkowa). Funkcja hash przypisuje blokowi danych jego skrót. Do przeprowadzenia tej operacji używana jest cała sieć Bitcoin, co uniemożliwia lub czyni nieopłacalnym próbę jego samodzielnego złamania z uwagi na ilość mocy obliczeniowej, jakiej to zadanie wymaga. Ten, kto jako pierwszy znajdzie rozwiązanie, dodaje wpis do transakcji, tworzy nowy blok transakcji, a w nagrodę otrzymuje nowe bitcoiny. Pozostali sprawdzają rozwiązanie i również dopisują nowy ciąg do bloku transakcji. Prędkość powstawania nowych bitcoinów jest więc wprost proporcjonalna do mocy obliczeniowej sieci oraz odwrotnie proporcjonalna od złożoności zastosowanej kryptografii. Trudność zapytań rośnie wraz z upływem czasu, by spowalniać tempo wydobywania bitcoinów. Ich liczba wzrośnie maksymalnie do niecałych 21 mln [Guttmann, 2013, s. 48]. Zgodnie z danymi z pierwszej połowy 2017 r. w obiegu znajduje się około 16,3 mln monet[2].

Aby wydobywać bitcoiny, należy zaopatrzyć się w specjalne urządzenie, zwane „koparką", które lepiej radzi sobie z autoryzowaniem transakcji niż zwykły komputer [Kopańko, Kozłowski, 2015, s. 63]. Urządzenia te można kupić, a ich cena uzależniona jest od ich wydajności (mierzonej w hashach na sekundę). Ze względu na pojawianie się nowych urządzeń, z każdym dniem rośnie wydajność całej sieci, a więc coraz większa moc obliczeniowa jest potrzebna do wydobycia pojedynczego bitcoina. Z tej przyczyny na świecie powstają tzw. pools (tłumaczone na polski czasem jako „spółdzielnie"), czyli grupy tzw. kopaczy. Największy z nich, AntPool, posiada ponad 16% udziału w całkowitej mocy obliczeniowej użytkowników bitcoina.

Aby móc przechowywać kryptowalutę bitcoin i dokonywać za jej pomocą transakcji, należy posiadać portfel, czyli mieć zainstalowane do tego oprogramowanie na komputerze (np. Bitcoin Core, Electrum) lub telefonie (np. Bitcoin Wallet) albo skorzystać z dedykowanego miejsca w chmurze (np. Coinbase, BitGo), oferowanego przez różnych dostawców[3]. Oznacza to, że w przypadku niektórych portfeli możemy przechowywać własne bitcoiny offline.

Portfel zawiera dowolną liczbę par kluczy kryptograficznych (klucze publiczne i prywatne), które można także generować samemu. Klucze

[2] Ze względu na dużą dynamikę zachodzących procesów można powołać się jedynie na źródło netograficzne [https://blockchain.info/pl/charts/total-bitcoins] w sposób najbardziej aktualny odzwierciedlające skalę badanego zjawiska.

[3] Spis dostępnych portfeli można znaleźć na: [https://bitcoin.org/pl/wybierz-swoj-portfel].

publiczne są zwane także adresami bitcoin i są to ciągi cyfr oraz liter o długości kilkudziesięciu znaków. Klucze publiczne działają jako miejsce wyjścia i wejścia danej transakcji na BTC. Z kolei klucze prywatne służą do autoryzacji danej płatności osoby, która tę płatność przyjmuje. Dany użytkownik może więc generować parę kluczy dla każdej pojedynczej transakcji – jeśli chce on przyjąć płatność w BTC, wysyła on określony klucz publiczny użytkownikowi wysyłającemu pieniądze (działa on de facto podobnie jak numer konta bankowego), a później autoryzuje transakcję znanym tylko sobie kluczem prywatnym.

W celu eliminacji podwójnego wysłania tego samego bitcoina każda określona transakcja jest podawana do publicznej wiadomości i musi być autoryzowana przez losową grupę użytkowników bitcoina. Każda transakcja używa tzw. funkcji skrótu (hash), wykorzystywanej także w systemach podpisów elektronicznych. W dużym uproszczeniu można więc utożsamiać hash/skrót z pojedynczą transakcją. Zgodnie z technologią blockchain transakcje są łączone w bloki i w takiej formie są one autoryzowane, a po autoryzacji dopisane do historii wszystkich bloków, które zostały zautoryzowane w przeszłości.

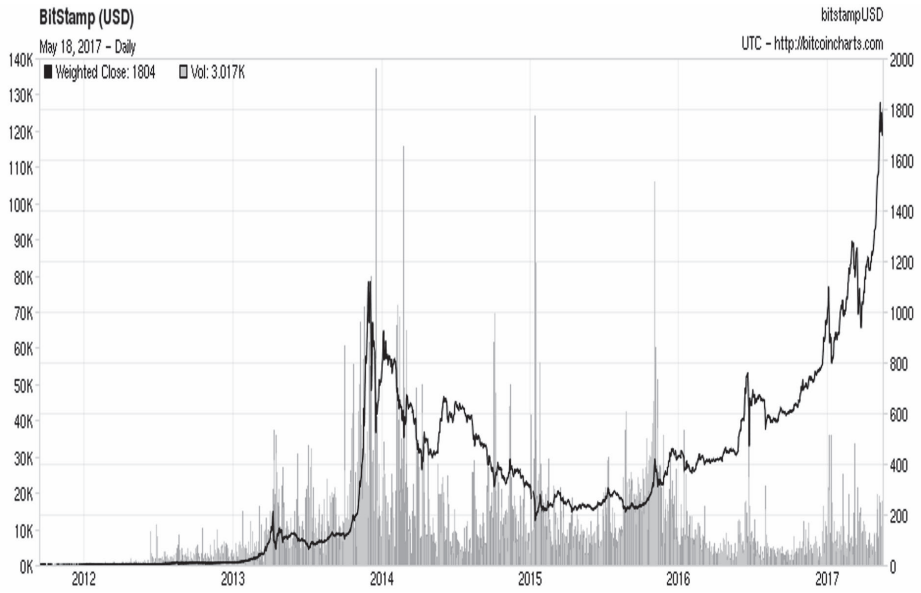
Ze względu na brak pośredników w zawieraniu transakcji nie ma żadnej obowiązkowej opłaty związanej z transferem danej sumy kryptowaluty do innego użytkownika. Niemniej prowizja jest formą zachęty dla innych użytkowników systemu, aby jak najszybciej zatwierdzili oni przeprowadzoną transakcję (opłata ta trafia wtedy do ich portfeli). Im wyższa zadeklarowana przez wysyłającego prowizja, tym szybciej dany blok zostanie zaksięgowany i podany do publicznej wiadomości. Standardowa optymalna prowizja za transfer bitcoinów wynosi 0,0001 BTC.

Gwałtowny wzrost zainteresowania bitcoinem i innymi kryptowalutami miał miejsce w 2013 r. za sprawą cypryjskiego kryzysu bankowego, który – według uczestników rynku BTC – był dowodem na brak efektywności tradycyjnego systemu bankowego i brak bezpieczeństwa środków, które miały być gwarantowane przez państwo. Gwałtowny spadek zaufania do tradycyjnego systemu bankowego, który się wtedy pojawił, poskutkował zwyżką cen BTC z poziomu około 13–14 USD na początku 2013 r. poprzez około 200 USD na początku kwietnia 2013 r., do około 1150 USD na przełomie listopada i grudnia 2013 r.

Rok 2014 był okresem systematycznych zniżek cen BTC, a 14 stycznia 2015 r. kurs BTC na giełdzie BitStamp dotarł do lokalnego minimum na poziomie 152,40 USD. Po kilkumiesięcznej konsolidacji w pierwszej połowie 2015 r. notowania BTC rozpoczęły długoterminowy, trwający do dzisiaj, trend wzrostowy. 11 maja 2017 r. cena BTC sięgnęła rekordowych

1892 USD. Na rysunku 1 widać dynamiczne zmiany kursu BTC zachodzące w ostatnich pięciu latach.

Rysunek 1. Wykres notowań BTC na giełdzie BitStamp



Źródło: [https://bitcoincharts.com/, dostęp: 10.05.2017].

3. Wymiana i obrót krypowalutami

Kryptowaluty można wymieniać na tradycyjne waluty i na odwrót: za tradycyjne waluty (głównie USD) można kupić bitcoiny i inne kryptowaluty. Można to uczynić na trzy sposoby:

- za pomocą dowolnej osoby fizycznej, która proponuje swoje usługi w tym zakresie,
- w kantorach kryptowalut (tzw. kryptokantorach),
- na giełdach kryptowalut (tzw. kryptogiełdach).

Pierwszy sposób wiąże się z dużym ryzykiem, o ile nie mamy zaufania do konkretnej osoby fizycznej. W praktyce wymiana odbywa się głównie w kantorach i na giełdach. Kryptokantory działają na podobnej zasadzie jak tradycyjne kantory, a więc oferują kursy bid i ask, zarabiając na spreadzie. W Polsce na takiej zasadzie działa m.in. Bitcantor.

Z kolei giełdy kryptowalut działają jak platformy foreksowe. Wiele wiodących na świecie giełd działa zarówno na zasadzie kantoru, jak i na zasadzie platformy foreksowej (tab. 1). Niektóre z nich oferują nie tylko handel kryptowalutami, lecz także walutami i surowcami dostępnymi obecnie na tradycyjnych, regulowanych platformach foreksowych.

Tablica 1. Wybrane, kluczowe platformy obrotu BTC i innymi kryptowalutami

Nazwa giełdy	Kraj funkcjonowania	Bitcoin	Altcoins
Bitstamp	Luksemburg	X	X
Kraken	Stany Zjednoczone	X	X
OKCoin	Hongkong	X	X
Poloniex	Stany Zjednoczone	X	X
Bitfinex	Hongkong	X	X
GDAX	Stany Zjednoczone	X	X
Coinbase	Stany Zjednoczone	X	X
Bittrex	Stany Zjednoczone	X	X
LocalBitcoins	Finlandia/ cały świat	X	X
BTC-e	Rosja	X	X
ItBit	Singapur	X	X
CoinOne	Korea Południowa	X	X
YoBit	Rosja	X	X

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [https://www.bestbitcoinexchange.io/; https://exchangewar.info/; https://www.cryptocoincharts.info/markets/info, dostęp: 10.05.2017].

Pierwszą giełdą bitconową była Mt.Gox, która powstała w Japonii w 2009 r. jako platforma handlu kartami do gry, a w 2010 r. zmieniła specjalizację na BTC. Jeszcze w 2013 r. Mt.Gox odpowiadała aż za około 70% transakcji bitcoinami na świecie. Niemniej od samego początku giełda ta miała systematyczne problemy techniczne – a w 2014 r. ostatecznie upadła, co odbiło się szerokim echem w mediach, ale też sprawiło, że więcej osób na świecie dowiedziało się o istnieniu kryptowalut.

W 2011 r. w Słowenii powstał Bitstamp, który założony został jako europejska alternatywa dla dominującej wtedy giełdy Mt.Gox. Bitstamp również bywał poddawany atakom hakerów, jednak przetrwał do dzisiaj i jest on obecnie jedną z kluczowych kryptogiełd świata. W 2013 r. spółka została przerejestrowana do Wielkiej Brytanii, a w 2016 r. do Luksemburga. Oprócz tradycyjnej oferty wymiany walut platforma oferuje m.in. możliwość kupna BTC za pomocą kart kredytowych i debetowych, a także wymianę BTC na fizyczne złoto.

Spośród ww. instytucji na szczególną uwagę zasługuje LocalBitcoins – platforma obrotu powstała w Finlandii, ale w praktyce zdecentralizowana. Nie nadzoruje ona transakcji, lecz oferuje przeprowadzenie bezpośrednich transakcji między uczestnikami platformy, co oznacza większe ryzyko natrafienia na oszusta niż w przypadku innego typu platform.

Platformy obrotu kryptowalutami stają się coraz liczniejsze, a te wiodące ciągle poszerzają swoją ofertę i są coraz lepiej uregulowane. Wiele z nich

nadzoruje transakcje, wymaga potwierdzenia tożsamości i zdeponowania określonej kwoty na koncie użytkownika przed dokonaniem jakichkolwiek transakcji. Rynek ten w coraz większym stopniu przypomina więc standardowe platformy walutowe.

Od 2015 r. obserwuje się skokowy wzrost zainteresowania świata biznesu technologią łańcucha bloków (*blockchain*), ponieważ oferuje on nowy sposób wymiany i przechowywania informacji, które mogą mieć zastosowanie w handlu, obrocie akcjami, walutami. Światowe giełdy już w tym momencie testują możliwości zastosowania łańcucha bloków do rejestrowania obrotu akcjami, obligacjami oraz instrumentami pochodnymi [David, 2014, s. 3]. W odróżnieniu od dotychczasowych platform obrotu nowa technologia umożliwia handel autonomiczny, tzn. bez udziału zaufanej trzeciej strony, takiej jak np. giełda. Największym beneficjentem tej nowej technologii jest bez wątpienia dynamicznie rosnący rynek kryptowalut.

W Polsce najpopularniejszą giełdą kryptowalut jest BitBay, która ma najszerszą ofertę dotyczącą handlu kryptowalutami. Jednak oprócz niej istnieje także kilka innych platform o relatywnie dużej płynności (tab. 2).

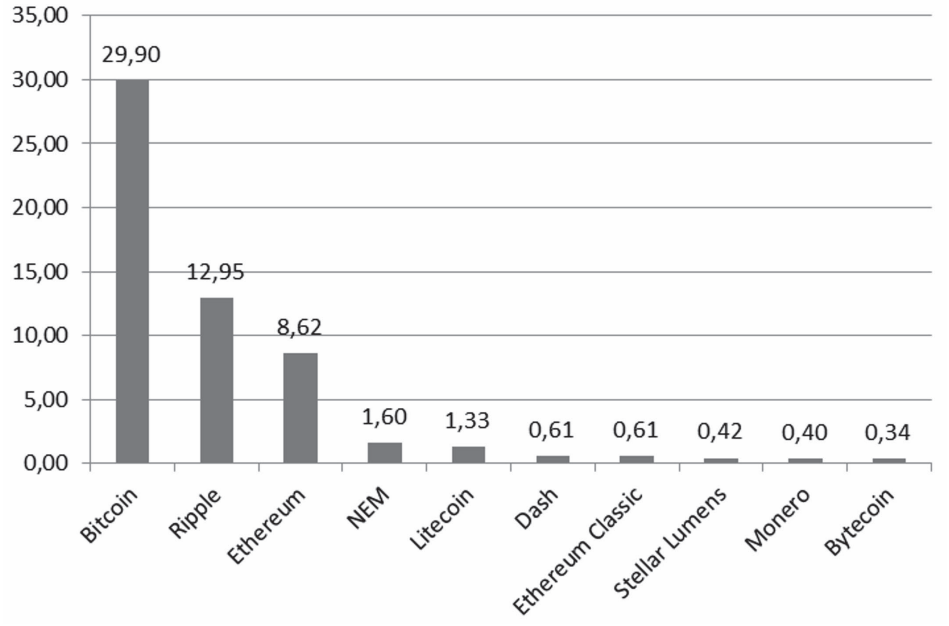
Tablica 2. Krajowe platformy wymiany kryptowalut

Nazwa platformy	Strona internetowa	Właściciel	Siedziba	Kryptowaluty	Waluty narodowe
BitBay	bitbay.net	BitBay Sp. z o.o.	Katowice	BTC, LTC, LSK, ETH	PLN, EUR, USD
DGT Market	dgtmarket.com	Digital Market Sp. z o.o.	Gdańsk	BTC, LTC	PLN
Bitmarket	bitmarket.pl	BitMarket Limited	Seszele	BTC, LTC	PLN, EUR
NevBit	nevbit.com	Nevonet Sp. z o.o.	Gdynia	BTC, LTC	PLN
Bitstar	bitstar.pl	Bitstar Sp. z o.o.	Warszawa	BTC	PLN
Bitmaszyna	bitmaszyna.pl	Androbayt Sp. z o.o.	Włocławek	BTC, LTC, LSK, DOGE	PLN
BitMarket 24	bitmarket24.pl	BitMarket24 Sp. z o.o.	Kraków	BTC, LTC	PLN
EasyCoin	easycoin.pl	Mega Finance Sp. z o.o.	Sopot	BTC, PLC	PLN, EUR

Źródło: Opracowanie własne.

Światowym liderem pod względem wolumenu obrotu jest bitcoin (BTC). Wartość rynkowa wszystkich aktualnie wydobytych bitcoinów na dzień 18 maja 2017 roku wynosiła ok. 29,9 mld USD i jest wyższa ponaddwukrotnie od kapitalizacji ripple (XRP) – rys. 2. Jednak już w dniu 9 czerwca 2017 r. całkowita kapitalizacja rynkowa BTC wynosiła 46,3 mld USD [*The total*…, 2017]. Trzecią pod względem wielkości rynkowej kryptowalutą jest ethereum (ETH), którego kapitalizacja wynosi 8,62 mld USD.

Rysunek 2. Kryptowaluty o największej kapitalizacji rynkowej (w mld USD)



Źródło: Obliczenia własne na podstawie [coinmarketcap.com, dane z dnia 18.05.2017]

Bitcoin charakteryzuje duża zmienność, przewyższająca nawet dziesięciokrotnie zmienność dolara amerykańskiego [Barker, 2017, s. 1], która wywodzi się z faktu, że wartość bitcoina jest oparta wyłącznie na zaufaniu uczestników obrotu co do jego możliwości przechowywania wartości, co przekłada się na falowe zmiany popytu i podaży.

Bitcoin jest liderem wymiany kryptowalut zarówno pod względem kapitalizacji, jak i dziennego obrotu. Jest też z tego powodu, a także dzięki 10-letniej historii, postrzegany jako bezpieczniejszy od kryptowalut o krótkiej historii, w których trudne do oszacowania są potencjalne problemy dystrybucji (np. ryzyko koncentracji mocy obliczeniowej systemu w rękach jednej grupy, która zacznie kontrolować produkcję/dystrybucję, czyli tzw. problem 51%), bezpiecznego przechowywania (ataki hakerskie na portfele), czy kopania nowych monet. Zaprezentowana w tej części artykułu analiza

wskazuje na rozwój rynku kryptowalut w wymiarze globalnym. Biorąc pod uwagę wskazany na wstępie brak definicji prawnej tego rodzaju formy wymiany, istotne jest przeanalizowanie, w jaki sposób poszczególne kraje odzwierciedliły to zjawisko w swojej legislacji.

4. Aspekty prawne funkcjonowania kryptowalut

W Stanach Zjednoczonych podejście do problematyki kryptowalut pod kątem prawa jest zróżnicowane, co wynika ze specyfiki systemu prawnego tego kraju. Federalna jednostka Internal Revenue Service zajmująca się kwestiami podatkowymi traktuje bitcoin jak przedmiot prawa własności w rozumieniu lokalnych przepisów. Z kolei jednostki poziomu stanowego prezentują niejednorodne podejście w zakresie kwalifikacji bitcoina i blockchaina. W Teksasie wprowadzono tzw. Virtual Currency Guidance w celu wyznaczenia różnic w ujęciu aspektów prawnych pomiędzy legalnym środkiem płatniczym a kryptowalutami. W Teksasie zapadł też pierwszy wyrok w sprawie karnej, w której twórcę piramidy finansowej sędzia Amos Mazzant uznał za winnego zarzucanego mu czynu, przyjmując, że bitcoin jest walutą albo jakąś formą pieniądza [The Financial Action Task Force, 2015, s. 5].

Z kolei w innej sprawie karnej w stanie Floryda sędzia Teresa Mary Pooler nie uznała bitcoina za pieniądz. Kontrowersyjny wyrok był jednym z powodów, dla którego senator Dorothy Hukill ogłosiła w prasie rozpoczęcie prac nad regulacjami, które mają chronić przede wszystkim konsumentów i start-upy poprzez konkretne wskazanie, czym są kryptowaluty [Zacharzewski, Piech, 2017, s. 6].

Najbardziej rozbudowaną i obowiązującą na tę chwilę regulacją w Stanach Zjednoczonych jest tzw. BitLicense w stanie Nowy Jork. Regulacja ta określa katalog podmiotów (Virtual Currency Business Activity), których działalność wymaga uzyskania zgody (Bitlicense) po spełnieniu przez licencjobiorcę szeregu obowiązków (np. dostosowania się do przepisów związanych z przeciwdziałaniem praniu brudnych pieniędzy) [tamże, s. 10]. Od momentu wejścia w życie regulacji do 2016 r., na bazie jej przepisów wydano zaledwie dwie zgody na prowadzenie działalności związanej z kryptowalutami: Circle Internet Financial Inc. (ważna od 22 września 2015 r.) oraz XRP II, LLC (ważna od 13 czerwca 2016 r.) [tamże, s. 10].

Japonia jest krajem szczególnie doświadczonym w kontekście problematyki bitcoina – to tutaj w 2014 r. doszło do zamknięcia platformy wymiany kryptowalut Mt.Gox i rozpoczęcia postępowania upadłościowego spółki, która tą platformą zarządzała. Po sprawie „MtGoxa" w Japonii podjęto szereg prac nad zmianami w prawie w zakresie podejścia do problematyki platform zajmujących się kryptowalutami. W Japonii na chwilę obecną

kontrolę nad spółkami zarządzającymi platformami wymiany kryptowalut sprawuje organ nadzoru finansowego, co zapewnia swoistego rodzaju bezpieczeństwo tych transakcji w tym kraju [tamże, 2017, s. 12].

Oprócz kwestii związanych z transakcjami z użyciem bitcoina coraz częściej pojawiają się informacje o inicjatywach prywatnych i rządowych dotyczących technologii blockchain. Dla przykładu w Singapurze rząd oraz banki pracują nad możliwością wykorzystania technologii blockchain w celu dokonywania podpisów elektronicznych na fakturach w celu zapobiegania oszustwom, a w Estonii rozważa się wprowadzenie blockchaina w systemach służby zdrowia.

Problematyka zbyt skomplikowanych lub zbyt surowych przepisów dotyczących prawa bankowego i finansowego spowodowała, że w Stanach Zjednoczonych rozpoczęto dyskusję na temat The Regulatory Sandbox. Pierwsza tego typu „piaskownica" powstała w Wielkiej Brytanii. Sam pomysł polega na ochronie prawnej start-upów wprowadzających prokonsumenckie innowacje w finansach. Ze względu na wysokie ryzyko niepowodzenia ich projektów przy jednoczesnym dużym znaczeniu dla gospodarki istnieje konieczność sprawowania nad nimi szczególnej kontroli i opieki [Barefoot, 2015, s. 12–14].

W tej chwili pomysł utworzenia tworów zbliżonych do The Regulatory Sandbox rozważa się również w Zjednoczonych Emiratach Arabskich – w Abu Dhabi planuje się utworzenie takiego tworu pod nazwą „RegLab" [Financial Services Regulatory Authority, 2016, s. 4].

W Wielkiej Brytanii wydano zezwolenie dla Circle Internet Financial Inc. zajmującej się kryptowalutami na działalność w formie licencjonowanego dostawcy usług płatniczych emitującego instrumenty płatnicze w formie pieniądza elektronicznego [Coindesk, 2008, s. 1].

Podobnie w Luksemburgu platforma wymiany kryptowalut Bitstamp uzyskała zezwolenie na działalność w charakterze instytucji płatniczej.

W Niemczech, w celu prowadzenia np. platformy wymiany kryptowalut, należy zarejestrować działalność w tamtejszym organie nadzoru finansowego. Wytyczne, które rodzaje działalności gospodarczych związane z kryptowalutami objęte są stawowymi ograniczeniami, ze względu na nadzór państwowy, zostały opublikowane w Niemczech już w 2013 r. [Coindesk, 2012, s. 1].

Za sprawą brytyjskiego urzędu HM Revenue & Customs, który zapowiedział zwolnienie transakcji bitcoinami z VAT, powstała inicjatywa w krajach Unii Europejskiej związana z ponownym rozpatrywaniem podejścia do problematyki podatku od towarów i usług a kryptowalutami.

Rosnąca popularność wirtualnej waluty oraz możliwość zachowania pełnej anonimowości jej użytkowników zwiększają ryzyko wykorzystywania

płatności kryptowalutami przy popełnianiu przestępstw, takich jak: pranie brudnych pieniędzy, unikanie podatków, finansowanie terroryzmu i inne [Irwin, Miland, 2016, s. 407–425]. W 2011 r. utworzono nawet nielegalny rynek online „Silk Road", gdzie za Bitcoiny można było kupić i sprzedać nielegalne produkty, jak np. narkotyki [Hendrickson i inni, 2016, s. 925–939].

Z tego powodu wzrasta potrzeba uregulowania stosowania kryptowalut na terenie Unii Europejskiej. Na poziomie teoretycznym Unia Europejska zajmuje się tą kwestią od 2012 r. W 2016 r., m.in. w następstwie przeprowadzonych jesienią 2015 r. ataków terrorystycznych w Paryżu, Komisja przedstawiła projekt poprawki do dyrektywy w sprawie prania brudnych pieniędzy, która dotyczy również regulacji waluty wirtualnej. Głównym skutkiem tego rozporządzenia jest zmniejszenie anonimowości kryptowalut.

Komisja Europejska dopiero w lipcu 2016 r. zaprezentowała projekt zmian w regulacjach odnoszących się do analizowanego zjawiska. Promowana zmiana w dyrektywie o przeciwdziałaniu praniu brudnymi pieniędzmi prezentuje definicję wirtualnych walut, która w praktyce może mieć bardzo duże znaczenie dla przyszłości tego instrumentu. W projektach tych regulacji giełdy i inne podmioty świadczące usługi wymiany cyfrowych walut oraz pieniądza tradycyjnego oraz operatorzy portfeli, którzy oferują usługi depozytowe, zostali zakwalifikowani jako podmioty obowiązane. Oznacza to, że będą podlegać regulacjom prawa o przeciwdziałaniu prania pieniędzy i finansowania terroryzmu (AML/CTF), co oznacza m.in. obowiązki identyfikacji klientów oraz monitorowania transakcji.

Definicja ma służyć przede wszystkim ustawie o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy. Jej praktyczne znaczenie może jednak dalece wykraczać poza ten obszar prawa. Proponowana definicja wirtualnych walut, jeśli zostanie przyjęta, będzie miała następujące brzmienie: „»Wirtualne waluty« oznaczają cyfrową reprezentację wartości, która nie jest wydawana przez bank centralny lub inny organ władzy publicznej oraz która nie musi być powiązana z jakąkolwiek walutą fiat, lecz jest przyjmowana przez osoby fizyczne lub prawne jako środek płatniczy oraz może być przenoszona, przechowywana i obracana w sposób elektroniczny" [ECB, 2013, s. 12].

Ponadto w Unii Europejskiej optuje się za rozciągnięciem działania dyrektywy w sprawie przeciwdziałania praniu pieniędzy na podmioty świadczące wymianę kryptowalut.

Kryptowaluta pod pewnymi względami jest podobna do pieniądza elektronicznego, nie podlega jednakże dotąd regulacjom prawnym obejmującym instytucje płatnicze, instytucje pieniądza elektronicznego i instytucje kredytowe. EBC zauważa, że w warunkach skrajnych może pojawić

się efekt wypierania „realnego" pieniądza przez wirtualną walutę. Jeśli zastąpi ona w codziennych transakcjach gotówkę i pieniądz bezgotówkowy, to bilans banku centralnego skurczy się, co z kolei wpłynie na jego zdolność prowadzenia polityki monetarnej. Utrudnione stanie się także mierzenie podaży pieniądza [ECB, 2015, s. 48].

Polskie Ministerstwo Finansów (obecnie Ministerstwo Rozwoju i Finansów) określiło, że w Polsce funkcjonowanie oraz obrót kryptowalutami nie jest nielegalny [Pismo Ministerstwa Finansów, 2013]. Mimo to w świetle polskiego prawa waluty kryptograficzne, w tym bitcoin, ze względu na brak powszechnej akceptowalności, nie mogą być uznane za waluty krajowe lub zagraniczne, ani też za krajowe bądź zagraniczne środki płatnicze. Waluty kryptograficzne nie mieszczą się także w kategorii pieniądza elektronicznego oraz instrumentu finansowego. Zgodnie z polskim prawem transakcje zawierane przy wykorzystaniu walut kryptograficznych nie mogą być nazywane transakcjami płatniczymi, ponieważ do tej kategorii zalicza się wyłącznie wpłatę, wypłatę lub transfer środków pieniężnych.

Stosowanie przepisów ustawy w odniesieniu do wirtualnych walut może rodzić szereg istotnych do rozwiązania kwestii, dotyczących m.in. sposobu, w jaki powinno się:

- obliczać przewidziany w art. 8 ust. 1 ustawy próg obligujący do rejestracji transakcji, z uwagi na jej wartość. W tej chwili przepis narzuca obowiązek rejestracji transakcji, jeżeli jej równowartość przekracza 15 000 EUR obliczane na podstawie średniego kursu Narodowego Banku Polskiego, co w przypadku wirtualnych walut jest praktycznie niemożliwe;
- dokonać identyfikacji klienta, co może okazać się bardzo trudne do wykonania;
- zablokować transakcje w określonych sytuacjach [Rutkowski, 2017, s. 8].

Takie regulacje odnoszą się do katalogu podmiotów zobowiązanych do stosowania przewidzianych przez nią obowiązków, jakim jest bank czy dom maklerski. W przypadku innych podmiotów niezaliczonych do stworzonego w ustawie katalogu dokonujących transakcji, których przedmiotem są wirtualne waluty, nie mają one zastawania. Taka sytuacja z jednej strony powoduje, że instytucje finansowe są niekonkurencyjne dla dużej rzeszy obracających wirtualnymi walutami w celach nielegalnych, z drugiej natomiast – dają zdecydowanie większy zakres bezpieczeństwa dla innych klientów.

5. Kryptowaluty a tradycyjne waluty – porównanie

W przeciwieństwie do tradycyjnych walut kryptowaluty nie posiadają jednego emitenta, a system tworzenia i obrotu nimi jest oparty o system peer-to-peer (P2P), polegający na bezpośrednim przesyle danych z komputera na komputer bez pośrednictwa serwera, co czyni go całkowicie zdecentralizowanym. Wiąże się to z wykorzystaniem technologii blockchain, czyli rozproszonej bazy danych, w której kolejne zapisy księgowe zwane są blokami (*blocks*). Taka organizacja rynku kryptowaluty sprawia, że obrót nią nie jest regulowany przez żadną konkretną instytucję czy państwo. Nie jest też powiązany z zaufaniem do jednego konkretnego emitenta.

Oderwanie waluty od jakiejkolwiek centralnej administracji było pierwotnym celem twórców kryptowalut. Z założenia chcieli oni uwolnić walutę od wpływów rządów i sektora bankowego, objawiających się m.in. kontrolą nad podażą pieniądza i stopami procentowymi, a przez to wpływem na inflację. Tymczasem w przypadku kryptowalut liczba wyemitowanych jednostek została z góry określona w momencie ich stworzenia (np. 21 mln w przypadku BTC), dlatego użytkownicy znają tempo „wydobywania" kryptowaluty i wiedzą, że emisja kryptopieniądza skończy się w określonym momencie (obecnie na rynku dostępnych jest już ok. 16,3 mln BTC). Generowanie monet odbywa się losowo na komputerach rozproszonych po całym świecie użytkowników. W przypadku rynków kryptowalut nie istnieje żaden zarządca rynkowy czy nadzorca, żaden uczestnik rynku nie jest także uprzywilejowany. Również programiści, którzy stworzyli BTC i pracowali nad jego udoskonaleniem, nie mają wiedzy o uczestnikach rynku ani kontroli nad nimi. Anonimowość twórców kryptowaluty bitcoin nie jest przypadkowa – ich ujawnienie mogłoby bowiem doprowadzić do traktowania ich przez uczestników rynku jako gwaranta czy nadzorcę, a właśnie tego założyciele BTC chcieli uniknąć.

Z pomocą kryptowalut transakcja przeprowadzana jest bezpośrednio pomiędzy dwiema jej stronami, podczas gdy w przypadku tradycyjnych walut potrzebna jest trzecia strona, która autoryzuje przepływ pieniędzy i w przypadku pieniędzy zapisanych w formie cyfrowej zapobiega podwójnemu wykorzystaniu tych samych środków. W przypadku kryptowalut autoryzację transakcji i gwarancję jednorazowego wykorzystania danej kwoty zapewnia tzw. algorytm proof-of-work, a także system portfeli prywatnych i publicznych. Skomplikowanie systemu przeprowadzania transakcji na BTC sprawia także, że fałszerstwo bitcoinów, czyli „przechwycenie" BTC w czasie trwania transakcji, jest wyjątkowo trudne, niemal niemożliwe.

Transakcje za pomocą bitcoinów można przeprowadzać całkowicie anonimowo. Mimo że fakt zaistnienia transakcji jest znany publicznie,

to nie ma informacji o tym, jaka jest tożsamość osób przeprowadzających tę transakcję. Anonimowość związana z operacjami na kryptowalutach sprawiła, że są one wygodnym środkiem płatniczym dla przestępców i umożliwiają uniknięcie odpowiedzialności za nabywanie lub oferowanie nielegalnych produktów i usług.

Brak trzeciej strony nadzorującej transakcję sprawia także, że transakcje zawierane za pomocą BTC są praktycznie nieodwracalne – zwłaszcza że tożsamość drugiej strony transakcji często nie jest znana. Niemniej istnieje możliwość zlecenia „nadzoru" nad transakcją jakiemuś innemu użytkownikowi BTC za opłatą – takie procedury mają miejsce np. w przypadku kupna realnych przedmiotów za BTC z możliwością reklamacji i zwrotu towaru (tab. 3).

Tablica 3. Porównanie funkcjonowania walut tradycyjnych i kryptowalut

Cecha	Waluty	Kryptowaluty
Emitent	Określony emitent, na ogół w postaci banku centralnego danego państwa	Brak określonego emitenta
Inflacja	Zmienna wartość inflacji, uzależniona od działań banków centralnych	Mechanizm kontroli inflacji, znany od początku istnienia kryptowaluty
Nadzorca	Jest	Brak
Bezpieczeństwo	Uzależnione od banku, w którym przechowujemy pieniądze (gwarancje bankowe)	Uzależnione od bezpieczeństwa naszego komputera (klucz prywatny i możliwość jego przechowywania offline)
Możliwość fałszerstwa	Istnieje, ale jest to coraz trudniejsze	Prawie niemożliwa ze względu na konieczność posiadania ogromnej mocy obliczeniowej
Szybkość transakcji	Możliwy kilkugodzinny lub kilkudniowy czas przelewu (np. pomiędzy różnymi krajami)	Natychmiastowa transakcja, uzależniona tylko od prędkości Internetu i wielkości prowizji
Anonimowość	Anonimowość przy przeprowadzaniu transakcji możliwa jedynie w przypadku transakcji gotówkowych	Całkowita anonimowość transakcji
Informacje o transakcji	Informacje dostępne są stronom transakcji oraz pośrednikowi	Informacje o zaistnieniu transakcji dostępne są publicznie

Cecha	Waluty	Kryptowaluty
Autoryzacja transakcji	Potrzebna trzecia strona (np. bank)	Autoryzacja oparta o algorytm proof-of-work
Transakcje zwrotne	Możliwość anulowania transakcji lub dokonania transakcji zwrotnej	Nieodwracalność transakcji

Źródło: Opracowanie własne.

6. Możliwości adaptacji systemu wymiany kryptowalut do polskich warunków

Analizując regulacje obowiązujące w Polsce, wskazać należy, że do rozpoczęcia prowadzenia działalności pośrednika w wymianie kryptowalut nie jest wymagane zezwolenie ani licencja, ponieważ kryptowaluty nie są traktowane jako waluta, lecz jako prawa majątkowe i nie podlegają regulacji MF czy KNF. Firmy prowadzące wymianę kryptowalut prowadzą działalność w klasyfikacji PKD 63.12.Z (Działalność portali internetowych), 62.01.Z (Działalność związana z oprogramowaniem), 62.09.Z (Pozostała działalność usługowa w zakresie technologii informatycznych i komputerowych), lub 64.99.Z (Pozostała finansowa działalność usługowa, gdzie indziej niesklasyfikowana, z wyłączeniem ubezpieczeń i funduszów emerytalnych). Dominującą formą prowadzenia działalności jest spółka z ograniczoną odpowiedzialnością z kapitałem zakładowym nieprzekraczającym 100 tys. PLN. Nie ma zatem formalnych przeszkód do stworzenia przez instytucję finansową spółki celowej o podobnym statusie z zamiarem utworzenia platformy wymiany kryptowalut.

Prowadzenie tego typu działalności przez instytucje finansowe, które są podmiotami nadzorowanymi przez KNF, musiałoby być realizowane w uzgodnieniu z KNF oraz podlegać wszelkim reżimom prawnym, dotyczącym ochrony klientów, systemów IT oraz normom adekwatności kapitałowej. Tym samym powinno być wpisane w cały system zarządzania ryzykiem. W opinii KNF prowadzenie działalności innej niż podstawowa nie może negatywnie wpłynąć na prowadzenie działalności maklerskiej.

W perspektywie wejścia w życie Dyrektywy MIFID II istnieje możliwość wprowadzenia licencji dla podmiotów przyjmujących depozyty do kupna kryptowalut, prowadzących wirtualne portfele, czy też prowadzących platformy wymiany kryptowalut. Można już teraz przyjąć, że wkrótce krajowi regulatorzy zajmą się kodyfikacją tego typu działalności w Polsce i będzie się to wiązać z potrzebą podniesienia kapitałów, zmiany formy prawnej i spełnienia formalnych wymogów bezpieczeństwa w celu otrzymania licencji i pozwolenia na dalszą działalność.

Obecnie na krajowym rynku zauważalnych jest osiem podmiotów przyjmujących wpłaty w złotówkach. Jednak z uwagi na możliwość szybkiego zasilania kont przez pośredników płatności zagraniczne firmy są równie łatwo dostępne oraz oferują znacznie lepszą płynność i spready. Przewagą giełd polskich jest oferowanie par BTC/PLN w konkurencyjnej cenie i brak konieczności przewalutowania, lub możliwość nabywania pierwszej polskiej kryptowaluty – polcoina (PLC). Natomiast wiele do życzenia pozostawia płynność. Można się również obawiać problemów z zawarciem transakcji w momentach podwyższonej zmienności czy niepewności na rynku, zwłaszcza na parach z PLN. Z uwagi na rozdrobnienie giełd oraz różnice w cenach zarządzanie pozycją będzie wymagać transferów do różnych firm, także zagranicznych, które nie są instytucjami finansowymi podlegającymi miejscowym regulatorom, a z uwagi na formę prowadzenia działalności (spółki z o.o. z niskim kapitałem) oferują znikome bezpieczeństwo powierzanych środków.

Warto zauważyć, że na świecie znaczną część obrotu stanowi wymiana jednych kryptowalut na inne, zaś największy wolumen wymiany na waluty oficjalne zajmuje dalsze pozycje w zestawieniu. Dużą przewagę zyskały platformy „wielokryptowalutowe", jak amerykański Polonex.

Waluta wirtualna nie mieści się w żadnej z kategorii tradycyjnych instrumentów finansowych. Nie ma również przesłanek do uznania jej za instrument finansowy o charakterze pochodnym, skoro instrument pochodny jest to taki instrument finansowy, którego wartość zależy od wartości innego instrumentu finansowego zwanego instrumentem podstawowym (bazowym). W związku z powyższym „waluta wirtualna nie posiada podstawowej cechy instrumentów pochodnych, czyli bezpośredniego lub pośredniego uzależnienia jej ceny od ceny lub wartości instrumentu bazowego, którym może być papier wartościowy, towar, waluta, indeks albo prawo majątkowe. Cena waluty wirtualnej nie jest uzależniona od innego prawa majątkowego, a można mówić wyłącznie o wartości i cenie samej waluty wirtualnej wyrażonej w danej walucie krajowej" [Wojdyło, Pietkiewicz, 2015]. Tym samym waluta wirtualna nie jest instrumentem finansowym w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Stanowisko takie wyraziło również Ministerstwo Finansów w piśmie z 28 czerwca 2013 r. Co więcej, instytucje finansowe posiadają w Polsce zezwolenie na prowadzenie działalności maklerskiej w zakresie wskazanym w art. 69 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, a więc w zakresie, w jakim działalność maklerska dotyczy instrumentu finansowego lub instrumentu bazowego w postaci towaru giełdowego. Waluta wirtualna jako prawo majątkowe niebędące instrumentem finansowym lub towarem giełdowym nie mieści się w kategorii prowadzenia działalności maklerskiej na

podstawie posiadanego zezwolenia i dotychczas obowiązujących przepisów prawa. Tym samym podjęcie się przez instytucję finansową jakiejkolwiek formy pośrednictwa lub tworzenia platformy obrotu traktowane będzie jako podjęcie dodatkowej działalności gospodarczej przez instytucję finansową, o której zobowiązany jest powiadomić organ nadzoru zgodnie z par. 3 ust. 1 pkt 44 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 5 lutego 2010 r. w sprawie zakresu, trybu i formy oraz terminów przekazywania informacji przez firmy inwestycyjne, banki, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, i banki powiernicze.

Na podstawie postanowień art. 93b ustawy o obrocie instrumentami finansowymi w celu zapewnienia przestrzegania przez firmę inwestycyjną przepisów ustawy, przepisów wykonawczych lub rozporządzenia 575/2013 Komisja może zalecić zaprzestanie w wyznaczonym terminie działania naruszającego te przepisy lub niepodejmowanie takiego działania w przyszłości. Z uwagi na powyższe w przypadku negatywnej oceny przez organ nadzoru wpływu działalności instytucji finansowej na wymogi kapitałowe lub ryzyko utraty środków klientów istnieje ryzyko wydania przez organ nadzoru zalecenia zaprzestania prowadzenia takiej działalności. Wydaje się, że takie ryzyko jest większe do czasu braku regulacji prawnych dotyczących obrotu wirtualną walutą i zabezpieczenia interesu klienta.

W przypadku prowadzenia przez instytucję finansową platformy obrotu walutami wirtualnymi należy również poddać odrębnej analizie przepisy nakazujące traktować wydawanie pieniądza elektronicznego jako regulowaną usługę płatniczą.

Wirtualne waluty, których kreacja nie jest uzależniona od uprzedniej wpłaty określonej kwoty, nie będzie zapewne traktowana jako pieniądz elektroniczny w rozumieniu ustawy o usługach płatniczych (takie stanowisko prezentuje Krzysztof Wojdyło z kancelarii Wardyński i Wspólnicy). Autor stwierdza, że: „Nie można jednak z góry wykluczyć, że część wirtualnych walut będzie tworzona właśnie jako ekwiwalent tradycyjnego pieniądza (tj. stworzenie tych walut będzie wymagało uprzedniej wpłaty ekwiwalentu w postaci tradycyjnego pieniądza). W przypadku takich walut ryzyko ich zakwalifikowania jako pieniądza elektronicznego będzie bardzo wysokie" [Wojdyło, Wardyński, 2015]. Innym rozwiązaniem możliwym do wykorzystania w przypadku kryptowalut jest kontrakt różnic kursowych CFD (*Contract for Difference*). Z uwagi na brak możliwości zawarcia umów z brokerami będącymi instytucjami finansowymi o ustalonej renomie w celu zabezpieczania pozycji, wprowadzenie do obrotu instrumentu CFD opartego o kurs kryptowalut jest na chwilę obecną niemożliwe, gdyż może generować nieograniczone ryzyko finansowe strat po stronie instytucji finansowej. Istnieje duże ryzyko handlowe, spowodowane statusem

prawnym giełd kryptowalut, które są platformami obrotu niepodlegającymi nadzorowi, oraz brakiem ochrony prawnej uczestników. Ponadto w przypadku gdy instrument CFD zostanie wykorzystany przez klientów do transakcji arbitrażowych przez zawarcie długiej pozycji na giełdzie oraz krótkiej na instrumencie CFD w instytucji finansowej, instytucja finansowa nie będzie w stanie zabezpieczyć tak powstałego ryzyka, ponieważ nie istnieje krótka sprzedaż tego instrumentu. Co więcej, sam rynek CFD jest przedmiotem zainteresowania krajowego regulatora i unijnych regulatorów w celu zwiększenia ochrony inwestorów. Przy założeniu braku lub minimalnej ochrony inwestora na rynku kryptowaluty, instytucja finansowa naraża się z jednej strony na ryzyko zarzutu organu nadzoru niedziałania w najlepiej pojętym interesie klienta – co stanowi przesłankę odpowiedzialności instytucji finansowej – a z drugiej strony, na ryzyko odpowiedzialności w stosunku do klientów. Z uwagi na zainteresowanie rynkiem CFD również przez organy państwowe, np. NIK, UOKIK, Rzecznik Finansowy, należy założyć, że prowadzenie takiej działalności przez instytucję finansową wiązać się będzie z ryzykiem reputacyjnym oraz ryzykiem odpowiedzialności administracyjnej i finansowej w przypadku naruszenia interesów klienta. Ponadto prowadzenie takiej działalności przez instytucję finansową może wiązać się z ryzykiem utraty środków finansowych z powodu braku możliwości hedgingowania transakcji, co wpłynie na adekwatność kapitałową instytucji finansowej. Należy bowiem pamiętać, że w przypadku waluty wirtualnej niebędącej instrumentem finansowym zorganizowany obrót taką walutą nie będzie podlegał regulacji ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. W związku z tym wykonywanie działalności związanej z pośrednictwem w obrocie wirtualnymi walutami nie będzie działalnością regulowaną przez ustawę o obrocie instrumentami finansowymi, tzn. działalnością maklerską. Istnieje natomiast duże prawdopodobieństwo, że instrumenty pochodne, w których instrumentem bazowym są wirtualne waluty, będą mogły zostać uznane za instrument finansowy w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, ze wszystkimi skutkami wynikającymi z ustawy i rozporządzeń wykonawczych oraz przepisów unijnych dla prowadzenia tego rodzaju działalność.

Zakończenie

Brak precyzyjnych i spójnych uregulowań dotyczących uczestników rynku kryptowalut sprawia, że biorą w nim udział instytucje niepodlegające kontroli ze strony organów nadzoru. Jednocześnie coraz większa skala obrotów na giełdach kryptowalut oraz coraz powszechniejsza akceptacja tego środka płatniczego ze strony podmiotów gospodarczych

funkcjonujących w tradycyjnej gospodarce sprawia, że należy oczekiwać wprowadzenia powszechnych regulacji prawnych obejmujących kryptowaluty oraz uczestników tego rynku, w tym m.in. wprowadzenia licencji dla organizatorów rynku wymiany.

Coraz większe zainteresowanie użytkowników kryptowalut oraz coraz wyższa płynność tego rynku powoduje, że może on być w przyszłości atrakcyjny dla funkcjonujących na polskim rynku finansowym instytucji. Z uwagi jednak na obecny brak możliwości zawarcia umów z brokerami będącymi instytucjami finansowymi o ustalonej renomie w celu zabezpieczania pozycji wprowadzenie do obrotu instrumentu CFD opartego o kurs kryptowalut nie jest możliwe, gdyż stanowi zagrożenie dla spełnienia norm adekwatności kapitałowej.

Podsumowując, stwierdzić należy, że niewątpliwe w okresie najbliższych 3–5 lat kryptowaluty znajdą swoje odzwierciedlenie w prawodawstwie międzynarodowym i polskim. To pozwoli na stworzenie reguł obrotu i ich wykorzystania przez polskie instytucje finansowe bez zbędnego ryzyka dla własnych kapitałów, jak również z troską o bezpieczeństwo transakcji dokonywanych przez klientów zainteresowanych kryptowalutami. Pamiętać przy tym należy, że rządy poszczególnych państw nie mogą i nie powinny stać się w pełnym tego słowa znaczeniu pożyczkodawcami ostatniej instancji, czy gwarantem ochrony nielimitowanych wartości nominalnych wkładów bankowych. Z tego względu kryptowaluta może być alternatywą niezależności od władz państwowych i banków centralnych, zdolną jednak w warunkach skrajnych do tworzenia szoków w gospodarce i wywierania negatywnego wpływu na kontrolę i kreowanie polityki pieniężnej.

Literatura

Angela S.M., Milad I.G. (2016), *The use of crypto-currencies in funding violent jihad*, „Journal of Money Laundering Control", Vol. 19, No. 4.

Chaum D. (1982), *Blind Signature for Untraceable Payments, Advances in Cryptology – Eurocrypt 82*, Plenum Press, New York.

Department of Finance Services (2015), *Rules and regulation*, New York.

Department of the Treasury Financial Crimes Enforcement Network (2013), *Application of FinCEN'sregulations to persons administering, exchanging or using virtual currencies*, http://fincen.gov/statutes_regs/guidance/pdf/FIN-2013-G001.pdf, dostęp: 9.06.2017.

Durden T. (2017), *Who Accepts Bitcoins As Payment? List Of Companies, Stores, Shops*, http://www.zerohedge.com/news/2017-05-28/who-accepts-bitcoins-payment-list-companies-stores-shops.

Eskandari S., Barrera D., Stobert E., Clark J. (2015), *A first look at the usability of bitcoin key management*, Workshop on Usable Security (USEC).

Financial Action Task Force (2014), *Virtual currencies – key definitions and potential AML/CFT risks*, Financial Action Task Force, www.fatfgafi.org/media/fatf/documents/.

Forelle C. (2013), *Investors mull freeing cyprus depositors — For a price*, freeing-cyprus--depositors-for-a-price, dostęp: 9.06.2015.

Guttmann B. (2013), *The Bitcoin Bible*, Books on Demand.

Hendrickson J.R., Hogan T.L., Luther W.J. (2016), *The political economy of Bitcoin*, „Economic Inquiry", Vol. 54, No 2.

http://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/reports/Virtual-currency-key-definitions-and-potential-aml-cft-risks.pdf, dostęp: 9.06.2017.

Kopańko K., Kozłowski M. (2015), *Bitcoin. Złoto XXI wieku*, Onepress, Warszawa.

Morris D.Z. (2015), RoboCorp.Aeon, https://aeon.co/essays/are-we-ready-for--companies-that-run-themselves, dostęp: 5.02.2016.

Nakamoto S. (2013), *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*, https://bitcoin.org/bitcoin.pdf, dostęp: 30.04.2017.

Narayanan A., Bonneau J., Felten E., Miller A., Goldfeder S. (2016), *Bitcoin and Cryptocurrency Technologies*, Princeton University Press, Princeton.

Nowakowski W. (2013), *Kryptograficzne aspekty technologii wirtualnej waluty BitCoin*, „Elektronika", nr 5.

Prabucki R. (2016), *Kryptologia a prawo – wybrane zagadnienia: Idea kryptowaluty i jej wpływu na ewolucję oszustw w intrenecie*, „Przegląd Nauk Stosowanych", nr 10.

Reynolds P., Irwin A.S.M. (2017), *Tracking digital footprints: anonymity within the bitcoin system*, „Journal of Money Laundering Control", Vol. 20, No. 2.

Rezolucja Parlamentu Europejskiego z 26 maja 2016 r. w sprawie wirtualnych walut 2016/2007(INI), Parlament Europejski, Bruksela.

Tapscott D.,Tapscott A. (2016), *The impact of the blockchain goes behind Financial Services*, HBR.

The Financial Action Task Force (2015), *Guidance for a Risk–Based Approach. Virtual Currencies*.

The total USD value of bitcoin supply in circulation, as calculated by the daily average market price across major exchanges, https://blockchain.info/pl/charts/market-cap, dostęp: 9.06.2017.

The Wall Street Journal, http://blogs.wsj.com/moneybeat/2013/04/23/investors--mull- freeing-cyprus-depositors-for-a-price, dostęp: 9.06.2015.

Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (t.j. Dz.U. z 2013 r. poz. 908 z późn. zm).

Vergne J.P., Swain G. (2017), *Categorical Anarchy in the UK? The British Media's Classification of Bitcoin and the Limits of Categorization*, w: *From Categories to Categorization: Studies in Sociology, Organizations and Strategy at the Crossroads*, published online: 27.03.2017.

Walport M. (2015), *Distributed Ledger Technology: beyond block chain*, UK Government Chief Scientific Adviser, Londyn.

Wojdyło K., Pietkiewicz M. (2015), *Czym są wirtualne waluty?*, http://bitcoin.pl/o--bitcoinie/bitcoin-a-polskie-prawo, dostęp: 28.04.2017.

Yermack D. (2013), *Is bitcoin a real currency? An economic appraisal*, NBER Working Paper No. 19747.
Ywemack D. (2015), *Corporate Governance and Blockchains*, Working Paper.
Zacharzewski K., Piech K. (2017), *Przegląd polskiego prawa w kontekście zastosowań technologii rozproszonych rejestrów oraz walut cyfrowych*, Warszawa.

Streszczenie

Występujące od 2008 r. nadzwyczajne czynniki zewnętrzne, a właszcza światowy kryzys finansowy, wzmocniły rangę dyskusji na temat przyszłości polityki pieniężnej i jej roli w polityce gospodarczej. Okazało się, że wysokie zadłużenie danego państwa, kryzysy finansowe i konieczność stosowania polityki interwencjonizmu państwowego w celu ochrony interesów społeczno-gospodarczych wywierają wpływ zarówno na postrzeganie ryzyka, trendy gospodarcze, jak i indywidualizm decyzji alokacyjnych. W związku z faktycznym funkcjonowaniem kryptowalut i jej wpływem na uczestników rynku zasadne jej podjęcie niniejszej tematyki badawczej. Z tego względu celem artykułu jest przedstawienie szans i zagrożeń, jakie niesie za sobą coraz szersze wykorzystanie kryptowalut oraz możliwości wprowadzenia ich do obrotu przez polskie instytucje finansowe.

Słowa kluczowe

instytucje finansowe, wirtualne waluty, kryptowaluty, transakcje wymiany, giełda

Virtual currencies – the future or threat for the Polish financial system (Summary)

The extraordinary external factors, and in particular the global financial crisis, which have occurred since 2008, have strengthened the discussion on the future of monetary policy and its role in economic policy. It turned out that the country's high debt, financial crises and the necessity of applying state interventionism to protect social and economic interests have both an impact on risk perceptions, economic trends, and individuality of allocation decisions. Due to the actual functioning of the cryptanalyst and its influence on the market participants, it is reasonable to undertake this research topic. For this reason, the aim of the article is to present the opportunities and threats posed by the increasingly widespread use of cryptanalysts and the possibility of placing them on the market by Polish financial institutions.

Keywords

financial institutions, virtual currencies, cryptocurrencies, exchange transactions, the stock exchange

Aleksandra Nadolska*

Faktyczna Unia Gospodarcza i Walutowa – dokąd zmierza europejska (dez)integracja poprzez prawo?

Wstęp

Plan utworzenia Unii Gospodarczej i Walutowej w 1989 r. przedstawił przewodniczący Komisji Europejskiej Jacques Delors [*Report on economic and monetary Union*…, 1989]. Jego treść stała się podstawą dla Traktatu o Unii Europejskiej z Maastricht [traktat, 2012, 2016], którego jednym z pięciu podstawowych założeń było ustanowienie Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW). Przyjęto wówczas, że jest to obszar walutowy, na którym jest zagwarantowana: pełna i nieodwracalna wymienialność walut, całkowita liberalizacja transakcji kapitałowych, pełna integracja rynku finansowego, eliminacja wahań kursów walutowych i usztywnienie parytetów walutowych. W związku z tym opracowano trzyfazowy scenariusz dochodzenia do UGW, przyjmując harmonogram poszczególnych etapów, gdzie pierwszy dotyczył zakończenia tworzenia jednolitego rynku finansowego, drugi zakładał utworzenie Europejskiego Banku Centralnego, zaś trzeci koncentrował się na przygotowaniu do wprowadzenia euro i stworzeniu strefy euro. Założenia te zostały zrealizowane, a przez to powstanie własnego ustroju walutowego Unii Europejskiej stało się faktem. Jednolity rynek został dopełniony ustanowieniem (tak rozumianej wówczas) Unii Gospodarczej i Walutowej. W ramach polityki gospodarczej państwa członkowskie przyjęły natomiast jedynie zapewnienia co do koordynacji własnych polityk gospodarczych i ustanowiły nadzór wielostronny takiej koordynacji. Zobowiązały się także do przestrzegania zasady dyscypliny finansowej i budżetowej. Na gruncie polityki walutowej członkowie Unii Europejskiej zapewnili zaś o jej stałości dzięki stabilizacji cen i praktykowaniu gospodarki rynkowej. W Traktacie lizbońskim [traktat, 2012] zasadnicza konstrukcja ustroju i polityki pieniężnej Unii Europejskiej została utrzymana.

Unia Gospodarcza i Walutowa przez wiele lat utożsamiana była z jedną wspólną walutą oraz Europejskim Systemem Banków Centralnych z Europejskim Bankiem Centralnym na jego czele. Na dalszy plan schodziła wizja

* Dr, Wyższa Szkoła Administracji i Biznesu w Gdyni, ul. Kielecka 7, 81-303 Gdynia, a.j.nadolska@gmail.com

pogłębienia integracji gospodarczej, zwłaszcza że w opinii większości państw członkowskich zawarcie unii gospodarczej pociąga za sobą utratę części suwerenności i niezależności. W konsekwencji powszechnie akceptowane było tworzenie unii walutowej bez gruntownej reformy polityki gospodarczej, jako że ta ostatnia zbyt głęboko i szeroko mogłaby ingerować w narodowe ustroje gospodarcze. Tymczasem z raportu Delorsa przede wszystkim wynikało, że unia gospodarcza i monetarna tworzą dwie integralne części jednej całości [raport, 1989] i dlatego należy je wprowadzać w życie jednocześnie. W konsekwencji, przejście od niekompletnej Unii Gospodarczej i Walutowej do UGW zreformowanej (faktycznej) powinno odbywać się przy uwzględnieniu tych elementów, które są niezbędne dla jej prawidłowego funkcjonowania [Dunin-Wąsowicz i inni, 2012, s. 15]. Niewątpliwie należą do nich: ujednolicanie (konwergencja) zarządzania polityką gospodarczą i fiskalną oraz polityką nadzorczą i regulacyjną.

Dopiero dynamika ostatniego globalnego kryzysu finansowego sprawiła, że państwa strefy euro uznały konieczność powrotu do koncepcji tworzenia – obok unii walutowej – zinstytucjonalizowanej unii gospodarczej, bądź przynajmniej jej zrębów, m.in. w postaci unii fiskalnej prowadzonej zgodnie z zasadą dobra wspólnego. Działania podjęte w tym przedmiocie rozpoczęły nowy proces konwergencji między państwami członkowskimi Eurogrupy oraz wewnątrz ich społeczeństw, co ma ustabilizować gospodarkę w całej Unii. Przede wszystkim jednak jego celem jest wyeliminowanie rozbieżności w zakresie polityki gospodarczej i fiskalnej oraz ujednolicenie zasad i wytycznych kształtujących owe polityki, w tym również wypracowanie wspólnych standardów podejmowania decyzji i odpowiedzialności demokratycznej w tej mierze.

Celem artykułu jest zestawienie założeń, jakie legły u podstaw tworzenia rzeczywistej Unii Gospodarczej i Walutowej z tym, co osiągnięto do tej pory. W Unii Europejskiej w dalszym ciągu brakuje bowiem jednolitej i kompletnej wizji tworzenia unii gospodarczej, która w głównej mierze opiera się na wprowadzaniu wspólnych zasad i standardów. Widoczne postępy dotyczą w zasadzie jedynie budowania instytucjonalnych mechanizmów, które jednak bez wypracowania jednolitych ram prawnych nie spełnią przypisanej im funkcji. Aby stabilność *sensu largo* była możliwa do osiągnięcia i utrzymania w dłuższej perspektywie, regulowanie i instytucjonalizowanie Unii Europejskiej musi następować jednocześnie we wszystkich czterech kluczowych obszarach, tj. w zakresie polityki finansowej, fiskalnej i gospodarczej, z którymi sprzężone zostały zakresy demokratycznej legitymizacji i odpowiedzialności za podejmowane decyzje. Z tych względów artykuł został podzielony na cztery części, gdzie pierwsza odnosi się do założeń planu działania z 2012 r., druga i trzecia definiuje

kluczowe pojęcia faktycznej UGW, zaś czwarta stanowi podsumowanie postępów w budowaniu prawdziwej Unii Gospodarczej i Walutowej oraz przybliża założenia w tej dziedzinie na kolejne 8 lat.

1. Faktyczna Unia Gospodarcza i Walutowa

Harmonogram działań prowadzących do faktycznej Unii Gospodarczej i Walutowej (Genuine European Economic and Monetary Union) przedstawiono w grudniu 2012 r. w dokumencie zatytułowanym „W kierunku faktycznej unii gospodarczej i walutowej", opracowanym przez przewodniczącego Rady Europejskiej Hermana Van Rompuy'a w ścisłej współpracy z José Manuelem Barroso, Jean-Claude Junckerem i Mario Draghim [www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/PL/ec/134201.pdf, dostęp: 22.04.2017]. W jego treści określono cztery filary docelowej Unii Gospodarczej i Walutowej, tj. zintegrowane ramy prawne, zintegrowane ramy budżetowe, zintegrowane ramy polityki gospodarczej oraz demokratyczną legitymację i rozliczalność za podejmowane decyzje.

Koncepcja zintegrowanych ram prawnych opiera się na utworzeniu jednolitego mechanizmu nadzorczego gwarantującego ścisły i bezstronny nadzór, który ma przyczynić się do zerwania powiązania między rządami a bankami i zmniejszyć prawdopodobieństwo systemowego kryzysu bankowego w przyszłości. Ma to być pierwszy krok w kierunku unii rynków finansowych, uzupełniony następnie jednolitym mechanizmem restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków oraz zharmonizowanymi mechanizmami gwarantowania depozytów. Drugi wymieniony mechanizm (tzw. *resolution*) w założeniu ma się przyczynić do ograniczenia kosztów bankructw banków ponoszonych przez podatników. Harmonizacja krajowych systemów gwarantowania depozytów ma natomiast zapewnić, że w każdym państwie członkowskim utworzone zostaną wystarczająco solidne krajowe systemy ubezpieczenia depozytów, co pozwoli na ograniczenie efektów rozlania związanych z ucieczką depozytów do innych instytucji i krajów, jak też zapewni odpowiedni stopień ochrony deponentów w Unii Europejskiej. Dopełnieniem całości będzie szybkie zakończenie prac nad jednolitym zbiorem przepisów, w tym osiągnięcie porozumienia w sprawie wniosków dotyczących wymogów kapitałowych dla banków, a także zharmonizowanie przepisów wszystkich państw członkowskich w tej materii.

Celem zintegrowanych ram budżetowych jest zapewnienie zarówno solidnych krajowych polityk budżetowych, jak i zwiększenie odporności strefy euro jako całości na wstrząsy gospodarcze. W krótkim tempie priorytetem stało się więc ukończenie prac nad nowymi działaniami na rzecz wzmocnionego zarządzania gospodarczego i ich realizacja na kanwie

ustanowionych już ram dla polityk fiskalnych w UGW w postaci tzw. sześciopaku[1] oraz uzgodnionego Traktatu o stabilności, koordynacji i zarządzaniu[2]. Co do państw strefy euro zaplanowano pilne sfinalizowanie i staranne wprowadzenie w życie tzw. dwupaku[3], który ma zapewnić szeroką koordynację *ex ante* rocznych budżetów państw członkowskich eurostrefy i zwiększyć nadzór nad państwami tej strefy, które doświadczają trudności finansowych. Przede wszystkim jednak zaplanowano utworzenie unii fiskalnej opartej na mechanizmie zdolności fiskalnej ułatwiającym korekty związane ze wstrząsami gospodarczymi, który wspierałby nowe funkcje nieobjęte wieloletnimi ramami finansowymi. Przyjęcie tego mechanizmu miałoby bowiem zapewnić pewną formę solidarności fiskalnej przejawianej

[1] Rozporządzenia i dyrektywy tworzące „sześciopak" zostały wprowadzone w 2011 r. w celu zmniejszenia zakłóceń równowagi makroekonomicznej i zapewnienia prawidłowego funkcjonowania finansów krajowych w drodze działań zapobiegawczych lub naprawczych. Mają one zastosowanie do wszystkich państw członkowskich, choć niektóre z przepisów (np. dotyczące sankcji) stosuje się tylko do strefy euro. Przepisy te:
- obejmują europejskim semestrem nadzór nad polityką budżetową i gospodarczą w celu zapewnienia spójności zaleceń politycznych udzielanych państwom członkowskim;
- wprowadzają wartość odniesienia dla wydatków, powiązaną ze średniookresowym celem budżetowym kraju, która ogranicza roczny wzrost wydatków państwa;
- zwiększają nadzór nad państwami w drodze badania nie tylko państw charakteryzujących się deficytem obrotów bieżących, ale również państw z nadwyżką na rachunku obrotów bieżących;
- umożliwiają wszczęcie procedury nadmiernego deficytu jedynie na podstawie kryterium długu (60% PKB);
- wprowadzają procedurę dotyczącą zakłóceń równowagi makroekonomicznej, opierającą się na systemie wczesnego ostrzegania i systemie egzekwowania przepisów, i umożliwiającą Komisji i Radzie włączenie do zaleceń dla poszczególnych krajów zaleceń zapobiegawczych, zanim zakłócenia równowagi w danym państwie członkowskim staną się zbyt duże, lub, gdy to zawiedzie – wszczęcie procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej i zobowiązanie tego państwa do zastosowania się do planu działań naprawczych;
- nakładają stopniowane sankcje finansowe, które mogą sięgnąć poziomu 0,5% PKB.

[2] Umowa międzynarodowa, podpisana 2 marca 2012 r. w Brukseli przez 25 państw członkowskich UE (bez Wielkiej Brytanii i Czech). Celem paktu jest zwiększenie dyscypliny budżetowej i wprowadzenie ściślejszego nadzoru w strefie euro, w szczególności dzięki ustanowieniu „zasady zrównoważonego budżetu". Pakt ma charakter międzyrządowy i znajduje się poza wspólnotowym dorobkiem prawnym. Tym samym nie jest on prawem powszechnie obowiązującym w Unii. Oznacza to, że jego przyjęcie lub odrzucenie (brak ratyfikacji) nie może mieć żadnego formalnego wpływu na warunki członkostwa w Unii i zobowiązania członkowskie. W tekście paktu uwzględniono jednak możliwość podjęcia działań w celu włączenia jego postanowień do dorobku traktatowego UE w okresie 5 lat od jego wejścia w życie.

[3] Rozporządzenia tworzące „dwupak" wprowadzono w 2013 r. Ich podstawą są reformy na mocy „sześciopaku", które „dwupak" wzmacnia za pomocą poprawy koordynacji budżetowej przez wprowadzenie wspólnego harmonogramu budżetowego i wspólnych przepisów budżetowych obowiązujących państwa członkowskie oraz wprowadzenie systemu wzmocnionego nadzoru nad państwami członkowskimi doświadczającymi poważnych trudności z utrzymaniem stabilności finansowej, uzyskaniem pomocy finansowej lub wynikających z programów dostosowawczych.

w cyklach koniunkturalnych, zwiększy odporność gospodarczą strefy euro jako całości i obniży koszty finansowe oraz koszty produkcji związane z korektami makroekonomicznymi. Założenia te sprowadzają się do utworzenia narzędzi podziału ryzyka fiskalnego (m.in. takich jak wspólny mechanizm ograniczenia amortyzacji wstrząsów) , które powstaje w przypadku gdy mechanizmy dostosowań gospodarczych wykorzystywane w związku ze wstrząsami gospodarczymi w poszczególnych krajach nie przynoszą oczekiwanych rezultatów. Mechanizm stabilizacji makroekonomicznej miałby przyjąć postać systemu typu ubezpieczającego między państwami strefy euro i z powyższych względów stanowiłby naturalne uzupełnienie ram zarządzania w sytuacji kryzysowej, funkcjonujących w oparciu o Europejski Mechanizm Stabilności (EMS)[4].

Zintegrowane ramy polityki gospodarczej koncentrują się zaś na zakończeniu tworzenia jednolitego rynku, jako że dostarcza on potężnego narzędzia do propagowania wzrostu gospodarczego. W tym obszarze zaakcentowano też, że dobrze funkcjonująca UGW wymaga wydajnych rynków pracy i towarów, które są niezbędne do zwalczania bezrobocia o dużej skali oraz do ułatwienia korekt cen i kosztów, albowiem one z kolei mają kluczowe znaczenie dla konkurencyjności i wzrostu gospodarczego. Zwrócono tu również uwagę na znaczenie polityk strukturalnych, które wymagają reformy. Ustalenia w tym zakresie miałyby charakter ramowy i opierałyby się na zaleceniach kierowanych do poszczególnych krajów, które powinny być jednocześnie spójne z ogólną kombinacją polityki fiskalnej i monetarnej.

[4] EMS został utworzony jako organizacja międzyrządowa, podlegająca prawu międzynarodowemu. Jego finansowanie ma zapewnić kapitał subskrybowany w wysokości 700 mld euro, w tym kapitał opłacony w wysokości 80 mld euro oraz kapitał na żądanie w wysokości 620 mld euro, wnoszony przez państwa członkowskie strefy euro – co do zasady – zgodnie z kluczem kapitałowym EBC (klucz kontrybucji EMS). W celu wykonywania swoich zadań EMS może udzielać pożyczek państwom doświadczającym znacznych trudności płatniczych lub którym trudności takie grożą, nabywać obligacje państw-członków EMS na rynku pierwotnym lub wtórnym, podejmować działania w oparciu o program zapobiegawczy przez udostępnienie linii kredytowej oraz zapewniać rekapitalizację instytucji finansowych za pośrednictwem pożyczek udzielanych rządom, w tym także państw niebędących członkami EMS. Kryzys finansowy pokazał, że problemy płatnicze jednego z państw członkowskich Unii Gospodarczej i Walutowej rodzą problemy systemowe i mają znaczący wpływ na ocenę wiarygodności kredytowej pozostałych. Negatywnym skutkom tylko w ograniczonym zakresie można było przeciwdziałać, wykorzystując możliwości przewidziane w prawie unijnym. We wspólnym interesie państw posiadających wspólną walutę leży szybkie rozwiązywanie problemów, w szczególności z wykorzystaniem własnych instrumentów, takich jak EMS, bez konieczności korzystania z pomocy podmiotów zewnętrznych. Każde z państw sygnatariuszy TEMS, w wypadku popadnięcia w trudności finansowe, uzyskało zarazem możliwość skorzystania z pomocy przyznawanej w ramach stałego mechanizmu ratunkowego funkcjonującego na określonych m.in. przez siebie zasadach i zminimalizowania w ten sposób niebezpieczeństw wynikających z konieczności poszukiwania tymczasowych rozwiązań.

Fundamentalne znaczenie dla zagwarantowania skuteczności zintegrowanych ram polityki finansowej, budżetowej i gospodarczej przypisano natomiast zasadzie, zgodnie z którą demokratyczna kontrola i rozliczalność powinny odbywać się na poziomie, na którym podejmowane są decyzje. Tym samym zaproponowano, aby w zintegrowanych ramach finansowych Europejski Bank Centralny był rozliczany na poziomie ponadnarodowym, aby w kontekście ram polityki budżetowej i gospodarczej państwa członkowskie miały odpowiedni udział swoich parlamentów narodowych w proponowanych ustaleniach o charakterze umownym dotyczących reform, aby utworzenie nowego mechanizmu zdolności fiskalnej doprowadziło do wypracowania odpowiednich ustaleń zapewniających jego pełną demokratyczną legitymizację. Konsekwencją tych założeń jest konieczność zaangażowania Parlamentu Europejskiego w związku z rozliczalnością za decyzje podejmowane na szczeblu europejskim przy zachowaniu, w odpowiednich przypadkach, zasadniczej roli odgrywanej przez parlamenty narodowe, jak też konieczność zwiększenia zdolności do podejmowania decyzji wykonawczych na szczeblu europejskim w celu usprawnienia zarządzania w sytuacji kryzysowej w trudnych czasach i lepszego kształtowania polityki gospodarczej w okresie dobrej koniunktury.

Opisane wyżej działania stały się warunkiem koniecznym dla zapewnienia stabilności i integralności Unii Gospodarczej i Walutowej. Nie ulega zatem wątpliwości, że stabilność jest klamrą spinającą w jedną całość owe działania, determinującą ich powodzenie i skuteczność przy założeniu integralności prawnej strefy euro.

2. Założenie 1: stabilność

Przyjęte w 2012 r. ramy prawne obejmujące działania na rzecz tworzenia faktycznej Unii Gospodarczej i Walutowej zdeterminowały ujęcie stabilności (*stability*) w trójpodziale ze względu na wyodrębnienie podstawowych obszarów tych regulacji, tj. rynku finansowego (polityki gospodarczej), polityki pieniężnej (monetarnej) i polityki fiskalnej (budżetowej). Tym samym materia objęta reformami stanowi *definiens* stabilności, która tylko jako całość jest właściwym punktem odniesienia dla oceny ich skuteczności.

Jednym z warunków efektywnego funkcjonowania systemu finansowego (w aspekcie narodowym, europejskim oraz globalnym), w tym też w ujęciu czynników zrównoważonego wzrostu gospodarki, jest stabilność finansowa[5]. Nie istnieje jednak jednolita, metodologicznie ugruntowana, czy też prawnie usankcjonowana definicja stabilności systemu (rynku)

[5] Do kryterium stabilności finansowej odnoszą się już wszystkie europejskie akty prawne i to zarówno te, dotyczące stricte prawa rynku finansowego, jak i te z zakresu polityki gospodarczej czy budżetowej państw członkowskich.

finansowego. Najwęższe ujęcie stabilności finansowej sprowadza się do objęcia przedmiotem badań wyłącznie procesu kształtowania się podaży pieniądza w efekcie wystąpienia paniki bankowej. Szersze ujęcie stabilności finansowej sprowadza się do jej definiowania przez pryzmat płynnego funkcjonowania kluczowych elementów tworzących system finansowy. Funkcjonalnie najszerszym jest definiowanie niestabilności systemu przez wzgląd na odzwierciedlenie nieprawidłowego jego funkcjonowania w sferze gospodarki realnej. Wśród dominujących koncepcji wyróżnia się również tę opartą na pojęciu ryzyka systemowego [por. Nadolska, 2015]. Najogólniej jednak przyjmuje się, że stabilność finansowa wyznacza sytuację, w której nie występują poważne zaburzenia w funkcjonowaniu systemu finansowego, które mogłyby niekorzystnie wpływać na gospodarkę realną [Matysek-Jędrych, 2014, s. 16].

Określenie „stabilność finansowa" zostało użyte po raz pierwszy przez Bank Anglii w 1994 r., który zapoczątkował przeprowadzanie regularnych przeglądów stabilności finansowej. Zdaniem C. Goodharta nie istnieje jednak „dobry sposób zdefiniowania ani też wskazania wymiaru ilościowego stabilności finansowej" [Goodhart, 2004], co niejako potwierdza pogląd reprezentowany w tym zakresie przez praktykę światową, jakoby nie istniała niebudząca wątpliwości definicja stabilności finansowej. Można przyjąć, że stabilność systemu finansowego to stan, w którym system finansowy pełni swoje funkcje w sposób ciągły i efektywny, nawet w przypadku wystąpienia nieoczekiwanych i niekorzystnych zaburzeń o znacznej skali. Jest to zatem stan dynamicznej i trwałej równowagi na powiązanych ze sobą rynkach finansowych.

Stabilność finansowa od dawna stanowi przedmiot zainteresowania i szczególnej troski narodowych systemów finansowych oraz całej gospodarki światowej. Trwale wpisuje się w tworzenie nowego paradygmatu rynku finansowego Unii Europejskiej, gdzie warunkiem koniecznym budowania wspólnego, efektywnego rynku jest stabilność wszystkich rynków lokalnych (obejmujących m.in. właściwe infrastruktury finansowe), w tym poszczególnych sektorów i funkcjonujących w ich ramach instytucji finansowych[6], składających się na ten rynek (działanie dwukierunkowe). Stabilność finansowa stała się tym samym nadrzędnym celem regulacji i nadzoru nad europejskim rynkiem finansowym, w efekcie czego skuteczność i efektywność organów (krajowych i europejskich) nadzoru mierzona jest właśnie w kontekście utrzymania stabilności finansowej[7].

[6] O konieczności uwzględnienia w pokryzysowej polityce pieniężnej aspektu stabilności finansowej zob. [Przybylska-Kapuścińska 2012; Rosati, 2014].

[7] O miernikach pomiaru stabilności finansowej zob. [Smaga, 2014, s. 28–53].

Obok stabilności finansowej należy wyodrębnić stabilność cen, która jest głównym celem polityki pieniężnej[8]. Bo chociaż coraz częściej argumentuje się za zaangażowaniem banków centralnych w zapewnianie stabilności całych systemów finansowych właśnie [Matysek-Jędrych, 2012, s. 131 i nast; Dec, 2013, s. 211 i nast.], to nie sposób jednak przyjąć, aby pojęcia te mogły być stosowane zamiennie.

Stabilność monetarna (rozumiana jako stabilność cen) jest silnie wyeksponowana w regulacjach prawnych dotyczących celu działalności banków centralnych i ma to swoje racjonalne, historyczne uzasadnienie. Imperatyw utrzymywania stabilności monetarnej jest silnie wyeksponowany w regulacjach unijnych. W Traktacie o funkcjonowaniu Unii Europejskiej w art. 127 ust. 1 oraz art. 282 ust. 2 stwierdza się bowiem *explicite*, że głównym celem Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC), tworzonego przez Europejski Bank Centralny (EBC) i krajowe banki centralne, jest utrzymywanie stabilności cen [wyrok, 2015; wyrok TSUE 2012; 2015]. ESBC winien wspierać ogólne polityki gospodarcze w UE, mając na względzie przyczynianie się do osiągnięcia celów Unii, o ile nie stoi to w sprzeczności z celem głównym. Najważniejszym elementem ESBC jest Europejski Bank Centralny, prowadzący politykę pieniężną w strefie euro, którego priorytetową powinnością, określoną w Traktacie oraz Statucie, jest też utrzymanie stabilnych cen.

Stabilność cen w praktyce identyfikowana jest ze stabilnym poziomem akceptowanej inflacji. Wysoki poziom inflacji nie sprzyja ani trwałemu wzrostowi gospodarczemu, ani wzrostowi zatrudnienia w długim okresie, a to te wskaźniki uznaje się za najważniejsze przy ocenie dobrobytu społeczeństwa. Niska inflacja generalnie[9] ma pozytywne działanie na alokację kapitału i wzrost gospodarczy w długim okresie, co pozwala na kształtowanie odpowiednich warunków dla funkcjonowania instytucji finansowych. Stabilność cen nie może być jednak gwarantem stabilności finansowej [Przybylska-Kapuścińska, 2012, s. 26–27]. Oba cele należy traktować jako komplementarne[10], jako że kondycja systemu finansowego

[8] W naukach ekonomicznych przyjmuje się, że bank centralny powinien zostać uznany raczej za strażnika stabilności inflacji niż za strażnika stabilności cen, ponieważ nawet jeśli tempo inflacji jest stabilne i niskie, ceny z definicji rosną. Tak m.in. [Mankiw, Tylor, 2009, s. 192].

[9] Z tym że utrzymująca się przez długi czas stabilna i niska inflacja może tworzyć sprzyjające warunki do dynamicznego wzrostu cen aktywów, który jest podatny na nagłą zmianę trendu w przyszłości. Proces ten określany jest jako zjawisko bańki spekulacyjnej (*asset bubbles*).

[10] Według niektórych przedstawicieli nauki stabilność cen jest warunkiem koniecznym i zarazem wystarczającym do zachowania stabilności finansowej. Tak m.in. [Schwartz, 1995, s. 21–25]. Oznaczałoby to jednak, że niestabilność cen jest w każdym przypadku przyczyną kryzysów finansowych, z czym nie można się zgodzić. Zdaniem Autorki stabilność cen

determinuje warunki realizacji polityki pieniężnej, natomiast skuteczność polityki pieniężnej ma wpływ na kształtowanie się sytuacji w tym systemie. Owa wzajemna relacja sprawia, że banki centralne, będąc formalnie odpowiedzialne za stabilność cen, są zainteresowane również tym, by system finansowy działał sprawnie i spełniał prawidłowo swoje funkcje [Szczepańska, 2008, s. 74].

Wpływ polityki pieniężnej banku centralnego na stabilność systemu finansowego należy postrzegać przede wszystkim przez pryzmat korzyści wynikających z niskiej inflacji tak dla systemu finansowego, jak i dla całej gospodarki. Wśród nich przyjmuje się bowiem następujące założenia: niska stopa inflacji powoduje, że kredyt jest tańszy; stabilny pieniądz wydłuża czas na podejmowanie decyzji, co sprzyja racjonalności wyborów; stabilny pieniądz wpływa też na przejrzystość rynku i wyższą jakość oferty; przede wszystkim jednak stabilny poziom cen sprzyja wolniejszemu rozprzestrzenianiu się kryzysu finansowego i zmniejsza wrażliwość cyklu koniunkturalnego na zmiany cen aktywów. Powyższe wskazuje na to, że istnieje silna współzależność między polityką pieniężną i stabilizacyjną i choćby już z tego powodu nie sposób traktować stabilności finansowej jako „produktu ubocznego" stabilności cen z jednej strony, czy stabilności cen jako jednego z instrumentów stabilności finansowej z drugiej strony[11].

Stabilność finansowa i stabilność cen stanowią dla siebie warunki konieczne, ale niewystarczające. Uzupełnienie dla nich stanowi bowiem stabilność fiskalna, jako że odporność systemu finansowego może być zagrożona nawet w warunkach niskiej i stabilnej inflacji, co pokazał ostatni globalny kryzys.

Definicje stabilności fiskalnej wykorzystywane przez instytucje publiczne różnią się, ale najczęściej oparte są na koncepcji wypłacalności[12]. W konsekwencji w literaturze przedmiotu oraz w praktyce gospodarczej wykorzystuje się odmienne podejścia do stabilności fiskalnej. Co więcej, często te same warunki nazywane są w inny sposób (*fiscal sustainability, debt sustainability, sustainable fiscal policy*). Nie istnieje również jednoznacznie zdefiniowany górny limit dla zrównoważonego poziomu długu w danym okresie – różnią się one w zależności od kraju i czasu, zależą od poziomu

owszem jest warunkiem, który sprzyja stabilności finansowej, ale zdecydowanie jej nie gwarantuje.

[11] Zwłaszcza że stabilność finansowa nie ma definicji legalnej, a jest pojęciem mającym bardziej aksjologiczny charakter. Intuicyjnie można ją rozumieć jako pewien stan pożądany, szczególnego rodzaju dobro publiczne, warunek sprawnego funkcjonowania systemu finansowego i przez to systemu gospodarczego. Takie jej rozumienie nie jest jednak wystarczające do opracowania właściwego zestawu instrumentów stabilizowania systemu finansowego.

[12] Rozumianej jako możliwość regulowania swoich zobowiązań finansowych przez analizowany podmiot, która może się okazać problemem w każdym kraju, który zaciągnie nadmierny dług.

rozwoju rynków finansowych, postrzegania ryzyka, zaufania do rządu pod względem możliwości implementacji reform strukturalnych i konsolidowania deficytu, alternatyw inwestycyjnych dla inwestorów, globalnego poziomu awersji do ryzyka [Pączek-Jarmulska, 2016, s. 4].

Stabilność fiskalna jest najczęściej definiowana jako zdolność do kontynuowania dotychczasowej polityki fiskalnej bez naruszenia międzyokresowych ograniczeń budżetowych [Mackiewicz, 2010, s. 91]. Ujęcie takie współgra z koncepcją tzw. długoterminowej stabilizacji długu, dzięki czemu przez stabilność fiskalną rozumie się też zdolność rządu do utrzymania finansów publicznych na wiarygodnej i użytecznej pozycji w dłuższym okresie [Panfil, 2017, s. 100]. Polityka fiskalna nie jest stabilna, jeśli doprowadzi do nadmiernej akumulacji długu w czasie i do stale wzrastających kosztów obsługi długu. W tym sensie stabilność oznacza unikanie nadmiernego wzrostu rządowych zobowiązań przy jednoczesnym założeniu, że rząd będzie w stanie zapewnić wszystkie niezbędne usługi publiczne i że będzie w stanie dostosować politykę fiskalną w odpowiedzi na nowe zagrożenia. Coraz częściej jednak (również w procesie tworzenia rzeczywistej UGW) stabilność fiskalną definiuje się w kontekście zabezpieczenia fiskalnego (*fiscal backstop*) dla funkcjonowania nie tyle państwa, co samego sektora (rynku) bankowego. Budżety ogólne państw członkowskich UE i zaplanowane tam wydatki mogą bowiem okazać się niewystarczające dla wsparcia płynności banków, których sumy aktywów często przekraczają 100% PKB kraju ich siedziby. W strefie euro relacja aktywów systemu finansowego do PKB przekracza już 500%, a to oznacza, iż bez utworzenia wspólnego, specjalnego budżetu dotychczas przyjęte i zaprojektowane zabezpieczenia przed kryzysem systemowym na rynku bankowym nie będą skuteczne i efektywne.

Niewątpliwie stabilność fiskalna jest zjawiskiem dynamicznym i wielopłaszczyznowym, dlatego należy ją oceniać w szerokim kontekście, tj. poprzez odniesienie do stabilności gospodarczej państwa[13]. Polityka fiskalna oparta na zaciąganiu deficytów budżetowych ma bowiem wpływ na rynek pieniężny i rynek dóbr. Z tego punktu widzenia koncepcja stabilności fiskalnej ma przede wszystkim służyć zapobieganiu gwałtownemu wzrostowi zadłużenia, które jest jednym z głównych czynników destabilizujących system gospodarczy. W tym sensie koordynacja polityki fiskalnej z polityką monetarną i stabilnościową nabiera szczególnego znaczenia. Po pierwsze bowiem, brak stabilności fiskalnej staje się poważnym zagrożeniem dla realizacji celów banku centralnego [Panfil, 2017, s. 101], po drugie zaś, utrata stabilności fiskalnej może zakończyć się bankructwem

[13] Szeroko o ewolucji poglądów na kwestię stabilności fiskalnej zob. [Włodarczyk, 2011, s. 9 i nast.].

państwa. Powiązania stabilności finansowej ze stabilnością fiskalną są jednak najbardziej widoczne w kontekście kosztów systemowych kryzysów bankowych, które wymagają użycia pieniędzy podatników nawet przy najbardziej efektywnym nadzorze.

3. Założenie 2: integralność (prawna)

Regulacje są niezbędnym narzędziem do zapewniania stabilności i bezpieczeństwa systemu finansowego. Regulacje z definicji jednak nakładają ograniczenia na konkurencyjne rynki, stąd ulotny punkt równowagi między wzrostem a stabilizacją często bywa przedmiotem sporu, zwłaszcza jeśli idzie o regulację finansową właśnie. Właściwa polityka regulacyjna powinna uwzględniać oba ww. aspekty w średniej i długiej perspektywie, jako że wzajemnie na siebie oddziałują i w równej mierze mogą wpływać na dalsze działania w zakresie tworzenia faktycznej UGW.

Już w raporcie grupy de Larosière'a postawiono tezę, że „dobra regulacja jest niezbędnym warunkiem utrzymania stabilności systemu finansowego" [de Larosière, 2009, s. 14 i nast.], a „skutecznie działający jednolity rynek powinien dysponować zharmonizowanym zbiorem podstawowych przepisów" [tamże, s. 14 i nast.]. Na konieczność kontynuowania procesu harmonizacji wskazywano też w treści planu działania na rzecz faktycznej Unii Gospodarczej i Walutowej, z tym że dotyczyć to ma jedynie tych obszarów, w których niemożliwe jest jeszcze ustanowienie jednolitych zasad i standardów prawnie wiążących. Docelowo bowiem w strefie euro ma obowiązywać zmienione prawo traktatowe, wprowadzające w życie podstawowe regulacje z zakresu wspólnej polityki gospodarczej, fiskalnej i finansowej oraz z zakresu odpowiedzialności za decyzje podejmowane na poziomie ponadnarodowym.

Harmonizacja systemów prawnych polega na wypracowywaniu i wprowadzaniu wspólnych rozwiązań i standardów, które służą ułatwianiu transakcji dokonywanych na terytorium kilku państw. Praktyczna strona harmonizacji przejawia się w tym, że podmiot podejmujący działalność poza terytorium państwa pochodzenia podlega takim samym normom jak w państwie pochodzenia. Sama harmonizacja nie jest zjawiskiem homogenicznym. W jej ramach rozróżnia się harmonizację maksymalną (pełną) i minimalną, w zależności od relacji między standardami uzgodnionymi a standardami krajowymi. Harmonizacja minimalna wprowadza minimalne wymogi, które mogą zostać zaostrzone w ustawodawstwie danego państwa, dopuszcza więc formę konkurencji między poszczególnymi porządkami prawnymi[14]. Obecnie stosowana i obowiązująca na terenie

[14] Dotychczasowa harmonizacja minimalna regulacji i nadzoru finansowego w ramach jednolitego rynku okazała się niewystarczająca. Poszczególne państwa dodawały bowiem

Unii w zakresie regulacji rynku finansowego harmonizacja maksymalna skutkuje zaś przeniesieniem (transpozycją) przepisów unijnych do krajowego porządku prawnego w sposób ścisły, czyli ani nie pomijając, ani nie dodając niczego. Zasada ta nie daje zatem możliwości zaostrzania jakichkolwiek przepisów[15].

Harmonizacja przepisów była i nadal jest podstawową koncepcją służącą powstawaniu jednolitego rynku. Podstawowym środkiem realizacji tego celu są dyrektywy, choć niewątpliwą ich wadą jest długi czas ich implementacji w państwach członkowskich, co w skrajnych sytuacjach może prowadzić do dezaktualizacji rozwiązań proponowanych w ich ramach. Z teoretycznego punktu widzenia działania legislacyjne Unii Europejskiej w zakresie harmonizacji rynku finansowego uznawane są za efektywne i skuteczne. Tym niemniej należy mieć na uwadze fakt, że silna integracja porządków prawnych eliminuje bądź ogranicza rywalizację o przedsiębiorców, prowadzącą do wykształcenia najlepszych norm i zasad systemowych, może też prowadzić do zwiększenia ryzyka systemowego, jako że nie wszystkie obszary prawne są łatwe do zdefiniowania, a w konsekwencji nie jest możliwe dokładne oszacowanie ich ryzyka systemowego (dotyczy to m.in. *shadow banking*) [Bąk, Stepanów, 2013, s. 70 i nast.].

Prawo rynku finansowego obejmuje również przepisy rozporządzeń wydawanych przez instytucje Unii Europejskiej, które wiążą w całości i są bezpośrednio stosowane we wszystkich państwach członkowskich. Na gruncie prawa rynku finansowego dochodzi zatem (obok harmonizacji) również do unifikacji prawa, jako że celem rozporządzeń unijnych jest scalenie, ujednolicenie wszystkich porządków prawnych występujących

---

własne regulacje (tzw. pozłocenie), a nie implementowały w pełni przepisów unijnych lub interpretowały je w sposób odmienny. To zaś sprzyjało występowaniu na wielką skalę arbitrażu regulacyjnego, dzięki któremu swobodnie przepływający kapitał miał możliwość wyboru na rynku globalnym regulacji jemu odpowiadających i odrzuceniu pozostałych, bo miał gwarantowane prawo do zmiany miejsca swego ulokowania.

[15] Chociaż w przypadku dyrektyw CRD z roku 2006 (tj. dyrektywy nr 2006/48/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe, Dz.Urz.UE L 177 z 30.06.2006, s. 1 oraz dyrektywy nr 2006/49/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. w sprawie adekwatności kapitałowej firm inwestycyjnych i instytucji kredytowych, Dz.Urz. UE L 177 z 30.06.2006, sekcja 4) została ona znacznie złagodzona, ponieważ zastosowano w niej szereg tzw. opcji narodowych. Opcje narodowe dawały nadzorcom możliwość wybierania jednego ze wskazanych rozwiązań, albo też pozostawiały możliwość zaostrzania pewnych przepisów. Tak duża liczba opcji narodowych była jednak silnie krytykowana zarówno przez instytucje (finansowe), jak i przez część nadzorców, którzy dążyli do całkowitego ujednolicenia przepisów. Konsekwencją toczących się dyskusji było zmniejszenie liczby opcji narodowych do kilkunastu. Wtedy też narodziła się koncepcja wprowadzenia jednolitych rozwiązań regulacyjnych obowiązujących bez żadnych wyjątków na terenie całego unijnego rynku bankowego, którym nadano nazwę *Single European Rulebook*. Pomysł ten został zmaterializowany w obecnie obowiązującym pakiecie CRD IV/CRR.

w Unii Europejskiej bez konieczności transpozycji przepisów tworzonych na poziomie ponadkrajowym. Ma to szczególne znaczenie w kontekście omawianej materii, gdyż nowe regulacje europejskie są ostatnimi czasy wprowadzane wyłącznie jako pakiety składające się z rozporządzenia (mającego charakter *single rulebook* [zob. Jurkowska-Zeidler, 2016, s. 6–7]) i dyrektywy właśnie.

Praktyka ustawodawców państw członkowskich obecnie dowodzi, że przyjmują oni jedynie obowiązkowe postanowienia unijnych dyrektyw i unikają regulacji wykraczającej ponad wymaganą, zwłaszcza gdy dopełnienie jej postanowień zawiera się w przepisach towarzyszącego jej rozporządzenia. W konsekwencji to prawodawca unijny wyłącznie tworzy ramy prawne instytucjonalne, organizacyjne i funkcjonalne jednolitego rynku finansowego, tym bardziej że prawo UE korzysta z zasady pierwszeństwa względem prawa krajowego państw członkowskich. Ukształtowana w ten sposób metoda integracji prawem zbliża się do założeń ukształtowanych na gruncie koncepcji federalizacji prawa.

Cechą charakterystyczną państwa federalnego jest specyficzny podział kompetencji między nim a jego częściami składowymi. Państwo federalne posiada z reguły kompetencje, które nie zostały wyraźnie zastrzeżone dla krajów składowych albo – w innym wariancie – kompetencje wyraźnie mu przyznane. Stałą cechą struktury federalnej jest napięcie związane z podziałem kompetencji oraz ich wykonywaniem, a także tendencja do przejmowania przez centrum niektórych kompetencji części składowych. Metoda podziału kompetencji znajduje zazwyczaj odzwierciedlenie w konstytucji federalnej. Prawo ustanawiane przez organy federalne obowiązuje i stosowane jest bezpośrednio na całym terytorium federacji, mając co do zasady pierwszeństwo przed prawem części składowych [Kranz, 2007, s. 73].

Z koncepcji federalizmu wynika jeden główny cel, polegający na zapewnieniu trwałej jedności struktury głównej, przy jednoczesnym zachowaniu samodzielności, odrębności i tożsamości części składowych. Tożsamy cel przyjęła Unia Europejska, stąd nie dziwi fakt formułowania hipotez o federalizacji UE głównie w kontekście unijnego systemu prawnego [por. Grzeszczak, 2010]. Unia Europejska federacją jednak nie jest, a tworzony przez nią system prawny ma autonomiczny i wielowymiarowy charakter. Przede wszystkim jednak w tworzeniu prawa UE dostrzegalna jest niebywała dynamika rozwojowa, która bez wątpienia w przyszłości może ulec jeszcze zwrotowi w nieznanych obecnie kierunkach. Na chwilę obecną odniesienie do koncepcji federalizmu prawnego znajduje uzasadnienie wyłącznie w obszarze strefy euro, do której wprost adresowane są wszystkie unijne jednolite mechanizmy.

4. Ocena postępów w tworzeniu faktycznej UGW – podsumowanie

Po niemal pięciu latach od momentu oficjalnego zaprezentowania planu działania na rzecz powołania faktycznej Unii Gospodarczej i Walutowej w zasadzie zrealizowane zostały jedynie założenia (w przeważającej mierze o charakterze instytucjonalnym) wyszczególnione w zintegrowanych ramach prawnych (tzw. unia finansowa), tj.:

- ustanowiono jednolite ramy regulacyjne dla banków, które opierają się przede wszystkim na stworzeniu nowych jednolitych przepisów regulujących warunki podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe oraz zasad nadzoru nad nimi, a także na ustaleniu bezpośrednio obowiązujących norm nadzoru ostrożnościowego w ramach pakietu regulacyjnego CRD IV/CRR (tj. dyrektywy [dyrektywa nr 36, 2013][16] i rozporządzenia [rozporządzenie nr 575, 2013][17]) wdrażających do europejskiego porządku prawnego nowe globalne ramy regulacyjne dotyczące adekwatności kapitałowej banków wydane w 2010 r. przez Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego (tzw. Bazylea III),
- wprowadzono jednolity mechanizm nadzorczy (*Single Supervisory Mechanism*) dla banków ze strefy euro, w ramach którego Europejskiemu Bankowi Centralnemu zostały powierzone szczególne zadania z zakresu polityki związanej z nadzorem ostrożnościowym nad instytucjami kredytowymi systemowo ważnymi, do których będzie on stosował jednolity zbiór przepisów obowiązujących na całym europejskim rynku finansowym [rozporządzenie nr 1024, 2013],
- stworzono wspólne ramy prawne dla restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków [dyrektywa nr 59, 2014] oraz ustanowiono jednolity mechanizm restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (*Single Resolution Mechanism*) [Rozporządzenie nr 806, 2014] dla banków ze strefy euro wraz z jednolitym bankowym funduszem restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (*Single Bank Resolution Fund*), określające konieczne działania i ustanawiające narzędzia oraz uprawnienia w celu zagwarantowania, że upadłość banków w UE będzie prowadzona w sposób umożliwiający uniknięcie niestabilności finansowej i minimalizujące koszty ponoszone przez podatników,

[16] Zgodnie z zapisami nowej dyrektywy, która weszła w życie z dniem 17 lipca 2013 r., państwa członkowskie UE powinny dokonać jej transpozycji do dnia 31 grudnia 2013 r., przyjmując i publikując przepisy ustawowe, wykonawcze i administracyjne niezbędne do wykonania dyrektywy. Państwa członkowskie mają obowiązek stosowania przepisów nowej dyrektywy od dnia 1 stycznia 2014 r.

[17] Nowe rozporządzenie weszło w życie z dniem 28 czerwca 2013 r. i ma zastosowanie od dnia 1 stycznia 2014 r.

– przyjęto wspólne zasady gwarantowania depozytów, zawierające przepisy mające zapewnić, że w każdym państwie członkowskim utworzone zostaną wystarczająco solidne krajowe systemy ubezpieczenia depozytów, co pozwoli na ograniczenie efektów rozlania, związanych z ucieczką depozytów do innych instytucji i krajów, oraz zapewni odpowiedni stopień ochrony deponentów w całej Unii Europejskiej [dyrektywa nr 49, 2014].

Swoistym spoiwem dla powyżej przytoczonych działań legislacyjnych jest wielowymiarowa i wielopoziomowa Europejska Unia Bankowa [Jurkowska-Zeidler, 2013, s. 283 i nast.], którą należy postrzegać nie tylko jako mechanizm przenoszący bieżący nadzór mikroostrożnościowy nad bankami na poziom europejski, ale przede wszystkim jako wprowadzenie istotnych zmian w podejściu regulacyjnym na terenie Unii i odejście w związku z tym od konkurencji porządków prawnych państw członkowskich skutkujących przecież niepożądanym arbitrażem regulacyjnym [Nadolska, 2016, s. 49–50]. Zaakcentowania wymaga jednak, że pełną operatywność EUB osiągnie najprawdopodobniej dopiero w 2024 r., jako że wciąż trwają prace nad trzecim jej filarem, tj. jednolitym systemem gwarantowania depozytów – EDIS [rozporządzenie nr 806, 2014].

Europejska Unia Bankowa to nie jedyny mechanizm tworzony w kierunku unii rynków finansowych. W 2015 r. zostały rozpoczęte prace nad utworzeniem na obszarze wszystkich państw członkowskich Unii Europejskiej jednolitego rynku kapitałowego. Opublikowana w 2015 r. „Zielona księga na temat utworzenia unii rynków kapitałowych w Europie" zapoczątkowała proces publicznych konsultacji i dyskusji, po zakończeniu których przyjęto plan działania na rzecz wprowadzenia podstawowych elementów unii rynków kapitałowych wraz z harmonogramem działań [Zielona księga…, 2015]. Unia rynków kapitałowych ma na celu: zapewnić przedsiębiorstwom, zwłaszcza małym i średnim, nowe źródła finansowe, zredukować koszty pozyskiwania kapitału, poszerzyć ofertę dla oszczędzających w UE, ułatwić inwestycje transgraniczne oraz przyciągnąć do UE więcej inwestycji zagranicznych, wspierać projekty długoterminowe oraz nadać stabilność, odporność i konkurencyjność unijnemu systemowi finansowemu. Komisja Europejska zaproponowała sukcesywne tworzenie unii rynków kapitałowych do 2019 r., koncentrując się na przesuwaniu pośrednictwa finansowego ku rynkom kapitałowym i na eliminowaniu barier utrudniających inwestycje transgraniczne.

Pozostałe zaplanowane działania UE na rzecz tworzenia faktycznej UGW albo nie zostały jeszcze rozpoczęte, albo pozostają w fazie przygotowawczej. W czerwcu 2015 r. Jean-Claude Juncker przedstawił sprawozdanie na temat dokończenia budowy europejskiej Unii Gospodarczej

i Walutowej, z treści którego wynika, że proces ten będzie przebiegał aż do 2025 r. w dwóch następujących po sobie etapach, gdzie pierwszy dotyczyć będzie zwiększenia konkurencyjności i konwergencji strukturalnej oraz zakończenia tworzenia unii fiskalnej, zaś drugi poświęcony będzie wprowadzaniu wiążących środków prawnych w tej materii. Innymi słowy, w pierwszej fazie (zwanej „pogłębianie przez działalnie") Unia Europejska zaplanowała tworzenie na gruncie obowiązującego prawa nowych jednolitych mechanizmów, które zostaną wyposażone w wiążące instrumenty i zmienione środki prawne dopiero w fazie drugiej (zwanej „ukończenie unii gospodarczej i walutowej") [*Dokończenie budowy*…, 2015]. Faktyczna UGW polegać zatem będzie na ujednoliconych rozwiązaniach instytucjonalnych i funkcjonalnych oraz opierać się będzie na federalnym systemie prawa, u podstaw którego leżeć będą zmienione (rozszerzone) przepisy traktatowe, co na zasadzie synergii ma przyczynić się do utrzymania stabilności *sensu largo* w strefie euro.

Dotychczas w ramach budżetowych (tzw. unia fiskalna) ustanowiono jedynie Europejską Radę Budżetową, która jest niezależna i ma charakter doradczo-konsultacyjny [Decyzja Komisji, 2015]. Ma ona pomagać Komisji w wykonywaniu jej funkcji dotyczących wielostronnego nadzoru budżetowego, tj. dostarczać ocen wdrażania unijnych ram budżetowych, doradzać na temat przyszłego kursu polityki budżetowej właściwej dla strefy euro jako całości w oparciu o analizę ekonomiczną, współpracować z krajowymi radami polityki budżetowej, jak też zapewniać doradztwo *ad hoc*. Jej opinie powinny być uwzględniane przy podejmowaniu przez Komisję decyzji w kontekście europejskiego semestru. Ponadto, aby zwiększyć przejrzystość stosowania paktu na rzecz stabilności i wzrostu, Komisja opublikowała „Vademecum dotyczące paktu na rzecz stabilności i wzrostu" [http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2013/op151_en.htm, dostęp: 6.05.2017], które ma być co roku aktualizowane, tak by odzwierciedlać na bieżąco zmiany zasad i nadzoru budżetowego.

Wciąż jednak nie przyjęto ostatecznego kształtu mechanizmu zdolności fiskalnej dla strefy euro [Sprawozdanie Parlamentu Europejskiego, 2017], który ma zwiększyć odporność gospodarczą UGW jako całości i poszczególnych państw członkowskich Eurostrefy. Wiadomo tylko, że nie ma on być instrumentem zarządzania w sytuacji kryzysowej, a jedynie uzupełniać Europejski Mechanizm Stabilności[18], jako że przyczyniając się do zapobiegania kryzysom, w ten sposób może zmniejszyć prawdopodobieństwo przyszłych interwencji EMS. Jak dotąd zaplanowano jedynie,

[18] EMS w przyszłości ma zostać przekształcony w Europejski Fundusz Walutowy (EFW) z odpowiednią zdolnością udzielania i zaciągania kredytów i jasno określonym mandatem, aby móc amortyzować asymetryczne i symetryczne wstrząsy.

że na początkowym etapie specjalny mechanizm zdolności fiskalnej dla strefy euro powinien być częścią budżetu Unii, poza i ponad pułapami obowiązującymi w wieloletnich ramach finansowych, i być finansowany przez strefę euro oraz innych uczestniczących członków z uzgodnionego między uczestniczącymi państwami członkowskimi źródła dochodów, które będą traktowane jako dochody przeznaczone na określony cel i gwarancje. Dopiero bowiem po osiągnięciu stabilności mechanizm zdolności fiskalnej będzie finansowany z zasobów własnych. Mechanizm zdolności fiskalnej ma pełnić trzy podstawowe funkcje: amortyzować asymetryczne i symetryczne wstrząsy w państwach członkowskich dążących do reform gospodarczych, łagodzić wstrząsy asymetryczne w państw członkowskich należących do strefy euro wynikające z różnic strukturalnych lub ogólnej słabości ekonomicznej, a także zwiększać odporność strefy euro jako całości poprzez monitorowanie wstrząsów symetrycznych. W świetle tych celów Unia Europejska obecnie rozważa, które funkcje można realizować w obowiązujących unijnych ramach prawnych, a które będą wymagały dostosowania lub zmiany traktatu.

Utworzenie mechanizmu zdolności fiskalnej dla strefy euro w zaproponowanej formie nie będzie jednak wystarczające dla skutecznego zapobiegania rozprzestrzeniania się kryzysu systemowego na rynku bankowym, objętym jednolitymi regulacjami prawnymi i mechanizmami powstałymi w ramach Europejskiej Unii Bankowej. Mechanizm ten, podobnie jak Europejski Mechanizm Stabilności, ma zabezpieczać państwa a nie banki funkcjonujące na jednolitym rynku finansowym UE, a to oznacza, iż będzie on pełnił wobec sektora bankowego rolę wtórną i pośrednią. Sama istota powołania do życia Europejskiej Unii Bankowej sprowadza się przecież do zerwania powiązań między budżetem państwa a dokapitalizowaniem banków, które tymczasowo lub na stałe utraciły płynność. W konsekwencji obecnie instytucje kredytowe mogą korzystać jedynie z unijnego (albo krajowego) mechanizmu *resolution* (współpracującego na zasadzie sprzężenia zwrotnego z systemami gwarantowania depozytów) bądź z narodowych procedur restrukturyzacji i likwidacji, jako że legislator unijny pozostawił w tym zakresie dualizm wertykalny. Istotniejsze jest jednak to, że wciąż pozostanie luka systemowa w zabezpieczaniu potrzeb finansowych tego sektora na poziomie unijnym (horyzontalnym; nawet w samej strefie euro), skoro jednolity fundusz restrukturyzacji i planowany jednolity fundusz gwarancyjny najprawdopodobniej uzyskają pełną operatywność dopiero za kilkanaście lat (przyjmuje się, że środki tych funduszy osiągną prawnie ustalony poziom dopiero w ciągu najbliższych 10–20 lat). Do tego czasu banki pozostaną bez bezpośredniego wsparcia finansowego (*fiscal backstop*), choć ich aktywa są z natury ryzykowne i równocześnie niewystarczające do

pokrycia wszelkich strat (zwłaszcza że mogą one ponosić straty jedynie do wielkości posiadanego kapitału). Oczywiście mogą one korzystać z instytucji pożyczkodawcy ostatniej instancji, jednak należy pamiętać o tym, że możliwości wsparcia płynnościowego przez banki centralne są zależne od obowiązujących regulacji prawnych i polityk rządów. Konieczne jest zatem szybkie, bezpośrednie zabezpieczenie fiskalne dla sektora bankowego, objętego jednolitymi mechanizmami i regulacjami prawnymi (EUB), gwarantujące dostęp do znacznych środków finansowych ze względu na potencjalne ogromne koszty ratowania banków, zwłaszcza tzw. *too big too fail*, które po kryzysie uzyskały specjalną ochronę w postaci nadzoru ostrożnościowego sprawowanego przez Europejski Bank Centralny. Powinno przyjąć ono formę wspólnego, specjalnego budżetu (niepowiązanego ani z budżetem UE, ani też budżetami państw), który mógłby być finansowany m.in. ze składek państw Eurogrupy (oraz tych, które na zasadzie dobrowolności przystąpiły do EUB) oraz unijnego podatku od czynności bankowych.

Abstrahując już od powyższego, wskazać należy, że warunkiem udziału w mechanizmie stabilizacji makroekonomicznej dla strefy euro jest konwergencja w kierunku struktur gospodarczych państw członkowskich, które wszystkie cechuje zbliżony poziom odporności. W tym celu państwa członkowskie strefy euro zobowiązano m.in. do wdrożenia zalecenia Rady z dnia 20 września 2016 r. w sprawie ustanowienia krajowych rad ds. produktywności [Zalecenie Rady, 2016][19]. Celem tego zalecenia jest bowiem wskazanie lub utworzenie krajowych rad ds. produktywności, które mają zanalizować zmiany i polityki w dziedzinie produktywności i konkurencyjności, co ma przyczynić się do zwiększania zakresu zaangażowania i wdrażania niezbędnych reform na poziomie krajowym, a tym samym zapewniać trwały wzrost gospodarczy i konwergencję. Rady ds. produktywności mają kierować się zbiorem wspólnych zasad, a jednocześnie uwzględniać różnorodność doświadczeń i praktyk w państwach członkowskich, wnosząc w ten sposób wkład w planowanie i wdrażanie skutecznych reform.

Powyższe nie oznacza jednak, że proces konwergencji gospodarczej został sformalizowany. Nadal występują przecież obszary wymagające znacznej poprawy, w szczególności dotyczy to niedostatecznej przejrzystości i przewidywalności oraz nadmiernej złożoności procesu kształtowania polityki gospodarczej, które mają wpływ na skuteczność narzędzi zarządzania gospodarczego [Komunikat Komisji, 2015, s. 8]. W dalszym ciągu brakuje też efektywnych rozwiązań w zakresie zatrudniania i postępu

[19] Pierwotnie zalecenie to dotyczyło ustanowienia w strefie euro krajowych rad ds. konkurencyjności.

społecznego oraz ścisłej koordynacji polityki gospodarczej w ramach odnowionego europejskiego semestru. Wprawdzie Unia planuje opracowanie kodeksu konwergencji uwzględniającego zalecenia dla poszczególnych krajów odnoszących się do podatków, rynku pracy, inwestycji, wydajności, spójności społecznej, zdolności w zakresie administracji publicznej i dobrego rządzenia w ramach obowiązujących traktatów, ale ma to nastąpić dopiero w ciągu kolejnych pięciu lat.

W części odnoszącej się do ram tworzenia faktycznej Unii Gospodarczej i Walutowej wskazano, że fundamentalne znaczenie dla zagwarantowania skuteczności zintegrowanych ram polityki finansowej, budżetowej i gospodarczej przypisano zasadzie, zgodnie z którą demokratyczna kontrola i rozliczalność powinny odbywać się na poziomie, na którym podejmowane są decyzje. Dziwi zatem fakt, że chociaż Europejskiemu Bankowi Centralnemu już w 2014 r. powierzono funkcję nadzorcy mikroostrożnościowego, to do tej pory nie uwzględniono zmian w tym zakresie w przepisach art. 263 i art. 340 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej. Kontrowersyjne w związku z tym jest też założenie wzmocnienia uprawnień Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego, która nie ma umocowania traktatowego i nie ponosi odpowiedzialności odszkodowawczej za prowadzenie spraw makroostrożnościowych.

W obszarze demokratycznej legitymizacji i odpowiedzialności[20] niewątpliwie pogłębienia wymaga współpraca międzyparlamentarna pomiędzy Parlamentem Europejskim a krajowymi parlamentami, która obecnie odbywa się wyłącznie w ramach Europejskiego Tygodnia Parlamentarnego. Konieczne w związku z tym jest też powzięcie odpowiednich kroków organizacyjnych w kierunku zwiększenia roli Parlamentu Europejskiego w pracach Unii Europejskiej, w szczególności w zakresie reorganizacji strefy euro. W założeniu Parlament Europejski i parlamenty narodowe powinny bowiem odgrywać większą rolę w odnowionych ramach zarządzania gospodarczego w celu wzmocnienia demokratycznej rozliczalności. Chodzi tu m.in. o zwiększenie poczucia odpowiedzialności za europejski semestr na szczeblu krajowym, reformę międzyparlamentarnej konferencji przewidzianej w art. 13 paktu fiskalnego, aby nadać jej większą wagę w celu formułowania bardziej wyrazistego stanowiska parlamentów i opinii publicznej.

Przyjmuje się jednocześnie, że aby podnieść poziom odpowiedzialności, parlamenty narodowe powinny sprawować nadzór nad rządami krajowymi, zaś Parlament Europejski – nad europejskimi organami wykonawczymi. W związku z tym planuje się, aby stanowisko przewodniczącego Eurogrupy zostało połączone ze stanowiskiem komisarza ds.

[20] Będących konsekwencją zwiększania niezależności publicznych instytucji unijnych.

spraw gospodarczych i finansowych i w takim przypadku przewodniczący Komisji powinien mianować tego komisarza wiceprzewodniczącym Komisji. Taki minister finansów i skarbu w Komisji powinien być w pełni demokratycznie rozliczalny i powinien dysponować wszelkimi środkami i zdolnością niezbędnymi do stosowania i egzekwowania obowiązujących ram zarządzania gospodarczego oraz do optymalizacji rozwoju strefy euro we współpracy z ministrami finansów państw strefy euro. Parlament Europejski winien zaś dokonywać przeglądów stanowionych przepisów i struktury w celu zapewnienia pełnej demokratycznej rozliczalności mechanizmu zdolności fiskalnej wobec posłów do PE z uczestniczących państw członkowskich.

Faktyczna Unia Gospodarcza i Walutowa nie jest możliwa do osiągnięcia przed zakończeniem procesu tworzenia jednolitego rynku wewnętrznego Unii Europejskiej, który stał się podstawowym celem strategii Europa 2020 [Komunikat Komisji, 2010]. Dopiero bowiem na jednolitym rynku mogą być stosowane jednolite standardy i zasady, na podstawie których możliwe będzie ustanowienie współodpowiedzialności za politykę będącą przedmiotem wspólnego zainteresowania państw strefy euro, a równocześnie wzmocniony zostanie proces podejmowania decyzji na tym poziomie. Tym niemniej już dziś widać, że prawdziwa UGW staje się faktem, a założenia dotyczące włączenia w ramy prawne Unii zapisów o Europejskim Mechanizmie Stabilności, Traktatu o stabilności, koordynacji i zarządzaniu oraz innych paktów, jak też ustanowienia jednolitego organu skarbowego strefy euro są tylko kwestią czasu. W 2015 r. Rada wydała decyzję określającą środki na rzecz stopniowego ustanowienia jednolitej reprezentacji strefy euro w Międzynarodowym Funduszu Walutowym [Wniosek Rady nr 2015/0250], uzasadniając to koniecznością zagwarantowania Eurogrupie podstawowej i kluczowej roli w ramach współpracy w zakresie międzynarodowej polityki pieniężnej, gospodarczej i walutowej. Docelowo bowiem to ta grupa ma do odegrania fundamentalną pozycję w omawianiu, propagowaniu i reprezentowaniu interesów Unii Europejskiej.

W związku z powyższym pojawia się pytanie o sens utrzymania dotychczasowej struktury Unii Europejskiej z podziałem na państwa ze strefy euro oraz państwa objęte derogacją. Pozostawanie poza strefą euro niewątpliwie będzie wiązało się przecież z całkowitym podporządkowaniem decyzjom wypracowanym w Eurogrupie, których skutkiem będzie wyłącznie stabilizowanie i rozwój tej właśnie grupy. Może to doprowadzić do sytuacji, w której państwom spoza strefy euro będzie bardziej „opłacało się" wystąpić ze struktur Unii Europejskiej, zwłaszcza że wówczas ich polityki gospodarcze, finansowe i fiskalne będą mogły w pełni zachować narodowy charakter. Wydaje się, że w obecnym kształcie na znaczeniu traci nie tylko

zasada suwerenności, ale przede wszystkim idea solidarności mająca podstawowe znaczenie dla trwałości Unii Europejskiej.

Na chwilę obecną nie sposób jeszcze przesądzić, czy tworzenie faktycznej Unii Gospodarczej i Walutowej jest krokiem w kierunku pełnej integracji czy całkowitej dezintegracji Unii Europejskiej. Być może oba te procesy będą postępować jednocześnie w dwóch obszarach – odpowiednio – wśród państw należących do strefy euro, które coraz silniej federalizują się poprzez system prawny, i wśród pozostałych krajów członkowskich, których interesy stają coraz bardziej partykularne i jako takie nie przystają do idei Unii. Należy jednak pamiętać o tym, że jeszcze kilka lat temu koncepcja utworzenia jednolitego mechanizmu nadzoru, jednolitego mechanizmu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków, czy jednolitego systemu gwarantowania depozytów pozostawała jedynie w sferze teoretyczno-prawnej, będąc przedmiotem powszechnej krytyki i dezaprobaty. Skutki ostatniego globalnego kryzysu finansowego zmieniły podejście rządów i społeczeństw do kwestii zasięgu i głębokości regulacji prawnej systemu finansowego, a to za sprawą kosztów ponoszonych na ratowanie instytucji, które de facto kryzys ten wywołały. Nie można wykluczyć, że kolejny kryzys o porównywalnym zasięgu wymusi inne bądź zweryfikuje dotychczas wprowadzone zmiany na wewnętrznym rynku finansowym UE. Zanim do tego jednak dojdzie, należy umożliwić pełną operatywność utworzonym jednolitym mechanizmom, albowiem idea ich powołania jest słuszna i celowa. Kwestia tworzenia w związku z tym tzw. Unii dwóch prędkości ma znaczenie drugorzędne, jako że, po pierwsze – nie trzeba być członkiem Eurogrupy, aby przystąpić do Europejskiej Unii Bankowej, po drugie – państwa objęte derogacją najwyraźniej zapomniały, iż jest to jedynie ich stan przejściowy, a w końcu po trzecie – stworzenie faktycznej Unii Gospodarczej i Walutowej nie jest możliwe wśród państw negujących podstawowe wartości i zasady obowiązujące w UE.

Literatura

Action Plan on Building a Capital Markets Union (2015), COM (2015) 468 final, SWD (2015) 183 final, SWD (2015) 184 final, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of Regions, Komisja Europejska.

Bąk J. (red.), Stepanów A. (2013), *Europejskie prawo finansowe*, C.H. Beck, Warszawa.

Dec A. (2013), *Polityka monetarna realizowana przez bank centralny*, w: J. Świderska (red.), *Współczesny system bankowy. Ujęcie instytucjonalne*, Difin, Warszawa.

Decyzja Komisji (UE) 2015/1937 z dnia 21 października 2015 r. ustanawiająca niezależną doradczą Europejską Radę Budżetową, Dz.Urz.UE L nr 282/37 z dnia 28.10.2015.

Decyzja Rady określająca środki na rzecz stopniowego ustanowienia jednolitej reprezentacji strefy euro w Międzynarodowym Funduszu Walutowym (2015), wniosek nr 2015/0250 (NLE).

Dokończenie budowy europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej (2015), sprawozdanie Jean-Claude Junckera opracowane w ścisłej współpracy z Donaldem Tuskiem, Jeroenem Dijsselbloemem, Mario Draghim i Martinem Schulzem, Bruksela.

Dunin-Wąsowicz M. (red.), Darska A., Tchorek G. (2012), *Integracja europejska i nowy ład gospodarczy. Raport*, Scholar, Warszawa.

Dyrektywa nr 2006/48/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe, Dz.Urz.UE L 177 z 30.06.2006.

Dyrektywa nr 2006/49/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. w sprawie adekwatności kapitałowej firm inwestycyjnych i instytucji kredytowych, Dz.Urz.UE L 177 z 30.06.2006.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36 UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE, Dz.Urz.UE L 176 z 27.06.2013.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/49/UE z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie systemów gwarancji depozytów, Dz.Urz.UE L 173/49.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE z 15 maja 2014 r. ustanawiająca ramy na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych oraz zmieniająca dyrektywę Rady 82/891/EWG i dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2001/24/WE, 2002/47/WE, 2004/25/WE, 2007/36/WE, 2011/35/UE, 2012/30/UE i 2013/36/UE oraz rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1093/2010 i (UE) nr 648/2012, Dz.Urz. UE L nr 173/190.

Goodhart C. (2004), *Some New Directions for Financial Stability*, http://www.bis.org, dostęp: 22.01.2016.

Green Paper Building a Capital Markets Union (2015), COM (2015) 63 final, SWD (2015) 13 final, Komisja Europejska, Bruksela.

Grzeszczak R. (2010), *Federalizacja systemu Unii Europejskiej*, w: E. Piontek, K. Karasiewicz (red.), *Quo vadis Europo III?*, Urząd Komisji Integracji Europejskiej, Warszawa.

Jurkowska-Zeidler A. (2013), *Nowe organy i instytucje bezpieczeństwa rynku finansowego Unii Europejskiej*, w: C. Kosikowski (red.), *Przyszłość Unii Europejskiej w świetle jej ustroju walutowego i finansowego*, Temida2, Białystok.

Jurkowska-Zeidler A. (2016), *Prawo unii bankowej*, „Analiza natolińska", nr 1(77).

Komunikat Komisji do Parlamentu europejskiego, Rady oraz Europejskiego Banku Centralnego w sprawie działań na rzecz dokończenia budowy unii gospodarczej i walutowej (2015), COM (2015) 600 final, Bruksela.

Kranz J. (2007), *Tło prawne dyskusji nad reformą ustrojową Unii Europejskiej*, Towarzystwo Naukowe Societas Vistulana, Kraków – Warszawa.

Larosière de J. (2009), *The high-level group on financial supervision in the EU. Report*, Bruksela.

Mackiewicz A. (2010), *Metody weryfikacji stabilności fiskalnej – porównanie wartości*, „Bank i Kredyt", nr 41.

Mankiw N.G., Tylor M.P. (2009), *Makroekonomia*, PWE, Warszawa.

Matysek-Jędrych A. (2012), *Odpowiedzialność banków centralnych za stabilność systemu finansowego*, w: W. Jaworski, A. Szelągowska (red.), *Współczesna bankowość centralna*, CeDeWu, Warszawa.

Matysek-Jędrych A. (2014), *Odpowiedzialność i przejrzystość banku centralnego w działaniach na rzecz stabilności finansowej*, „Materiały i Studia", nr 303.

Nadolska A. (2015), *Stabilność finansowa jako naczelna zasada prawa rynku finansowego UE*, „Monitor Prawa Bankowego, nr 1(50).

Nadolska A. (2016), *Granice europeizacji regulacji i nadzoru nad rynkiem finansowym Unii Europejskiej*, „Zeszyty Prawnicze BAS", nr 1(49).

Panfil P. (2017), *Stabilność fiskalna państw Unii Europejskiej,* w: A. Drwiłło, A. Jurkowska-Zeidler (red.), *System prawnofinansowy Unii Europejskiej*, Wolters Kluwer, Warszawa.

Pączek-Jarmulska B. (2016), *Stabilność fiskalna – przegląd metod analizy*, „MF Working Paper Series", nr 23.

Przybylska-Kapuścińska W. (2012), *Problemy polityki pieniężnej banków centralnych w okresie kryzysu*, „Ekonomia i Prawo", nr 3.

Przybylska-Kapuścińska W. (2012), *Współczesna polityka pieniężna*, Difin, Warszawa.

Report on economic and monetary union In the European Community, Committee for the Study of Economic and Monetary Union (1989), Office for official publications of the European Communities, Luxemburg.

Rosati D. (2014), *Regulacje makroostrożnościowe a stabilność sektora bankowego*, „Bank i Kredyt", nr 45(4).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012, Dz.Urz.UE L 176 z 27.06.2013.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 806/2014 z dnia 15 lipca 2014 r. ustanawiające jednolite zasady i jednolitą procedurę restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji instytucji kredytowych i niektórych firm inwestycyjnych w ramach jednolitego mechanizmu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji oraz jednolitego funduszu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 1093/2010, Dz.Urz.UE L 225/1.

Rozporządzenie Rady (UE) nr 1024/2013 z 15 października 2013 r. powierzające Europejskiemu Bankowi Centralnemu szczególne zadania w odniesieniu do polityki związanej z nadzorem ostrożnościowym nad instytucjami kredytowymi, Dz.Urz.UE L nr 287/63.

Schwartz A. (1995), *Why financial stability depends on price stability*, „Economic Affairs", No. 4.

Smaga P. (2014), *Pomiar stabilności finansowej i rola banku centralnego*, „Bezpieczny Bank", nr 4(57).

Sprawozdanie Parlamentu Europejskiego z dnia 13 lutego 2017 r. w sprawie mechanizmu zdolności fiskalnej dla strefy euro (2015), 2015/2344(INI).

Strategia na rzecz inteligentnego i zrównoważonego rozwoju sprzyjającego włączeniu społecznemu (2010), COM (2010) 2020 final, Komunikat Komisji, EUROPA 2020, Bruksela.

Szczepańska O. (2008), *Stabilność finansowa jako cel banku centralnego. Studium teoretyczno-porównawcze*, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa.

Traktat Lizboński, Dz.Urz.UE C nr 326/01 z dnia 26.10.2012, wersja skonsolidowana.

Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, Dz.Urz.C 326 z dnia 26.10.2012.

Traktat o Unii Europejskiej z Maastricht, Dz.Urz.UE C nr 202/13 z dnia 7.06.2016, wersja skonsolidowana.

Vademecum dotyczące paktu na rzecz stabilności i wzrostu, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2013/op151_en.htm, dostęp: 6.05.2017.

W kierunku faktycznej unii gospodarczej i walutowej, dokument opracowany przez przewodniczącego Rady Europejskiej Hermana Van Rompuy'a w ścisłej współpracy z José Manuelem Barroso, Jean-Claude Juncker'em i Mario Draghim, www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/PL/ec/134201.pdf, dostęp: 22.04.2017.

Włodarczyk P. (2011), *Stabilność fiskalna – koncepcja teoretyczna i jej znaczenie praktyczne. Analiza na przykładzie państw Grupy Wyszehradzkiej w latach 1995–2009*, „Materiały i Studia", nr 256.

Wniosek Rozporządzenie PE i Rady zmieniające rozporządzenie (UE) nr 806/2014 w celu ustanowienia europejskiego systemu gwarantowania depozytów, COM(2015) 586 final, 2015/0270 (COD).

Wyrok Sądu z dnia 7 października 2015 r., sygn. akt T-79/13 (ECLI:EU:T:2015:756).

Wyrok TSUE C-370/12 z dnia 27 listopada 2012 r. w sprawie *Pringle* (ECLI:EU:C:2012:756).

Wyrok TSUE C-62/14 z dnia 16 czerwca 2015 r. w sprawie *Gauweiler* (EU:C:2015:7).

Zalecenie Rady z dnia 20 września 2016 r. w sprawie ustanowienia krajowych rad ds. produktywności (2016/C 349/01), Dz.Urz.UE C nr 349/1 z dnia 24.09.2016.

Streszczenie

Niniejszy artykuł stanowi zestawienie założeń, jakie legły u podstaw tworzenia rzeczywistej Unii Gospodarczej i Walutowej, z tym, co osiągnięto do tej pory. W Unii Europejskiej w dalszym ciągu brakuje bowiem jednolitej i kompletnej wizji tworzenia unii gospodarczej, która w głównej mierze opiera się na wprowadzaniu wspólnych zasad i standardów. Dotychczasowe postępy w tym zakresie w zasadzie dotyczą jedynie budowania instytucjonalnych mechanizmów, które jednak bez wypracowania jednolitych ram prawnych nie spełnią przypisanej im funkcji. Aby stabilność *sensu largo* była możliwa do osiągnięcia i utrzymania w dłuższej perspektywie, regulowanie i instytucjonalizowanie Unii Europejskiej musi następować jednocześnie we wszystkich czterech kluczowych obszarach, tj. w zakresie polityki finansowej, fiskalnej i gospodarczej, z którymi sprzężone

zostały zakresy demokratycznej legitymizacji i odpowiedzialności za podejmowane decyzje. Z tych względów artykuł został podzielony na cztery części, gdzie pierwsza odnosi się do założeń planu działania na rzecz budowania faktycznej unii gospodarczej i walutowej z 2012 r., druga i trzecia definiuje kluczowe pojęcia faktycznej UGW (tj. stabilność finansową, stabilność cen i stabilność fiskalną oraz harmonizację, unifikację i federalizację prawa), zaś czwarta stanowi podsumowanie postępów w budowaniu prawdziwej Unii Gospodarczej i Walutowej, obejmujące m.in. charakterystykę ustanowionych już zintegrowanych ram prawnych oraz przybliża założenia w tej dziedzinie na kolejne 8 lat.

Słowa kluczowe

faktyczna Unia Gospodarcza i Walutowa, zintegrowane ramy prawne, unia rynków finansowych, zintegrowane ramy polityki finansowej, budżetowej i gospodarczej, unia gospodarcza

Genuine Economic and Monetary Union — where is European (dis)integration through law headed? (Summary)

This article aims to juxtapose assumptions underlying the creation of the genuine Economic and Monetary Union with what has been accomplished so far. European Union still lacks a unified and complete vision for achieving an economic union that is predominantly based on the introduction of common rules and standards. In principle, the progress made to date is limited to building institutional mechanisms. However, in view of a lack of an established unified legal framework, these mechanisms will fail to fulfil their prescribed function. In order for the stability *sensu largo* to be possible to achieve and maintain in the longer term, the regulation and institutionalisation of the European Union must take place concurrently in all four key areas, i.e. the financial, fiscal and economic policy, coupled with the scopes of democratic legitimacy and accountability for decision-making. Therefore, the article is divided into four parts: the first part concerns the assumptions of the 2012 action plan for achieving a genuine Economic and Monetary Union, the second and third part aim at defining the key notions of a genuine EMU (i.e. financial stability, price stability and fiscal stability, as well as harmonisation, unification and federalization of law), while the fourth part comprises a summary of progress made in the creation of a genuine Economic and Monetary Union, as well as describes the characteristics of the already integrated legal framework and provides a clarification of objectives in this respect for the next 8 years.

Keywords

genuine Economic and Monetary Union, integrated legal framework, financial markets union, integrated financial, budgetary and economic policy framework, economic union

Jolanta Iwin-Garzyńska*

Oblicze podatku dochodowego od przedsiębiorstw w Unii Europejskiej

Wstęp

Kryzys finansowy, który dotknął kraje Unii Europejskiej, uwidocznił problem systemów podatkowych obowiązujących w krajach unijnych. Problemy przedsiębiorstw wynikają ze zróżnicowanych wymogów naliczania podatku dochodowego od osób prawnych oraz braku możliwości konsolidacji wyniku finansowego dla potrzeb podatkowych. Z drugiej strony brak jednolitej bazy podatku dochodowego w UE skutkuje osłabieniem struktur unijnych w walce z przestępczością podatkową.

Na tym tle powstała koncepcja Wspólnej Jednolitej Podstawy Opodatkowania Osób Prawnych (CCCTB) [Council Directive on a Common Consolidated Corporate Tax Base, 2011]. Ma ona duże znaczenie dla kompleksowego reformowania prawa podatkowego w celu podnoszenia konkurencyjności unijnych przedsiębiorstw. Celem artykułu jest ukazanie nowego oblicza podatku dochodowego w Unii Europejskiej w nawiązaniu do teorii finansów przedsiębiorstwa. W opracowaniu wykorzystano metody badawcze krytycznej analizy norm prawnych oraz metodę badań ankietowych.

Ankiety rozesłano do 1000 polskich przedsiębiorstw opodatkowanych podatkiem dochodowym od osób prawnych. Przedsiębiorstwa wybrano losowo spośród wszystkich przedsiębiorstw w Polsce. Ankiety rozesłano także do 500 przedsiębiorstw w państwach Unii Europejskiej, głównie niemieckich, brytyjskich, francuskich, holenderskich, włoskich i czeskich. Na ankiety odpowiedziało ogółem 112 polskich przedsiębiorstw oraz 50 podmiotów zagranicznych. W badaniu ankietowym polskich przedsiębiorstw udział wzięły głównie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością. Jest to skutkiem tego, że spółki te są dominującą formą prowadzenia działalności gospodarczej wśród podmiotów posiadających osobowość prawną. Wśród respondentów dominowały firmy zatrudniające do 49 osób. Ankiety w firmach wypełniali przeważnie główni księgowi. Wśród badanych podmiotów dominowały te o długim stażu działalności, tj. powyżej 5 lat, a ponad 30% z nich istnieje ponad 10 lat. Analizując rodzaj prowadzonej

* Prof. dr hab., Katedra Finansów Przedsiębiorstwa i Podatków, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, ul. Mickiewicza 64, 71-101 Szczecin, jiwin@wneiz.pl

działalności, należy podkreślić, że większość stanowiły przedsiębiorstwa usługowe oraz handlowe. W odróżnieniu od podmiotów polskich wśród badanych przedsiębiorstw unijnych dominowały spółki akcyjne. Były to duże przedsiębiorstwa, a największy odsetek stanowiły firmy zatrudniające powyżej 250 osób. Ankiety wypełniali głównie dyrektorzy finansowi, czyli osoby odpowiedzialne za dział podatków. Rzeczą charakterystyczną dla podmiotów zagranicznych jest to, że w firmach tych oddzielana jest księgowość od podatków, a te nadzorowane są przez dyrektorów finansowych ze względu na ich bezpośredni wpływ płatności podatkowych na płynność podmiotu i jego sytuację finansową. Analizując rodzaj działalności badanych przedsiębiorstw, należy podkreślić, że dominowały wśród nich firmy usługowe, produkcyjne i handlowe[1].

1. Podatki w teorii finansów przedsiębiorstwa

Wszelkie zmiany obserwowane w nauce i teorii podatków dotyczą ich znaczenia i miejsca w praktyce finansów przedsiębiorstwa. Podatki zawsze będą powodować ryzyko w życiu przedsiębiorstw, co wynika z dużej zmienności i niepewności prawa podatkowego. Ponadto, będąc kategorią wpływającą na wartość kapitału, wywołują zaburzenia w pewności bytu firmy [Iwin-Garzyńska, 2010].

Podatek jest świadczeniem pieniężnym, więc każda zapłata podatku powoduje zmniejszenie zasobów, którymi przedsiębiorstwo dysponuje, czyli kapitału. Podatek jako ciężar, któremu w prawie nadano szczególną rangę, bezpośrednio oddziałuje na potencjał kapitałowy przedsiębiorstwa [Iwin-Garzyńska, 2010].

W definiowaniu istoty podatków w finansach przedsiębiorstwa można zauważyć błąd, który polega na niedostrzeganiu podmiotowości firmy, jej organizacji [Iwin-Garzyńska, 2011]. Podatek nie jest „tylko" ciężarem na rzecz państwa. Na tym tle ukazuje się waga koncepcji wspólnej bazy podatku dochodowego w Unii Europejskiej, której celem jest zniesienie przeszkód w funkcjonowaniu rynku wewnętrznego oraz ograniczenie przeszkód w działalności firm. Problemy przedsiębiorstw wynikają ze zróżnicowanych wymogów naliczania podatku dochodowego od osób prawnych oraz braku możliwości konsolidacji wyniku finansowego dla potrzeb podatkowych.

[1] Publikacja jest po części wynikiem badań zrealizowanych w ramach projektu badawczego MNiSW nr N N113 291337 pt. Potencjał podatkowy przedsiębiorstw polskich w kontekście idei ujednolicenia podstawy opodatkowania w podatku dochodowym od osób prawnych i harmonizacji prawa podatkowego w Unii Europejskiej, Kierownik projektu – prof. dr hab. Jolanta Iwin-Garzyńska, 2009–2013, a także badań statutowych Katedry Finansów Przedsiębiorstwa i Podatków Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego.

Przyjęcie wspólnej skonsolidowanej podstawy opodatkowania odbędzie się w formule fakultatywnej, co oznacza, że stanie się ona 27. systemem opodatkowania istniejącym we wspólnocie 26[2] systemów krajowych. Grupa firm lub pojedynczy podatnicy mieliby prawo wyboru reżimu podatkowego określonego w dyrektywie albo dalszego stosowania krajowego systemu podatku dochodowego. Projekt CCCTB stał się ważnym krokiem na drodze harmonizacji opodatkowania dochodu przedsiębiorstw, który zwiększając konkurencyjność zewnętrzną UE, ma jednocześnie ograniczyć szkodliwą konkurencję wewnętrzną[3].

W kontekście realizacji zasad opodatkowania podatkiem dochodowym, a w szczególności zasady spójności i przejrzystości systemu podatkowego, należy wskazać, że niezbędne jest, aby system ten był kompletny i spójny [Iwin-Garzyńska, 2012a, s. 89–90].

2. Podstawa opodatkowania podatkiem dochodowym

System podatku dochodowego od przedsiębiorstw oparty jest na powszechnej zasadzie, że wartość podatku, który zobowiązany jest zapłacić przedsiębiorca, zależy od podstawy opodatkowania i stawki podatku. Dochód podatkowy stanowi nadwyżka sumy przychodów nad kosztami ich uzyskania osiągnięta w roku podatkowym. Jeżeli koszty uzyskania przychodów przekraczają sumę przychodów, różnica jest stratą. W określonych sytuacjach podstawę opodatkowania stanowi przychód bez uwzględniania kosztów jego uzyskania.

W unijnej koncepcji CCCTB określono, że podstawę opodatkowania oblicza się, pomniejszając przychody o przychody zwolnione z opodatkowania, koszty podlegające odliczeniu oraz inne pozycje podlegające odliczeniu. Obok tej definicji zaproponowano normatywne ujęcie szczegółowych zasad jej ustalania. Zapisano, że dochód oblicza się według następujących zasad generalnych:

1) zasady memoriału;
2) zasady realizacji (zyski i straty rozpoznaje się tylko w chwili realizacji);
3) zasady indywidualnej wyceny (transakcje i zdarzenia podatkowe wycenia się indywidualnie);
4) zasady spójności (obliczanie dochodu prowadzi się według jednolitych zasad, chyba że wyjątkowe okoliczności uzasadniają zmianę).

W projekcie dyrektywy zdefiniowano pojęcia przychodów, zysku i straty. Pod pojęciem „przychody" określono przychody ze sprzedaży oraz z wszelkich innych transakcji, bez podatku od wartości dodanej oraz innych podatków i należności pobranych w imieniu organów rządowych,

[2] Po wystąpieniu ze struktur Unii Europejskiej Wielkiej Brytanii.
[3] O konkurencji podatkowej pisze m.in. L. Orędziak [2007].

w formie pieniężnej lub niepieniężnej, w tym dochody ze zbycia aktywów i praw, odsetki, dywidendy oraz inne wypłaty zysku, przychody z likwidacji, należności licencyjne, dotacje i subwencje, otrzymane darowizny, odszkodowania i dobrowolne płatności. Przychody obejmują również niepieniężne darowizny dokonane przez podatnika. Przychody nie obejmują kapitału pozyskanego przez podatnika ani zadłużenia spłaconego podatnikowi.

Lista zwolnień z opodatkowania podatkiem dochodowym zawarta w projekcie dyrektywy jest stosunkowo krótka. W art. 11 Przychody zwolnione z opodatkowania zapisano:

„Zwalnia się od podatku od osób prawnych:

1) dotacje bezpośrednio związane z nabyciem, wytworzeniem lub ulepszeniem aktywów trwałych podlegających amortyzacji zgodnie z art. 32–42;
2) przychody ze zbycia pakietu aktywów, o którym mowa w art. 39 ust. 2, w tym wartość rynkową darowizn niepieniężnych;
3) otrzymane zyski podzielone;
4) przychody ze zbycia udziałów (akcji);
5) dochody zakładu w państwie trzecim".

Prowadząc badania dotyczące wspólnej podstawy opodatkowania i jej znaczenia dla przedsiębiorstw polskich i unijnych, zadano pytanie o znaczenie dla przedsiębiorstw przychodów niebędących przychodami podatkowymi (tab. 1).

Tablica 1. Znaczenie dla przedsiębiorstw polskich przychodów niebędących przychodami podatkowymi (0 – nieznaczące; 5 – znaczenie duże)

	0	1	2	3	4	5	Brak odpowiedzi	Razem
Przychody z gospodarki leśnej i działalności rolniczej	92,86%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,57%	3,57%	100,00%
Naliczone, lecz nieotrzymane odsetki od należności, lokat bankowych itd.	66,07%	16,07%	7,14%	3,57%	1,79%	1,79%	3,57%	100,00%
Dodatnie różnice kursowe ustalone na dzień bilansowy, lecz niezrealizowane	69,64%	8,92%	5,36%	1,79%	5,36%	5,36%	3,57%	100,00%
Dywidendy i inne przychody z tytułu udziału w zyskach osób prawnych	80,36%	1,79%	3,57%	8,92%	0,00%	1,79%	3,57%	100,00%

	0	1	2	3	4	5	Brak odpowiedzi	Razem
Zwrócone podatki, opłaty i wydatki niezaliczone do KUP	69,64%	17,85%	5,36%	1,79%	1,79%	0,00%	3,57%	100,00%
Otrzymane odsetki od nadpłaconego podatku	82,15%	8,92%	5,36%	0,00%	0,00%	0,00%	3,57%	100,00%
Dotacje, subwencje, dopłaty otrzymane na pokrycie kosztów albo jako zwrot wydatków	87,50%	7,14%	1,79%	0,00%	0,00%	0,00%	3,57%	100,00%
Dochody uzyskane od rządów państw obcych pochodzące ze środków bezzwrotnej pomocy	92,85%	1,79%	0,00%	0,00%	1,79%	0,00%	3,57%	100,00%
Dochody uzyskane z działalności gospodarczej prowadzonej na terenie SSE	94,64%	1,79%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,57%	100,00%
Przychody z nieruchomości udostępnionej nieodpłatnie	94,64%	1,79%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,57%	100,00%
Przychody ustalone w drodze decyzji naczelnika US	94,64%	1,79%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,57%	100,00%

Źródło: Obliczenia własne na podstawie badań ankietowych.

Z danych zawartych w tablicy 1 wynika nieistotność wartości przychodów niestanowiących przychodów podatkowych. Może to wynikać z faktu, że wiele tych zwolnień ma charakter szczególny i dotyczy specyficznych przedsiębiorstw, np. w zakresie produkcji rolnej i leśnej, działalności na terenach SSE. W ogólnej grupie badanych przedsiębiorstw tych podmiotów było stosunkowo mało.

Zgodnie z zapisami art. 12 projektu dyrektywy za „koszty uzyskania przychodu uznaje się wszelkie koszty poniesione przez podatnika w celach gospodarczych związane z osiągnięciem, zachowaniem lub zabezpieczeniem przychodu, w tym koszty badań naukowych i prac rozwojowych oraz koszty podwyższenia kapitału lub zadłużenia w celach gospodarczych". Wynika stąd, że podlegające odliczeniu koszty związane z prowadzeniem

działalności gospodarczej powinny standardowo obejmować wszystkie koszty związane ze sprzedażą oraz koszty związane z osiągnięciem, zachowaniem i zabezpieczeniem dochodu. Możliwością odliczenia objęto także koszty działalności badawczo-rozwojowej oraz koszty poniesione w celu pozyskania kapitału własnego lub obcego na potrzeby prowadzonej działalności gospodarczej.

W analizie kosztu uzyskania przychodu w koncepcji CCCTB niezwykle ważna jest kategoria związku przyczynowo-skutkowego między przychodem podatkowym i kosztem jego pozyskania. W projekcie dyrektywy zapisano, że kosztami uzyskania przychodu są „koszty poniesione przez podatnika w celach gospodarczych, związane z osiągnięciem, zachowaniem lub zabezpieczeniem przychodu". Warunek ten, określany mianem „testu celu gospodarczego", jest wieloznaczny [*Wspólna korporacyjna podstawa*…, 2011] i nieprecyzyjny. Jak wskazano wcześniej, zapis w polskiej ustawie nakazuje indywidualne podejście do każdego poniesionego przez przedsiębiorstwo kosztu, a szczególnie gdy dotyczy tzw. kosztów pośrednich związanych z zachowaniem źródła przychodu. Jednak nawet dokładna analiza nie niweluje ryzyka podatkowego wynikającego z tego, że ocena dokonana przez organ podatkowy może być różna od subiektywnej oceny podatnika[4]. Z faktu, że zapis jest nieprecyzyjny może wynikać, że ocena kosztu poniesionego przez przedsiębiorstwo będzie w efekcie także dokonywana przez sąd, gdyż ustalenie „celowości gospodarczej" poniesionego wydatku może być trudne i niejednoznaczne. Jednak należy podkreślić, iż w projekcie dyrektywy zawarto zapis, że za „koszty uzyskania przychodu uznaje się wszelkie koszty poniesione przez podatnika w celach gospodarczych".

W art. 14 projektu wymieniono koszty niepodlegające odliczeniu. Zaliczono do nich m.in.:

1) zyski podzielone oraz spłaty kapitału własnego lub obcego;
2) 50% kosztów reprezentacji;
3) przeniesienie zysków zatrzymanych na pozostałe kapitały stanowiące część kapitału własnego;
4) podatek od osób prawnych;
5) łapówki;
6) grzywny i kary płatne na rzecz organu publicznego z tytułu naruszenia jakichkolwiek przepisów;
7) koszty poniesione przez przedsiębiorstwo w celu osiągnięcia dochodu zwolnionego z opodatkowania na podstawie art. 11; wysokość takich

[4] W jednym z wyroków Naczelny Sąd Administracyjny stwierdził: „Aby zaliczyć wydatek do kosztów uzyskania przychodu nie wystarczy nadzieja, że taki przychód zostanie kiedyś osiągnięty. Każdy działający profesjonalnie przedsiębiorca musi bowiem analizować podejmowane operacje, a nie jedynie mieć nadzieję, że okażą się one korzystne" [wyrok NSA, 2004].

kosztów ustala się ryczałtowo na poziomie 5% takiego dochodu, chyba że podatnik jest w stanie wykazać, że poniósł niższe koszty.

Tablica 2. Znaczenie dla przedsiębiorstw polskich kosztów niestanowiących kosztów uzyskania przychodu w podatku dochodowym (0 – nieznaczące; 5 – znaczenie duże)

	0	1	2	3	4	5	Brak odpowiedzi	Razem
Wydatki na nabycie gruntów lub prawa wieczystego użytkowania gruntów	66,07%	10,71%	8,93%	1,79%	0,00%	8,93%	3,57%	100,00%
Koszty z tytułu zużycia samochodu osobowego w części ustalonej od wartości samochodu przewyższającej równowartość 20 000 euro	60,72%	12,50%	8,93%	7,14%	3,57%	3,57%	3,57%	100,00%
Wydatki na spłatę pożyczek (kredytów) z wyjątkiem skapitalizowanych odsetek od tych pożyczek (kredytów)	46,43%	21,42%	8,93%	8,93%	1,79%	7,14%	5,36%	100,00%
Naliczone, lecz niezapłacone albo umorzone odsetki od zobowiązań, w tym również od pożyczek	62,50%	16,06%	1,79%	3,57%	8,93%	1,79%	5,36%	100,00%
Odsetki, prowizje i różnice kursowe od pożyczek (kredytów) zwiększające koszty inwestycji w okresie ich realizacji	73,22%	7,14%	3,57%	1,79%	3,57%	7,14%	3,57%	100,00%
Koszty egzekucyjne związane z niewykonaniem zobowiązań	75,00%	14,29%	3,57%	0,00%	3,57%	0,00%	3,57%	100,00%
Grzywny i kary pieniężne	76,78%	10,71%	5,36%	1,79%	1,79%	0,00%	3,57%	100,00%
Wierzytelności odpisane jako przedawnione	58,93%	19,64%	3,57%	0,00%	3,57%	1,79%	12,50%	100,00%

	0	1	2	3	4	5	Brak odpowiedzi	Razem
Odsetki za zwłokę z tytułu nieterminowych wpłat budżetowych i innych	55,36%	32,14%	5,36%	3,57%	0,00%	0,00%	3,57%	100,00%
Rezerwy utworzone zgodnie z zapisami ustawy o rachunkowości	62,50%	7,14%	10,71%	3,57%	5,36%	1,79%	8,93%	100,00%
Koszty reprezentacji	55,36%	32,14%	5,36%	3,57%	0,00%	0,00%	3,57%	100,00%
Odpisy amortyzacyjne naliczane dla celów podatkowych szybciej niż dla celów rachunkowych	62,50%	7,14%	10,71%	3,57%	5,36%	1,79%	8,93%	100,00%
Odsetki od pożyczek udzielonych przez udziałowców	44,64%	25,00%	16,07%	1,79%	3,57%	3,57%	5,36%	100,00%
Aktualizacja wyceny składników majątkowych w księgach rachunkowych	71,42%	1,79%	12,50%	5,36%	3,57%	1,79%	3,57%	100,00%

Źródło: Obliczenia własne na podstawie badań ankietowych.

Dla przedsiębiorstw polskich koszty nieuznawane za koszty uzyskania przychodu w podatku dochodowym nie mają dużego znaczenia. Najmniejsze znaczenie mają grzywny i kary pieniężne, koszty egzekucyjne oraz koszty odsetek, prowizji i różnic kursowych od pożyczek. Natomiast koszty odsetek od pożyczek udzielonych przez udziałowców już mają większe znaczenie dla podatników.

3. Finanse przedsiębiorstwa, struktura kapitału a koncepcja CCCTB

Problematyka podatku dochodowego w finansach przedsiębiorstwa jest bardzo obszerna. W tym miejscu poruszone zostaną zasadnicze zagadnienia dotyczące rozwiązań podatkowych z zakresu koncepcji CCCTB w kontekście teorii finansów przedsiębiorstwa.

W badaniu struktury kapitału i jej wpływu na wartość przedsiębiorstwa przełomem było zaangażowanie się w tę problematykę Franco Modiglianiego oraz Mertona H. Millera, którzy w 1958 r. opublikowali artykuł

zatytułowany *Koszt kapitału, finanse przedsiębiorstwa i teoria inwestycji* [Modigliani, Miller, 1958]. Artykuł ten zapoczątkował cykl publikacji dotyczących tego zagadnienia, otworzył wieloletnią, trwającą do dziś dyskusję na temat konsekwencji dla finansów przedsiębiorstw i wartości firmy wynikających z przyjętej struktury kapitału. Z teorii MM wynika, że w świecie bez podatków zarówno wartość firmy, jak i jej WACC nie zależą od struktury kapitału.

W 1963 r. Modigliani i Miller opublikowali artykuł będący korektą teorii nieistotności struktury kapitału [Modigliani, Miller, 1963]. Poruszyli w nim problem pozostający w centrum zainteresowania finansów przedsiębiorstwa. Problemem tym jest określenie roli podatków w kształtowaniu polityki finansowej przedsiębiorstwa [Ashton, 1991]. Autorzy przedstawili skorygowany wpływ struktury kapitału na wartość firmy przy występowaniu podatku dochodowego od przedsiębiorstwa, twierdząc, że w tych warunkach istnieje optymalny poziom finansowania przedsiębiorstwa kapitałem obcym, czyli optymalna struktura kapitału. Kluczem do analizy było uwzględnienie zróżnicowania opodatkowania (asymetria podatkowa) dochodów akcjonariuszy i wierzycieli na szczeblu przedsiębiorstwa [Martin i inni, 1988]. Koszty odsetek od kapitału obcego pomniejszają podstawę wymiaru podatku dochodowego, a dywidendy i zyski zatrzymane nie pomniejszają jej [Schall, Haley, 1991]. Wobec tego przy wykorzystywaniu kapitałów obcych pojawia się odsetkowa tarcza podatkowa. W sytuacji kiedy odsetki są odejmowane od podstawy wymiaru podatku dochodowego firmy, wartość jednostki gospodarczej korzystającej z finansowania długiem przewyższy wartość firmy, która nie wykorzystuje kapitału obcego o skapitalizowaną wartość tarczy podatkowej.

Wprowadzając system podatkowy umożliwiający pomniejszanie podstawy wymiaru podatku o koszty finansowe w postaci odsetek od długu, Modigliani i Miller udowodnili, że tańszy kapitał obcy (na skutek działania odsetkowej tarczy podatkowej) wpływa na wzrost wartości firmy ogółem. Jednocześnie po raz pierwszy uwypuklili wagę podatków w polityce finansowej przedsiębiorstwa, której celem jest wzrost wartości firmy.

Teoria Modiglianiego i Millera z 1963 r. miała ogromne znaczenie dla uwypuklenia roli podatków w finansach przedsiębiorstw. Udowodnili oni, że można kształtować strukturę kapitału i wartość firmy poprzez politykę podatkową. Warto podkreślić, że ten aspekt podatków jest także dziś mało dostrzegany przez zarządzających podatkami w przedsiębiorstwach. Obecnie nader często podatki traktowane są jako ciężar fiskalny, a nie jako przepływ, którym można sterować, wpływając efektywnie na wartość przedsiębiorstwa. W odniesieniu do koncepcji CCCTB teoria ta niewątpliwie uzasadnia wprowadzenie jednego systemu opodatkowania

przedsiębiorstw w Unii Europejskiej, tak aby wszystkie podmioty miały równe szanse kształtowania swej wartości przez wykorzystanie polityki podatkowej.

Z analizy przedstawionych teorii wynika duże znaczenie długu i podatkowej tarczy odsetkowej w kształtowaniu optymalnej struktury kapitału przedsiębiorstwa. Stąd waga rozwiązań systemowych dotyczących skutków podatkowych finansowania firmy długiem. Rozwiązania, które mogą wpływać na wielkość i strukturę kapitałów firmy, zawarto w projekcie dyrektywy CCCTB. Przyjęcie w praktyce prostego założenia, że odsetki zmniejszają koszt długu na skutek zaliczenia ich do kosztów uzyskania przychodu w podatku dochodowym byłoby dużym uproszczeniem.

Zgodnie z zapisami ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych nie uważa się za koszty uzyskania przychodów wydatków na spłatę pożyczek (kredytów), z wyjątkiem skapitalizowanych odsetek od tych pożyczek (kredytów). Oznacza to, że odsetki mogą być uznane za koszty uzyskania przychodów z chwilą ich kapitalizacji. W znaczeniu prawnym w przypadku stosunku zobowiązaniowego zapłata jest jedną z form spełnienia świadczenia przez dłużnika, która prowadzi do umorzenia zobowiązania [Iwin-Garzyńska, 2012b].

Zasady ogólne przepisów ustawy nie przewidują innej możliwości rozliczenia wydatków z tytułu odsetek niż bezpośrednie zaliczenie do kosztów uzyskania przychodów, poza wyraźnie wskazanymi wyjątkami (np. odsetki naliczone do dnia przekazania środka trwałego do używania podlegają kapitalizacji do jego wartości początkowej i są efektywnie rozpoznawane jako koszt uzyskania przychodu poprzez odpisy amortyzacyjne)[5]. Także zgodnie z zapisami ustawy nie uważa się za koszty uzyskania przychodów „naliczonych, lecz nie zapłaconych albo umorzonych odsetek od zobowiązań, w tym również od pożyczek (kredytów)" [ustawa, 1992, art. 16 ust. 1 pkt 11].

Kolejnym kosztem związanym z zaciąganiem długu przez przedsiębiorstwo są prowizje i opłaty. Co do zasady prowizja z tytułu pożyczek jest to wydatek niesłużący bezpośrednio celom, na jakie została zaciągnięta pożyczka, ale umożliwiający uzyskanie źródła finansowania.

[5] Podobne stanowisko w zakresie określenia momentu potrącalności odsetek prezentuje także Ministerstwo Finansów, np. w interpretacji indywidualnej Dyrektora Izby Skarbowej w Warszawie z 8 kwietnia 2009 r. [interpretacja, 2009].

Tablica 3. Znaczenie kosztów podatkowych związanych z wykorzystaniem długu dla przedsiębiorstw polskich (0 – nieistotne, 5 – istotne)

	0	1	2	3	4	5	Brak odpowiedzi	Razem
Wydatki na spłatę pożyczek (kredytów) z wyjątkiem skapitalizowanych odsetek od tych pożyczek (kredytów)	46,4%	21,4%	8,9%	8,9%	1,8%	7,2%	5,4%	100%
Naliczone, lecz niezapłacone albo umorzone odsetki od zobowiązań, w tym również od pożyczek (kredytów)	62,5%	16,1%	1,8%	3,5%	8,9%	1,8%	5,4%	100%
Odsetki, prowizje i różnice kursowe od pożyczek (kredytów) zwiększające koszty inwestycji w okresie ich realizacji	73,2%	7,1%	3,6%	1,8%	3,6%	7,1%	3,6%	100%
Odsetki od pożyczek udzielonych przez udziałowców	80,4%	1,8%	5,3%	1,8%	1,8%	5,3%	3,6%	100%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań ankietowych.

Dla przedsiębiorstw polskich rozwiązania podatkowe dotyczące zaliczania do kosztów uzyskania przychodu w podatku dochodowym kosztów będących następstwem pozyskania długu nie są istotne. Ponad 45% ankietowanych wskazało, że nieważny jest fakt, iż wydatki na spłatę pożyczek (kredytów) nie stanowią kosztów uzyskania przychodu, a jedynie dla ponad 7% jest to znaczące ograniczenie. Nie stanowi także problemu niemożność pomniejszenia podstawy opodatkowania o naliczone, lecz niezapłacone lub skapitalizowane odsetki. W jeszcze większym stopniu nieistotne są odsetki i prowizje zapłacone w trakcie realizacji inwestycji rzeczowych i stanowiące ich wartość początkową oraz odsetki od pożyczek udzielanych przez udziałowców. Dowodzi to faktu, że przedsiębiorcy polscy nie dostrzegają wagi kosztów podatkowych długu jako zmniejszających efektywny koszt pozyskania kapitału obcego w postaci kredytów czy pożyczek. Nie stanowi także problemu fakt, że odsetki od długu można zaliczyć do kosztów uzyskania przychodu tylko wtedy, gdy zostały zapłacone lub skapitalizowane. Na tym tle można wskazać, że propozycje

Komisji Europejskiej mogłyby być w tym zakresie akceptowane przez przedsiębiorstwa polskie [Iwin-Garzyńska, 2012c].

W koncepcji nie odniesiono się precyzyjnie do kosztów odsetek jako kosztu uzyskania przychodu. Z ogólnej definicji kosztów wynika [Council Directive on a Common Consolidated Corporate Tax Base, 2011, art. 12, s. 23], że wszelkie koszty poniesione przez przedsiębiorstwo w związku z pozyskaniem i obsługą długu będą stanowić koszty podatkowe. Nie będzie stanowić kosztu uzyskania przychodu spłata zaciągniętych długów (np. kapitału kredytowego). Jest to rozwiązanie tożsame z tym obowiązującym w ustawie o podatku dochodowym od osób prawnych.

W analizie kosztów podatkowych długu według koncepcji CCCTB szczególnie ważna jest przyjęta w rozwiązaniach zasada memoriału. Według zapisów polskiej ustawy odsetki są zaliczane do kosztów uzyskania przychodu według zasady kasowej. Zasada memoriału stosowana jest także w MSR/MSSF. Można stąd wnioskować, że koszty odsetkowe pomniejszałyby podstawę opodatkowania w momencie ich naliczenia, a nie faktycznej zapłaty. Jest to rozwiązanie korzystne dla przedsiębiorstw, przybliżające zasady podatkowe do rozwiązań rachunkowych.

Zakończenie

System podatku dochodowego w Unii Europejskiej wymaga ujednolicenia, aby stać się konkurencyjnym wobec Chin, Rosji, Stanów Zjednoczonych itd. Obecnie państwa Unii nie stanowią jednego organizmu podatku dochodowego. Celem winno być ujednolicenie systemu podatku dochodowego od przedsiębiorstw, aby wszystkie firmy miały porównywalne warunki pracy, a na zewnątrz Unii stanowiły jeden organizm. Zgodnie z ideą koncepcji CCCTB ujednoliceniu będzie podlegać baza podatku.

Z przeprowadzonych badań wynika, że dla polskich i unijnych przedsiębiorstw proponowana koncepcja może być korzystna. Dostrzegają oni korzyści wynikające z planowanych rozwiązań. Wśród firm panuje jednak powszechna niechęć do mówienia o podatkach w sposób rzeczowy. Niechęć ta może być skutkiem braku zaufania do otwierania dokumentacji podatkowej przed osobami zewnątrz, nawet dla badań naukowych. Jest to ogromna szkoda dla nauki finansów, finansów przedsiębiorstwa, prawa, a także jakości stanowionego prawa. Przeprowadzone badania ankietowe pozwalają rozpoznać ogólny pogląd przedsiębiorstw polskich na kategorie przychodów i kosztów w podatku dochodowym.

Literatura

A Common Consolidated EU Corporate Tax Base (2004), Commission Non-Paper to informal Ecofin Council.

Ashton D.J. (1991), *Corporate Financial Policy: American Analytics and U.K. Taxation*, „Journal of Business Finance and Accounting", Vol. 18, No. 4.

Council Directive on a Common Consolidated Corporate Tax Base (CCCTB); Brussels, COM(2011) 121/4, 2011/0058 (CNS) {SEC(2011) 315}{SEC(2011) 316}.

Interpretacja indywidualna Dyrektora Izby Skarbowej w Warszawie z 8 kwietnia 2009 r., sygn. IPPB3/423- 28/09-2/ER.

Iwin-Garzyńska J. (2004), *Empirical Verification of Depreciation Tax Shield Theory in Conditions of Polish Economy in Transformation*, „Ekonomia", nr 15.

Iwin-Garzyńska J. (2010), *Szkice o kapitale i podatkach w istocie nauki finansów przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa.

Iwin-Garzyńska J. (2011), *Kapitał i podatki w nauce finansów przedsiębiorstw*, „Finanse", nr 4.

Iwin-Garzyńska J. (2012a), *Opodatkowanie kosztu długu przedsiębiorstw a koncepcja Wspólnej Skonsolidowanej Korporacyjnej Podstawy Opodatkowania*, w: T. Famulska, A. Walasiak (red.), *Finanse w niestabilnym otoczeniu – dylematy i wyzwania. Finanse przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice.

Iwin-Garzyńska J. (2012b), *Wspólna Skonsolidowana Korporacyjna Podstawa Opodatkowania szansą dla przedsiębiorstw polskich*, Roczniki Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Toruniu, Wyższa Szkoła Bankowa w Toruniu, Toruń.

Iwin-Garzyńska J. (2012c), *Wspólna Skonsolidowana Korporacyjna Podstawa Opodatkowania szansą rozwoju regionu*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Ekonomiczne Problemy Usług", nr 63, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.

Litwińczuk H. (red.) (2011), *Wspólna korporacyjna podstawa opodatkowania w UE a opodatkowanie dochodu spółek w Polsce*, Oficyna Prawa Polskiego, Wydawnictwo Wiedza i Praktyka, Warszawa.

Martin J.D., Cox S.H., McMinn R.D. (1988), *The Theory of Finance. Evidence and Applications*, The Dryden Press, Chicago.

Modigliani F., Miller M.H. (1963), *Corporate Income, Taxes and the Cost of Capital. A Correction*, „American Economic Review", Vol. 53, No. 3.

Modigliani F., Miller M.H. (1958), *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, „American Economic Review", Vol. 48, No. 3.

Orędziak L. (2007), *Konkurencja podatkowa i harmonizacja podatków w ramach Unii Europejskiej*, Wyd. WSHiP Elipsa, Warszawa.

Schall L.D., Haley Ch.W. (1991), *Introduction to Financial Management*, McGraw-Hill International Editions, New York.

Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych, t.j. Dz.U. z 2017 r. poz. 2343.

Wyrok NSA z 2 grudnia 2004 r., FSK 1215/04, „Rzeczpospolita" z dnia 3.12.2004.

Streszczenie

Jednym z podstawowych celów prawa wspólnotowego jest zniesienie przeszkód w funkcjonowaniu rynku wewnętrznego, a w szczególności podniesienie konkurencyjności przedsiębiorstw. Celem publikacji jest ukazanie problemu

ujednolicenia podstawy opodatkowania w teorii finansów przedsiębiorstwa i wskazanie na jej znaczenie dla przedsiębiorstw polskich. W opracowaniu przedstawiono istotę podatku w finansach przedsiębiorstwa. Dokonano analizy przychodów podatkowych oraz kosztów podatkowych, ze szczególnym uwzględnieniem przychodów niestanowiących przychodów podatkowych i wydatków nieuznawanych za koszty uzyskania przychodów. Zaprezentowane badania mają charakter wstępu do gruntownych badań nad problemem ujednolicenia podatków dochodowych w Unii Europejskiej. Przedstawione treści odniesiono do fundamentalnych teorii finansów przedsiębiorstwa – teorii struktury kapitału.

Słowa kluczowe
podatek dochodowy, baza podatkowa, finanse przedsiębiorstw

Introduction to research in to harmonize of the tax base in the European Union (Summary)

One of the main objectives to be accomplished by the European Union law is to eliminate barriers to the functioning of domestic market and in particular improve the competitiveness of enterprises. The paper addresses issues relating to tax in corporate finance. Canons of taxation are discussed and special emphasis is placed on principles behind formulating fiscal law provisions (including the EU law). Furthermore, the article presents the results of surveys into the importance of taxation cannons for Polish companies.

Keywords
income tax, tax base, corporate finance

Rafał Cieślik*

Trwałość zysku spółek rentownych i jego przydatność dla prognozowania cen akcji na przykładzie GPW w Warszawie

Wstęp

Problematyka użyteczności decyzyjnej informacji zawartych w sprawozdaniach finansowych dla rynku kapitałowego była przedmiotem rozważań wielu opracowań teoretycznych i empirycznych. Zależność ta określana jest w literaturze przedmiotu terminem *value relevance of accounting numbers*, a prowadzone w tym zakresie badania koncentrują się szczególnie na ocenie, czy i w jakim stopniu analizowana informacja sprawozdawcza wpływa na proces decyzyjny. Jeżeli informacja jest istotna, to inwestorzy dostosowują swoje decyzje do jej zachowania, a rynek reaguje na jej upublicznienie poprzez zmianę ceny akcji.

Opisując relacje pomiędzy wielkościami ekonomicznymi prezentowanymi w sprawozdawczości finansowej a ceną rynkową akcji lub stopą zwrotu z akcji, często wykorzystuje się podstawowy model wyceny, w którym cena akcji (wartość przedsiębiorstwa) odzwierciedla przyszłe zdyskontowane przepływy pieniężne. Ponieważ jednak informacje o przyszłych przepływach pieniężnych nie są prezentowane w raportach finansowych spółek giełdowych, powszechne zainteresowanie inwestorów budzi kategoria zysku [Kothari, Zimmerman, 1995]. Wynika to z faktu, że zysk bieżący, co zresztą stwierdzają wprost Międzynarodowe Standardy Rachunkowości, zawiera informacje w zakresie oczekiwanych przyszłych przepływów pieniężnych [Watts, Zimmerman, 1986; Kormendi, Lipe, 1987; Ohlson, 1991]. Stąd w sposób naturalny wynik finansowy stał się podstawową kategorią księgową wykorzystaną w modelu regresji jako zmienna objaśniająca zmianę ceny akcji (stopy zwrotu).

Problematyka użyteczności decyzyjnej zysku dla rynku kapitałowego była przedmiotem wielu badań teoretycznych i empirycznych [Dechow i inni, 2014], a wyniki z nich płynące nie są jednoznaczne. R. Ball i P. Brown [1968] na podstawie prostego modelu wykazali istnienie pozytywnej zależność pomiędzy stopą zwrotu z akcji a zyskiem, ale już w bardziej współczesnym opracowaniu B. Lev [1989] wyprowadził wniosek, że zysk jedynie

* Dr, Katedra Finansów i Rachunkowości, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, ul. Szturmowa 1/3, 02-678 Warszawa, rcieslik@wz.uw.edu.pl

w 10–15% wyjaśnia zmiany cen akcji. Dodatkowo siła zysku jako zmiennej wyjaśniającej cenę akcji istotnie różni się w czasie. Podobnie D. Collins i inni [1997] wskazali, że w trakcie ostatnich czterdziestu lat użyteczność decyzyjna zysku spadła, wzrosła zaś użyteczność decyzyjna wartości księgowej. Inni badacze próbowali określić przyczyny takiego stanu rzeczy, wskazując m.in. na:

- niedopasowanie modelu [np. Easton, Harris, 1991; Shroff, 2002],
- irracjonalność podejmowania przez inwestorów decyzji,
- jakość danych sprawozdawczych „jakość zysku" [np. Penman, Zhang, 2002; Chan i inni, 2004; Dechow, Dichev, 2002].

O ile dwa pierwsze obszary są stosunkowo dobrze opisane i przebadane, także w warunkach polskich [np. Gajdka, Pietraszewski, 2015; Żurawik, 2012; Majewski, Doszyń, 2013], to problematyka wpływu jakości zysku na użyteczność informacji sprawozdawczych dla procesu prognozowania stopy zwrotu z akcji jest w opracowaniach krajowych zagadnieniem nowym.

Termin „jakość zysku" nie jest jeszcze powszechnie używanym, szczególnie w polskiej literaturze, określeniem wskazującym na pewne ważne i pożądane cechy tej kategorii. Jednakże nie jest pojęciem nowym. Zarówno w opracowaniach naukowych, jak i w literaturze anglosaskiej kontekst jakości zysku z reguły utożsamiany jest z pojęciem *earnings quality*, chociaż jak dotąd nie została sformułowana jednoznaczna i ogólnie akceptowalna jego definicja. Problem związany z jednoznaczną egzegezą tego terminu wynika zarówno z celu, jak i normatywnych aspektów funkcjonowania systemu rachunkowości w różnych państwach i różnych przedsiębiorstwach. Istotnym czynnikiem stanowiącym trudność definiowania tego pojęcia jest także szeroki krąg użytkowników informacji finansowych, a co za tym idzie – formułowanie przez nich różnych oczekiwań w zakresie cech jakościowych, jakimi powinien charakteryzować się zysk. W praktyce jakość zysku może być mierzona w oparciu o szereg czynników. Czynniki te w literaturze przedmiotu są określane jako „atrybuty zysku" i są najczęściej klasyfikowane w ramach dwóch grup, tj. atrybutów księgowych (*accounting-based attributes*) i atrybutów rynkowych (*market-based attributes*).

W niniejszym badaniu jakość zysku jest definiowana jako zdolność zysku do utrzymania bieżącego poziomu w przyszłości [Francis i inni, 2004], co zwiększa użyteczność tej kategorii ekonomicznej dla procesu prognozowania. Zdolność bieżącego zysku do utrzymania swojego poziomu w przyszłości określana jest w literaturze terminem „trwałość zysku" (*earnings persistence*). W efekcie celem artykułu jest wykazanie, czy i w jakim zakresie trwałość zysku determinuje przydatność zysku dla prognozowania ceny akcji (stopy zwrotu) w warunkach polskiego rynku kapitałowego. Należy tu podkreślić, że zamierzeniem autora w ramach

niniejszego opracowania nie jest budowanie nowego modelu prognostycznego, a jedynie wykazanie, czy taka teoretycznie uzasadniona zależność w ujęciu praktycznym i w warunkach polskich w ogóle istnieje.

1. Trwałość zysku – istota i pomiar

Znaczenie tej cechy jakościowej dla użyteczności decyzyjnej zysku księgowego wynika z faktu, że trwały zysk zwiększa jego użyteczność dla procesu prognozowania. Wzrost użyteczności prognostycznej zmniejsza ryzyko błędu prognozy, a w konsekwencji ryzyko podjęcia błędnej decyzji inwestycyjnej. Można zatem postawić wniosek, że użyteczność zysku księgowego rośnie, jeżeli jest on przydatny dla procesu prognozowania, a trwałość zysku to podstawowa cecha determinująca jego użyteczność decyzyjną. Wniosek ten znalazł swoje potwierdzenie w szeregu opracowań empirycznych. Przy czym badania prowadzone w tym zakresie starają się rozróżniać trwałość oraz zmienność (przejściowość) zysku, wskazując, iż te dwa komponenty w różny sposób determinują proces tworzenia wartości. Szereg analiz wskazuje bowiem, iż pozytywna reakcja ze strony rynku na prezentowane dane finansowe jest silniejsza w firmach charakteryzujących się stabilnym wzrostem zysku [Barth i inni, 1999]. Oznacza to, że trwały zysk wpływa pozytywnie na wycenę spółki dokonywaną przez rynek. Wniosek ten znajduje swoje uzasadnienie także w innych analizach empirycznych [Badrinath i inni, 1989; Michelson i inni, 2000]. Wynika z nich, że inwestorzy instytucjonalni unikają spółek charakteryzujących się wysoką zmiennością zysku, uważając inwestowanie w nie za zbyt ryzykowne. Oznacza to, że w swych decyzjach inwestycyjnych preferują spółki wykazujące zysk trwały.

Stabilny wzrost zysku jest także oznaką wzrostu konkurencyjności firmy oraz zwiększa prawdopodobieństwo silniejszego przyrostu wyniku finansowego w przyszłości [Eccles i inni, 2001, s. 52]. Między innymi I. Dichew i W. Tang [2007] w ramach swoich analiz empirycznych wskazali, że wśród firm zyskownych te z nich, które prezentowały niską zmienność zysku, wykazywały o blisko 3 p.p. wyższy wynik finansowy w kolejnych pięciu latach niż firmy, dla których wskaźniki zmienności zysku osiągały poziom wysoki.

Inwestor kupuje zysk – to stwierdzenie wielokrotnie powtarzane i zbadane. Jednakże inwestor zapłaci mniej za zysk bieżący, jeżeli nie jest on trwały, gdyż w rzeczywistości płaci za zysk przewidywany, przyszły. Kiedy bieżący zysk jest wysoki, ale stan ten nie ma charakteru trwałego tylko przejściowy, wskaźnik cena/zysk powinien wykazywać wartość niższą. W sytuacji odwrotnej, kiedy bieżący wynik finansowy obniżył się, a mimo to przewiduje się jego wzrost, wskaźnik cena/zysk powinien

wykazywać wartość wyższą. Można zatem stwierdzić, iż modelując trwałość zysku, można tym samym kształtować wskaźnik cena/zysk. Jednocześnie szacując trwałość zysku, można prognozować jego zmiany.

Sprawozdania finansowe publikowane przez spółki dostarczają informacji, które mogą być wykorzystane dla identyfikacji trwałości zysku. Czytanie tych sprawozdań pozwala określić i wyodrębnić czynniki determinujące poziom zysku zarówno w sposób trwały (powtarzalny), jak i przejściowy. Oceniając trwałość bieżącego zysku, należy z badania wyłączyć te czynniki, które wpływają na zysk jednorazowo, przejściowo.

W rachunku zysków i strat mamy wyodrębnione zyski i straty nadzwyczajne, czyli w głównej mierze zdarzenia o charakterze losowym. Można także wyodrębnić zdarzenia jednorazowe jak zyski i straty z tytułu sprzedaży środków trwałych. Mimo możliwości wyłączenia tych pozycji z wyniku finansowego ciągle jednak pozostają wątpliwości, czy pozostała część zysku może być oceniana z punktu widzenia trwałości. W informacji dodatkowej można uzyskać bowiem informacje o odpisach aktualizujących wartość należności, odpisach określających trwałą utratę wartości środków trwałych, rozwiązanych i tworzonych rezerwach, zmianach aktywów i rezerw z tytułu odroczonego podatku dochodowego. Te elementy zawsze powinny zwracać uwagę analityka, szczególnie w kontekście ich trwałości lub przejściowości.

W obliczu tych niejasności inwestor, opierając swoje decyzje na wartości bieżącego zysku, podejmuje ryzyko inwestycyjne. Ryzyko to może być zredukowane poprzez ocenę zdolności bieżącego zysku do utrzymania swojej wartości w przyszłości oraz ocenę jego zdolności prognostycznej.

Szacowanie trwałości zysku w badaniach empirycznych opiera się najczęściej na analizie szeregów czasowych historycznych danych odnośnie do wyniku finansowego [Kormendi, Lipe, 1987]. W ramach tego podejścia ocena trwałości zysku jest realizowana poprzez porównanie wyniku finansowego bieżącego okresu z wynikiem przeszłym. Jeżeli różnica porównania jest dodatnia i jednocześnie zależność ta jest obserwowana w dłuższym horyzoncie czasu, wówczas można przewidywać, że taka tendencja utrzyma się w przyszłości. Stąd dla określenia trwałości i predykcyjności zysku w niniejszym opracowaniu zastosowano podejście zaproponowane w publikacji [Francis i inni, 2004]:

$$X_{j,t} = \phi_{0,j} + \phi_{1,j} X_{j,t-1} + \nu_{j,t} \tag{1}$$

gdzie: $X_{j,t}$ – to zysk netto z wyłączeniem zdarzeń jednorazowych i nadzwyczajnych dla przedsiębiorstwa j oraz roku t ważony sumą aktywów, jakie jednostka posiadała na początku roku t.

Trwałość zysku jest określana na podstawie współczynnika regresji liniowej $\phi_{1,j}$. Wartość $\phi_{1,j}$ bliska jedności jest interpretowana jako wysoka

trwałość zysku. Jeżeli natomiast wartość ta jest zbliżona do zera, wówczas wynik finansowy charakteryzuje się wysoką zmiennością [tamże, s. 980].

Wartość zysku w tym podejściu jest ważona ogólną sumą aktywów. Poziom zaangażowanego w majątek kapitału odzwierciedla w tym przypadku wielkość przedsiębiorstwa. Jest to niezbędne dla zachowania porównywalności wyników pomiędzy różnymi przedsiębiorstwami. Małe firmy w branżach o wysokiej koncentracji mogą mieć większy problem w stosunku do dużych firm z utrzymywaniem stabilnej stopy zwrotu, co jest wynikiem słabej ich siły konkurencyjnej.

2. Zależność pomiędzy trwałością zysku a przyszłą stopą zwrotu z akcji – analiza empiryczna

2.1. Metoda badawcza, założenia badania i hipoteza

Ocena wpływu trwałości zysku na użyteczność zysku dla procesu prognozowania stopy zwrotu z akcji obejmuje dwa etapy. W etapie pierwszym dla każdej spółki objętej badaniem i poszczególnych lat dokonano wyliczenia trwałości zysku, wykorzystując metodę opisaną w części 1. Wartość wskaźnika trwałości zysku dla każdego roku i każdej spółki została oszacowana na podstawie szeregów czasowych obejmujących dane z 10 lat. Następnie na podstawie wartości wskaźnika trwałości zysku dokonano podziału całej próby badawczej na dwie grupy jakościowe:

- najlepsze 40% – obejmującą przypadki charakteryzujące się wysoką trwałością zysku,
- najgorsze 40% – obejmującą przypadki charakteryzujące się niską trwałością zysku.

Pozostałe 20% obserwacji zostało pominięte w badaniu. Przypadki te osiągają umiarkowane i zbliżone poziomem wyniki, zatem ich zaliczenie do różnych grup jakościowych mogłoby zniekształcić wyniki estymacji.

W drugim etapie badania w ramach całej próby, a następnie w ramach dwóch grup jakościowych (najlepsze 40% i najgorsze 40%) dokonano analizy regresji zależności pomiędzy zyskiem z roku bieżącego a przyszłą ceną akcji z wykorzystaniem następującej formuły:

$$\Delta P_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta X_t / P_t + \varepsilon_t \qquad (2)$$

gdzie:

ΔP_{t+1} – zmiana kursu akcji w roku t+1,

P_t – kurs akcji w roku t,

β_0, β_1 – parametry estymacji,

ΔX_t – zmiana zysku netto na jedną akcję (EPS – *earnings per share*) w roku t,

ε_t – wartość resztowa.

Zmiana ceny (ΔP_{t+1}) odzwierciedla tu relację kursu akcji z końca i początku okresu, przy czym okres ten rozpoczyna się w maju roku t i kończy w kwietniu roku t+1.

Podstawowe znaczenie dla identyfikacji siły objaśniającej zmianę ceny rynkowej akcji przez zysk mają współczynnik determinacji R^2 oraz parametr estymacji β_1 reprezentujący tzw. *earnings response coefficient* (ERC). Wysoka i pozytywna wartość tego współczynnika wskazuje, że zysk księgowy ma silny wpływ na proces wyceny akcji. Porównywanie poziomu tego współczynnika w różnych okresach może być podstawą oceny zmiany użyteczności decyzyjnej zysku w czasie [Lev, Zarowin, 1999]. Wskaźnik ten, jak wynika z szeregu przeprowadzonych w tym zakresie badań, posiada wyższą wartość interpretacyjną w przypadku firm zyskownych niż w przypadku firm generujących straty [Hayn, 1995]. Dlatego też przeprowadzone badanie koncentruje się jedynie na spółkach zyskownych, a jego celem jest określenie, czy i w jakim stopniu trwałość zysku spółek rentownych determinuje możliwość wykorzystania informacji w zakresie zmiany zysku do prognozowania stopy zwrotu. W tym kontekście w opracowaniu została sformułowana następująca hipoteza badawcza:

H1: W firmach rentownych charakteryzujących się zyskiem o wysokiej trwałości przyszła stopa zwrotu z akcji jest w większym stopniu wyjaśniona poprzez bieżącą zmianę zysku w porównaniu do firm, w których trwałość zysku jest niska.

2.2. Opis próby badawczej

Badaniem objęto dane zawarte w sprawozdaniach finansowych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2009–2016 spełniających kryteria badania. Z badania wyłączono spółki z sektora finansowego. Przyjęta metoda oceny trwałości zysku oparta na analizie szeregów czasowych obejmujących 10-letnie przedziały spowodowała, że zakres czasowy danych wykorzystanych w badaniu obejmował lata 1999–2016. Dla uniknięcia wyłączenia z próby zbyt wielu przedsiębiorstw w badaniu nie wprowadzono ograniczenia dostępności danych z całego okresu 18 lat dla wszystkich firm objętych badaniem. Konsekwencją przyjętego rozwiązania są różnice w liczebności próby badawczej w ujęciu rocznym. Całkowita liczba obserwacji po wyłączeniu tych, dla których brakowało danych, liczyła 675 przypadków. Jednakże po wyłączeniu wielkości skrajnych (1. i 99. percentyl) ostatecznie próba liczyła 639 przypadków. Szczegółowe statystyki opisowe dla zmiennych wykorzystanych dla oceny trwałości zysku prezentuje tablica 1.

Tablica 1. Statystyki opisowe dla próby badawczej po wyłączeniu wielkości skrajnych

Zmienna	N ważnych	Średnia	Mediana	Minimum	Maksimum	Perc. 1	Perc. 99	Odch. std
Trwałość zysku	675	0,255	0,257	–4,985	8,002	–0,577	0,917	0,510
Stopa zwrotu ΔPt_{+1}	675	0,564	0,056	–0,930	96,800	–0,666	9,188	5,161
Ważony przyrost zysku ΔXt	675	0,374	0,011	–4,978	61,545	–0,270	5,050	3,683
Dane opisowe po wyłączeniu wielkości skrajnych								
Trwałość zysku	639	0,262	0,271	–0,538	0,910	–0,460	0,846	0,307
Stopa zwrotu ΔPt_{+1}	639	0,182	0,067	–0,639	6,732	–0,561	2,833	0,621
Ważony przyrost zysku ΔXt	639	0,084	0,010	–0,235	3,861	–0,188	2,043	0,349

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych spółek.

Zgodnie z danymi zawartymi w tablicy 1 średnia i mediana dla stopy zwrotu i ważonego przyrostu zysku osiąga wartość dodatnią i to zarówno na poziomie wielkości średniej, jak i mediany. Warto podkreślić, że ΔX_t odchyla się od średniej (0,084) o 0,349 w obie strony, a wskaźnik stopy zwrotu odchyla się od średniej (0,182) o 0,621. Oznacza to, że próba obejmująca 639 przypadków jest silnie zróżnicowana nawet po wyłączeniu wielkości skrajnych.

Przechodząc do analizy wyników w zakresie trwałości zysku, możemy zaobserwować, że wskaźnik ten osiąga wartość średnią (medianę) na poziomie 0,262 (0,271). Dla porównania wartość średnia tego wskaźnika w badaniu przeprowadzonym przez Perotti i Wagenhofer [2014] dla 1370 firm i zakresu czasowego obejmującego dane z lat 1978–2008 wyniosła 0,36. Wyniki te oznaczają, że trwałość zysku polskich spółek giełdowych w tym porównaniu jest niższa.

2.3. Wyniki analizy empirycznej i weryfikacja postawionej hipotezy

Wyniki badania zostały zawarte w tablicach 2–3. Zaprezentowano w nich rezultaty analizy regresji zależności pomiędzy stopą zwrotu w roku t+1 a zmianą zysku w spółkach rentownych w roku t. Zarówno proces analizy regresji, jak i statystyki opisowe zrealizowane zostały za pomocą programu statystycznego STATISTICA w wersji 12. Ze względu na ograniczoną objętość niniejszego opracowania w tablicy 2 zawarto pełne wyniki estymacji dla całej próby badawczej. Natomiast w tablicy 3 dla poszczególnych lat objętych badaniem zawarto jedynie wybrane wyniki estymacji (współczynnik determinacji R^2, parametr b dla zmiennej niezależnej oraz odpowiadający statystyce t, wykorzystywanej do oceny istotności współczynnika regresji, poziom prawdopodobieństwa p).

Ocena danych panelowych przeprowadzona dla całej próby badawczej pokazuje, że zmiana zysku w spółkach rentownych ważona ceną akcji charakteryzuje się minimalną wartością prognostyczną dla stopy zwrotu z akcji. Parametr b dla zmiennej niezależnej (dalej ERC) osiągnął wartość 0,356 przy R^2 na poziomie 0,038. Oznacza to, że zmiana zysku w roku t wyjaśnia jedynie 4% zmienności ceny akcji w roku t+1. Przeciętna różnica pomiędzy rzeczywistymi wartościami zmiennej zależnej i wartościami przewidywanymi przez model wyniosła 0,61, co stanowi aż 338% średniej dla zmiennej zależnej. Wartość statystyki F(26,67) i odpowiadający jej poziom prawdopodobieństwa p ($p < 0{,}000$) wskazują na statystyczną istotność badanej zależności (modelu liniowego). Wartość statystyki t, wykorzystywana do oceny istotności współczynnika regresji β_1 oraz odpowiadający jej poziom prawdopodobieństwa p pozwalają założyć, że parametr ten istotnie różni się od zera.

Po uwzględnieniu cechy trwałości zysku w grupie spółek o niskiej trwałości zysku parametr ERC wyniósł (0,18), przy R^2 na poziomie 0,011. Z kolei w grupie spółek o wysokiej trwałości zysku parametr ERC wyniósł (0,375), przy R^2 na poziomie 0,018. Oznacza to, iż analiza trwałości zysku w spółkach rentownych nie wpływa na wzrost przydatności zysku (zmiany poziomu zysku ważonej ceną akcji) dla prognozowania zmiany ceny akcji w perspektywie 12 miesięcy.

Wyniki analizy regresji przeprowadzone dla poszczególnych lat wykazały, zgodnie zresztą z rezultatami innych badań, że przydatność zysku dla procesu prognozowania stopy zwrotu z akcji różni się w czasie. Ocena danych panelowych przeprowadzona dla całej próby badawczej (tab. 3) pokazuje, że w latach 2009–2015 zmiana zysku w spółkach rentownych ważona ceną akcji wyjaśnia od 0,3% aż do 96% zmienności ceny akcji (średnia 30%). Wprowadzenie do procesu estymacji cechy trwałości zysku powoduje, że zmiana zysku w spółkach o niskiej trwałości wyjaśnia średnio 25%

zmienności cen akcji (od 0,1% do 98%), zaś w spółkach o wysokiej trwałości zysku średnio 9% (w przedziale od 0,2% do 32%). Oznacza to, że w spółkach o niskiej trwałości zysku zmiana zysku w większym stopniu wyjaśnia zmianę przyszłej ceny akcji niż w spółkach, których zysk charakteryzuje się wysoką trwałością. Wnioski te zaprzeczają więc postawionej hipotezie badawczej. Dla jej zweryfikowania posłużono się podejściem wykorzystującym test dwóch średnich. Analiza została przeprowadzona przy zastosowaniu pakietu komputerowego STATISTICA w wersji 12.

W programie STATISTICA do testowania różnic między średnimi z dwóch prób niepowiązanych służy opcja „Testy t dla prób niezależnych" (t-*test for independent samples*) w module „Podstawowe statystyki". „Test z" i „test t" występują w programie pod wspólną nazwą „testy t". Program sam dobiera test odpowiedni dla danej liczebności. Ponieważ liczebność grupy (ilość lat przyjętych do badania) jest niższa niż 50, wykorzystuje się test t-Studenta (jeżeli wariancje są jednorodne) lub test Ohrana i Coxa (gdy wariancje nie są jednorodne). Do sprawdzenia założenia jednorodności wariancji służy test F, test Levene'a lub test Bartletta.

Podstawowe znaczenie dla potwierdzenia lub odrzucenia postawionych hipotez ma podawany w wynikach testu t poziom istotności p. Reprezentuje on bowiem prawdopodobieństwo błędu związanego z przyjęciem hipotezy o istnieniu różnic między średnimi w grupie obejmującej spółki charakteryzujące się wysoką trwałością zysku i w grupie obejmującej spółki charakteryzujące się niską trwałością zysku. Innymi słowy, jest to prawdopodobieństwo popełnienia błędu polegającego na odrzuceniu hipotezy o braku różnicy między średnimi w dwóch badanych kategoriach obserwacji należących do populacji generalnej (reprezentowanych przez badane grupy) w sytuacji, gdy stan faktyczny w populacji jest taki, iż hipoteza ta jest prawdziwa. Poziom $p < 0,05$ należy uznać za graniczny dla potwierdzenia hipotezy.

Interpretacja danych zawartych w tablicy 4 pozwala stwierdzić, że poziom odzwierciedlenia zmiany zysku w prognozowanej stopie zwrotu z akcji (poziom skorygowanego współczynnika R^2) jest znacznie wyższy w firmach skategoryzowanych jakościowo jako najgorsze 40% w porównaniu do firm zaklasyfikowanych do kategorii najlepsze 40%. Różnica pomiędzy średnim skorygowanym współczynnikiem R^2 dla obu grup nie jest istotna statystycznie, co nie pozwala na odrzucenie hipotezy zerowej o braku różnicy między średnimi. Oznacza to, że nie można pozytywnie zweryfikować hipotezy, iż w firmach rentownych charakteryzujących się zyskiem o wysokiej trwałości przyszła stopa zwrotu z akcji jest w większym stopniu wyjaśniony poprzez bieżącą zmianę zysku w porównaniu do firm, w których trwałość zysku jest niska.

Tablica 2. Analiza użyteczności informacji w zakresie trwałości zysku do prognozowania stopy zwrotu z akcji dla całej próby i porównawczo dla 40% przypadków o najwyższym i najniższym poziomie wskaźnika trwałości zysku

N = 639	Podsumowanie regresji zmiennej zależnej: stopa zwrotu ΔP_{t+1} R = ,20048308 R^2 = ,04019347 Popraw. R^2= ,03868671 F(1,637) = 26,675 p < ,00000 Błąd std. estymacji: ,60863					
	b*	Bł. std.	b	Bł. std.	t(637)	p
W. wolny			0,152	0,025	6,123	0,000
Zmn (ΔXt_{-1}/ Pt_{-1})	0,200	0,039	0,356	0,069	5,165	0,000
(najlepsze 40%)						
N = 256 (najlepsze 40%)	Podsumowanie regresji zmiennej zależnej: stopa zwrotu ΔP_{t+1} R = ,15017148 R^2 = ,02255147 Popraw. R^2= ,01870325 F(1,254) = 5,8602 p < ,01619 Błąd std. estymacji: ,48414					
	b*	Bł. std.	b	Bł. std.	t(254)	p
W. wolny			0,120	0,031	3,894	0,000
Zmn (ΔXt_{-1}/ Pt_{-1})	0,150	0,062	0,375	0,155	2,421	0,016
(najgorsze 40%)						
N=256	Podsumowanie regresji zmiennej zależnej: indeks ceny (P_t / P_{t-1}) R = ,02604977 R^2 = ,00067859 Popraw. R^2= — F(1,400) = ,27162 p < ,60254 Błąd std. estymacji: ,96433					
	b*	Bł. std.	b	Bł. std.	t(254)	p
W. wolny			0,194	0,046	4,246	0,000
Zmn (ΔX_{t-1} / P_{t-1})	0,121	0,062	0,184	0,094	1,949	0,052

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych spółek.

Tablica 3. Analiza użyteczności informacji w zakresie trwałości zysku do prognozowania stopy zwrotu z akcji w ujęciu rocznym

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Średnia
	Cała próba							
skor. R^2	0,96	0,18	0,003	0,002	0,87	0,03	0,04	0,30
β_2 (ERC)	0,47	1,73	0,073	0,14	1,41	0,68	0,33	0,69
t-statistic	2,80	4.05	0,492	0,44	25,68	2,15	2,50	
P	0,007	0,000	0,624	0,66	0,000	0,033	0,013	
N-ważnych	65	70	82	78	94	111	124	
	(najlepsze 40%)							
skor. R^2	0,009	0,12	0,10	0,10	0,32	0,002	0,01	0,09
β_2 (ERC)	1,54	1,34	0,81	1,62	4,52	0,273	0,18	1,47
t-statistic	1,11	2,17	2,17	2,14	4,23	0,315	1,26	
P	0,28	0,039	0,039	0,041	0,000	0,755	0,214	
N-ważnych	26	28	32	31	37	45	50	

	(najgorsze 40%)							
skor. R^2	0,14	0,23	0,006	0,001	0,98	0,10	0,26	0,25
β_2 (ERC)	0,46	2,38	0,13	0,29	1,57	1,46	3,02	1,33
t-statistic	2,24	3,05	0,44	0,42	47,35	2,47	4,26	
P	0,034	0,005	0,661	0,675	0,000	0,017	0,000	
N-ważnych	26	28	32	31	37	45	50	

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych spółek.

Tablica 4. Testowanie różnic między średnimi z dwóch prób (najlepsze 40% i najgorsze 40%)

	Analizowany parametr: skorygowany R^2			
	Średnia	Średnia	t	p
najlepsze 40% > najgorsze 40%	0,094	0,245	–1,119	0,28

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych spółek.

Zakończenie

Rezultaty przeprowadzonego badania pozwalają stwierdzić, iż w spółkach rentownych zysk (zmiana poziomu EPS) w warunkach polskiego rynku kapitałowego ma niewielką wartość wyjaśniającą przyszłą zmianę cen akcji. Oznacza to, iż możliwość wykorzystania tej kategorii ekonomicznej do prognozowania cen akcji (stopy zwrotu) jest słaba i zmienna w czasie. Wprowadzenie do oceny cechy „trwałości zysku" nie wywiera pozytywnego wpływu na użyteczność zysku jako zmiennej objaśniającej przyszłą stopę zwrotu z akcji, wprost przeciwnie zmniejsza tę przydatność – przy czym relacja ta jest także zmienna w czasie.

Pomimo nieznalezienia empirycznych dowodów potwierdzających wpływ trwałości zysku na użyteczność informacji sprawozdawczych dla procesu prognozowania stopy zwrotu z akcji warto zwrócić uwagę, że w badaniu został wykorzystany najprostszy model regresji, a badanie to dotyczyło analizy zależności pomiędzy zmianą zysku w spółkach rentownych a przyszłą stopą zwrotu (w ujęciu rocznym). Można domniemywać, że czynnikiem zakłócającym wdawałoby się logicznego założenia o pozytywnym wpływie trwałości zysku na jego przydatność prognostyczną w kontekście założeń przeprowadzonego badania może być fakt, iż na decyzję inwestorów mogły wpływać informacje bieżące uzyskiwane w trakcie roku w ramach sprawozdawczości śródrocznej. Informacje te odzwierciedlają aktualny stan sytuacji finansowej spółki, który wywiera wpływ na decyzję inwestorów. Niemniej jednak obserwacje dokonane w ramach niniejszego badania stanowią kolejny, szczególnie w warunkach polskich, wkład w dyskusję na temat cech jakościowych zysku i ich znaczenia dla efektywności na polskim rynku kapitałowym, a wyniki estymacji powinny stanowić przesłankę do dalszych badań w tym zakresie.

Literatura

Badrinath S.G., Gay G.D., Kale, J.R. (1989), *Patterns of institutional investment, prudence, and the managerial safety-net hypothesis*, „Journal of Risk and Insurance", Vol. 56, No. 4.

Ball R., Brown P. (1968), *An empirical evaluation of accounting income numbers*, „Journal of Accounting Research", Vol. 6, No. 2.

Barth M.E., Elliott J.A., Finn M.A. (1999), *Market Rewards Associated with Patterns of Increasing Earnings*, „Journal of Accounting Research", Vol. 37, No. 2.

Chan K., Chan L.K.C., Jegadeesh N., Lakonishok J. (2006), *Earnings quality and stock returns*, „Journal of Business", Vol. 79, No. 3.

Collins D., Maydew E., Weiss I. (1997), *Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years*, „Journal of Accounting and Economics", Vol. 24, No. 1.

Dechow P., Dichev I. (2002), *The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors*, „The Accounting Review", Vol. 77.

Dechow P.M., Sloan R.G., Zha G.J. (2014), *Stock Prices and Earnings: A History of Research*, „Annual Review of Financial Economics", Vol. 6.

Dichev I., Tang V.W. (2007), *Earnings Volatility and Earnings Predictability*, Working Paper, University of Michigan.

Eccles R.G., Herz R.H., Keegan E.M., Phillips D.M.H. (2001), *The Value Reporting The Value Reporting Revolution: Moving Beyond the Earnings Game*, John Wiley & Sons Inc., New York.

Easton P., Harris T. (1991), *Earnings as an Explanatory Variable for Returns*, „Journal of Accounting Research", Vol. 29, No. 1.

Francis J., LaFond R., Olsson P.M., Schipper K. (2004), *Costs of Equity and Earnings Attributes*, „The Accounting Review", Vol. 79, No. 4.

Gajdka J., Pietraszewski P. (2015), *Wzrost zysków spółki a stopy zwrotu z akcji*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego", nr 855, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia", nr 74, t. 2.

Hayn C. (1995), *The information content of losses*, „Journal of Accounting and Economics", Vol. 20.

Kormendi R., Lipe R. (1987), *Earnings innovations, earnings, persistence, and stock returns*, „Journal of Business", Vol. 60, No. 3.

Kothari S.P., Zimmerman J.L. (1995), *Price and return models*, „Journal of Accounting and Economics", Vol. 20, No. 2.

Lev B., Zarowin P. (1999), *The boundaries of financial reporting and how to extend them*, „Journal of Accounting Research", Vol. 37, No. 2.

Lev B. (1989), *On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research*, „Journal of Accounting Research", Vol. 27.

Majewski S., Doszyń M. (2013), *Efekty wpływu czynników behawioralnych na stopy zwrotu z akcji spółek sektora budowlanego notowanych na GPW w Warszawie*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu", nr 323: *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a rynek polski*.

Michelson S.E., Jordan-Wagner J., Wootton C.W. (2000), *The Relationship Between the Smoothing of Reported Income and Risk-Adjusted Returns*, „Journal of Economics and Finance", Vol. 22.
Ohlson J. (1991), *The theory of value and earnings and an introduction to the Ball-Brown analysis*, „Contemporary Accounting Research", Vol. 8, No. 1.
Penman S., Zhang X. (2002), *Accounting conservatism, the quality of earnings, and stock returns*, „The Accounting Review", Vol. 77, No. 2.
Perotti P., Wagenhofer A. (2014), *Earnings Quality Measures and Excess Returns*, „Journal of Business Finance & Accounting", Vol. 41, No. 5–6.
Shroff P. (2002), *The Relation between Aggregate Earnings and Security Returns over Long Intervals*, „Contemporary Accounting Research", Vol. 19, No. 1.
Watts R., Zimmerman J. (1986), *Positive Accounting Theory*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.
Żurawik B. (2012), *Irracjonalność zachowań inwestorów giełdowych*, „Zarządzanie i Finanse", nr 2, cz. 2.

Streszczenie

W artykule podjęto próbę oceny, czy i w jakim zakresie trwałość zysku determinuje przydatność wyniku finansowego dla prognozowania cen akcji (stóp zwrotu) w warunkach polskiego rynku kapitałowego. Wyniki analizy oparte na szerokiej próbie badawczej obejmującej wszystkie niefinansowe spółki notowane na GPW w Warszawie w latach 2009–2016 nie pozwoliły na potwierdzenie pozytywnego wpływu, jaki wywiera trwałość zysku na badaną zależność. Zaobserwowano wręcz zjawisko przeciwne. W podmiotach, w których zysk charakteryzował się niską trwałością, przydatność tej kategorii ekonomicznej do prognozowania cen akcji (stóp zwrotu) była silniejsza w porównaniu do jednostek chrakteryzujących się wysoką trwałością zysku.

Słowa kluczowe

jakość zysku, stopa zwrotu, trwałość zysku

Earnings persistence of profitable companies and its usefulness for predicting stock prices on the example of the WSE (Summary)

The paper examines whether and how earnings persistence affects the usefulness of earnings for predicting future stock prices (return rates). For a large sample of non-financial firms listed on the Warsaw Stock Exchange over the period 2009–2016, the study did not confirm a positive influence of earnings persistence on the tested relationship. Surprisingly, the opposite phenomenon has been observed. The usefulness of earnings for predicting stock prices was stronger in entities with low earnings persistence than in firms with high earnings persistence.

Keywords

earnings quality, stock market return, earnings persistence

Maciej Stradomski*
Mateusz Mikutowski**

Dyrektor finansowy w firmie rodzinnej

Wstęp

Wraz z rozwojem skali działalności, a przede wszystkim wzrostem jej złożoności, dotychczasowi właściciele stają przed nieuniknionym problemem zaangażowania dodatkowych osób w proces zarządczy. Zjawisko to znane od setek lat, szczególnie widoczne w okresie I i II rewolucji przemysłowej, dało asumpt do badań i w efekcie do powstania teorii agencji, opisującej właśnie problem rozdzielenia własności i kontroli, a także rozwodnienia kontroli i odpowiedzialności osób zarządzających przed pozostałymi interesariuszami [Ang i inni, 2000, s. 81–106; Fama, Jensen, 1983a, s. 301–325; Fama, Jensen, 1983b, s. 325–344]. W tym obszarze firmy rodzinne nie są wyjątkiem. Wyjątkowe mogą być jednak konsekwencje podjęcia decyzji o wprowadzeniu nowych osób do dotychczasowego hermetycznego kręgu własności i kontroli [Gomez-Mejia i inni, 2001, s. 81–95; Morck, Yeung, 2003, s. 367–382].

1. Rola dyrektora finansowego w przedsiębiorstwie

Szczególnym obszarem zarządzania, który – jak wynika z badań – w pierwszej kolejności podlega profesjonalizacji i nazwijmy to eksternalizacji, jest zarządzanie finansami. Wyodrębniona funkcja dyrektora finansowego (CFO) pojawia się w przedsiębiorstwie wówczas, gdy obok klasycznej ścieżki stabilizacji i kontynuacji rodzina zaczyna zwracać uwagę na konieczne procesy profesjonalizacji biznesu. Z dotychczasowych badań i obserwacji można wywnioskować, iż firmy rodzinne przejawiają trojakie podejście do stanowiska CFO.

- w firmie występuje CFO wywodzący się z rodziny,
- w firmie występuje zewnętrzny, zrekrutowany CFO,
- w firmie nie występuje wyodrębniona pozycja CFO.

Można tu postawić tezę, iż przynależność firmy rodzinnej do jednej z ww. kategorii jest pośrednią, z pewnością ułomną, ale jednak miarą poziomu profesjonalizacji działań firmy rodzinnej.

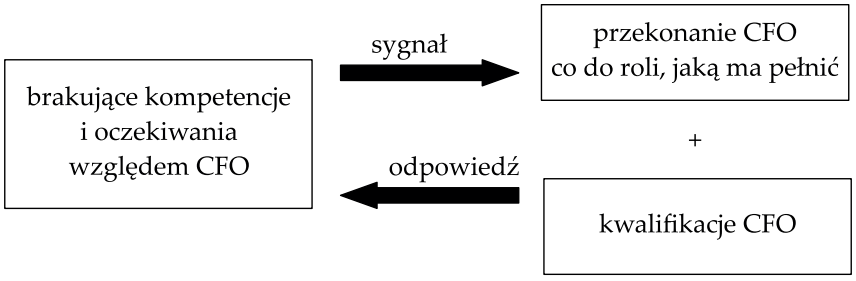
* Prof. UEP dr hab., Katedra Inwestycji i Rynków Kapitałowych, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, al. Niepodległości 10, 61-875 Poznań, maciej.stradomski@ue.poznan.pl
** Mgr, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, al. Niepodległości 10, 61-875 Poznań, mmikutowski@gmail.com

Klasyczne ujęcie problemu CFO w firmie rodzinnej pozwala oprzeć dalsze rozważania na trzech dobrze znanych teoriach [Schulze i inni, 2001, s. 99–116], a mianowicie:

- teorii agencji,
- teorii stewarda,
- teorii zasobowej.

Zgodnie z nimi CFO jest albo wynajętym agentem działającym zazwyczaj w interesie pryncypała, pod warunkiem właściwej motywacji, albo stewardem dbającym o interes pryncypała i przedkładającym interes firmy rodzinnej ponad interes własny. Dodatkowo teoria zasobowa precyzuje kluczowe zasoby determinujące przewagę konkurencyjną podmiotu, a zatem pośrednio jego skłonność do zatrudnienia menedżera wypełniającego „lukę zasobową" przedsiębiorstwa. W kontekście teorii zasobowej należy pamiętać, iż firmy rodzinne i pozostałe przedsiębiorstwa przykładają różną wagę do różnych zasobów – dotyczy to przykładowo postrzegania wiedzy akademickiej posiadanej przez CFO. Firmy rodzinne rzadziej oczekują od kandydatów na stanowiska menedżerskie wyjątkowych osiągnięć i tytułów naukowych lub zawodowych, co dla pozostałych przedsiębiorców stanowi jeden z kluczowych wyznaczników kompetencji potencjalnego CFO. Reasumując, wymienione/wyróżnione teorie opisują społeczną rolę pełnioną przez CFO w firmie rodzinnej. Jest ona najczęściej definiowana jako zestawienie oczekiwań względem danego członka zespołu, w tym przypadku CFO. Ze strony CFO rola społeczna jest determinowana przez jego kompetencje i doświadczenie oraz oczekiwania co do jego roli w firmie rodzinnej. Relację powyższą przedstawia rysunek 1.

Rysunek 1. Rola społeczna CFO w firmie rodzinnej



Źródło: Opracowanie własne.

Jak należy przypuszczać, firmy rodzinne stają w kontekście zatrudnienia CFO przed dwoma dylematami: czy zatrudniać CFO oraz skąd pozyskać odpowiednią osobę na zaplanowane stanowisko [Gurd, Thomas, 2012, s. 286–300; Lutz, Schraml, 2011, s. 39–44]. W pierwszej zatem kolejności

należy zadać sobie pytanie, czy w naszej firmie niezbędny jest dyrektor finansowy. Problem ten nie jest unikatowy dla firm rodzinnych, borykają się z nim przedsiębiorstwa niezależnie od swojej struktury właścicielskiej. Nie wchodząc zatem zbyt głęboko w przedmiotową problematykę, niemniej analizując rolę CFO w firmie, zauważyć można pewną ewolucję polegającą na odejściu od klasycznych funkcji CFO (rachunkowość finansowa i zarządcza) w kierunku funkcji strategicznych – planowanie i operacjonalizacja strategii. Koncepcja wyodrębnienia funkcji CFO powstała w latach 70. XX wieku w USA. Powodem tych działań był wzrost wymagań regulacyjnych, oczekiwań informacyjnych (transparentność rynkowa) ze strony organów nadzoru, a także reorientacja Value-Based Management (VBM). Z czasem funkcja CFO stała się niemalże nieodzowna w korporacjach i zaczęła ewoluować w kierunku zastępcy CEO. Tym samym funkcje sprawozdawcze (rachunkowość finansowa i zarządcza) przechodzą do działu księgowości i controllingu, a CFO przejmuje elementy zarządzania strategicznego i zarządzania ryzykiem [Gerstner, Anderson, 1976, s. 100–106; Howell, 2006, s. 20; Whitley, 1986, s. 171–192].

Można zatem uznać, iż pojawienie się funkcji CFO jest związane ze skalą i złożonością prowadzonych przez przedsiębiorstwo procesów. Problemem jest jednak ścisłe określenie poziomu obrotów lub sumy aktywów (przykładowo), od których firma powinna rozważyć wprowadzenie wyodrębnionego stanowiska CFO. Problem adekwatności struktury zarządczej do skali i potrzeb firmy można jednak rozwiązać alternatywnie. Zdaniem autorów firma powinna wprowadzić profesjonalnego CFO w sytuacji pojawienia się zewnętrznych interesariuszy finansowych (kredytodawców, obligatariuszy, inwestorów mniejszościowych). Podmioty te, podejmując decyzję o zaangażowaniu finansowym w firmę rodzinną, oczekiwać będą dostępu do terminowej i rzetelnej informacji finansowej, udostępnianej na bazie transparentnych zasad działania. W wielu przypadkach dotychczasowe służby finansowo-księgowe, istniejące od początku funkcjonowania firmy, nie są w stanie obsłużyć nowego zapotrzebowania informacyjnego różnego co do skali, ale przede wszystkim jakości.

Można zatem doprecyzować, iż w firmach rodzinnych wystąpi zapotrzebowanie na usługi CFO w związku z pojawieniem się zewnętrznych interesariuszy o charakterze finansowym – dostawców finansowania dłużnego lub współinwestorów. CFO staje się wtedy odpowiedzialny za zarządzanie relacjami z zewnętrznymi instytucjami finansowymi. Jest niejako interfejsem „tłumaczącym" strategie firmy i rodziny na język finansowy. Dopóki nie ma zewnętrznej presji na jakość i wiarygodność danych finansowych, firmy rodzinne często nie odczuwają wewnętrznej potrzeby rozbudowywania systemu informacji finansowej *ex post* i *ex ante*.

Podejście to jest jak najbardziej spójne z istniejącym paradygmatem firm rodzinnych jako podmiotów kładących szczególny nacisk na stabilność i bezpieczeństwo działalności w celu zachowania jej esencji na potrzeby procesów sukcesyjnych [Basco, 2017, s. 28–44; Chrisman, Holt, 2016, s. 279–287]. Wraz z pojawieniem się nowych interesariuszy, których działania lub zaniechania wpływają na bieżące funkcjonowanie firmy, ale przede wszystkim na jej możliwość przetrwania, konieczne wydaje się dostosowanie reguł jej prowadzenia do wymogów otoczenia.

Drugim problemem, z którym borykają się firmy rodzinne w sytuacji podjęcia decyzji o wprowadzeniu stanowiska CFO do swoich struktur, jest jego pochodzenie i relacja względem właścicieli i pozostałych kluczowych osób w przedsiębiorstwie. Podejmując decyzję o ścieżkach poszukiwania CFO, firmy rodzinne biorą pod uwagę zarówno zasoby dostępne w rodzinie (podejście ilościowe), jak i niezbędne kompetencje do pełnienia tej funkcji (podejście jakościowe). Co ciekawe, wyniki powyższych analiz mogą się w ostatnich latach istotnie zmieniać. Można bowiem zauważyć, iż pierwsze pokolenie sukcesorów w polskich firmach rodzinnych posiada o wiele szersze kompetencje finansowe i prawnopodatkowe niż pokolenie założycieli. W wielu przypadkach są oni naturalnymi kandydatami do objęcia funkcji CFO.

Jednak w sytuacji gdy członkowie najbliższej rodziny, zaangażowanej właścicielsko, nie posiadają kompetencji do objęcia stanowiska CFO, rodzina rozpoczyna zazwyczaj poszukiwania odpowiedniej osoby na zewnątrz. Można też przypuszczać, iż w wielu przypadkach członkowie rodziny podejmują decyzje, iż sukcesorzy powinni rozwijać kluczowe kompetencje w kierunku funkcji podstawowych realizowanych przez firmę rodzinną. Młode pokolenie powinno w pierwszej kolejności zrozumieć kluczowe nośniki wartości firmy i posiąść podstawową wiedzę operacyjną. Mówiąc wprost – w wielu przypadkach uznaje się, iż dzieci nie powinny marnotrawić swoich unikatowych talentów na obsługę funkcji pomocniczych (sic!) w przedsiębiorstwie.

Rekrutacja zewnętrznego CFO już na samym początku może stanowić istotne wyzwanie dla firmy rodzinnej. Wynika to między innymi z dwóch podstawowych elementów. Po pierwsze – pozyskanie świadomego swojej roli, kompetentnego menedżera wymaga sprecyzowania celów, które przed nim postawimy, oraz zasad jego rozliczania. Wymaga zatem określenia strategii rozwoju przedsiębiorstwa i rodziny. W wielu firmach rodzinnych w Polsce brakuje jednak sprecyzowanych i sformalizowanych strategii rozwoju i planów finansowych.

W tym kontekście warto zauważyć następującą zależność: treść celów jest pochodną posiadanych zasobów. Zazwyczaj najlepiej określone

i zdefiniowane są te wiązki celów, co do których mamy kompetencje w ich definiowaniu. Jeśli nie wiemy, jakich kompetencji brakuje w firmie, spytajmy ją o cele – te, które będą najmniej uwypuklone, to te, w których firma nie ma kompetencji ich określenia, a co dopiero realizacji. Trudno zatem oczekiwać, aby firmy rodzinne, posiadające zazwyczaj relatywnie niskie kompetencje finansowe, potrafiły określać wiarygodne i bazujące na zweryfikowanych założeniach plany co do obszaru finansowego ich działalności.

Po drugie – rekrutacja CFO obnaża wielokrotnie braki firm rodzinnych w zakresie zarządzania zasobami ludzkimi. Jak już wcześniej wspomniano, stanowisko CFO jest wielokrotnie pierwszym kluczowym stanowiskiem w firmie rodzinnej obsadzanym przez osoby zewnętrzne. Brakuje zatem w firmie odpowiednich doświadczeń, procedur i zasad, dzięki którym firma potrafiłaby znaleźć i zachęcić do współpracy pożądane osoby.

Należy tu zwrócić uwagę na bardzo ważny fakt. Firmy rodzinne, potrafiąc określić wymogi formalne i merytoryczne co do potencjalnych kandydatów, zwracają relatywnie małą uwagę na tzw. zgodność kulturową (*cultural fit*) [Mendonca, Kanungo, 1994, s. 189–205]. Zgodność kulturową należy rozumieć jako wspólny system wartości i celów dla rodziny i zatrudnionego menedżera.

Problem zgodności kulturowej jest często niedostrzegany również przez profesjonalnych doradców z obszaru HR. O ile jednak w przypadku pozostałych firm kwestia dostosowania kulturowego jest ważna, ale nie pierwszorzędna, o tyle w firmach rodzinnych wydaje się być kluczowa. W klasycznej korporacji dostosowanie do wymogów firmy odbywa się poprzez istniejące reguły i procedury, które unifikują postępowanie poszczególnych członków kierownictwa. W firmach rodzinnych brak sformalizowanych reguł lub ich nieadekwatność do realnych celów i strategii zarządzania stanowi potencjalne zagrożenie tak dla kandydata do pracy, jak i dla samej firmy. Trudno też sformułować i przekazać potencjalnemu kandydatowi oczekiwania, co do wartości postrzeganych w firmie jako kluczowe. Mają one bowiem charakter absolutnie subiektywny i niematerialny. Mogą być przedmiotem poznania w ramach długoterminowej współpracy, czyli niestety *ex post*. Dodatkowym utrudnieniem może być fakt, iż firmy rodzinne preferują zatrudnienie CFO posiadających doświadczenie we współpracy z analogicznymi podmiotami – firmami rodzinnymi. Tworzy się przez to nieco hermetyczny rynek pracy, z rzadka zasilany przez CFO wywodzących się z korporacji o odmiennej formie własności.

2. Członek rodziny czy zewnętrzny menedżer – dylematy firm rodzinnych

Znaczenie problemu systemu wartości i zgodności kulturowej może być diametralnie odmienne w zależności od sytuacji finansowej i strategicznej firmy rodzinnej. W normalnych warunkach, przy dobrej sytuacji finansowej, rolą CFO jest przede wszystkim budowa wyników w oparciu o wartości, które umożliwiły powstanie i przetrwanie firmy rodzinnej. W innej sytuacji znajduje się CFO w firmie z trudnościami finansowymi spowodowanymi przez błędy w zarządzaniu lub niekorzystne czynniki zewnętrzne. Tu restrukturyzacja finansowa w celu utrzymania firmy rodzinnej przy życiu (imperatyw przetrwania) może być trudna przy poszanowaniu wszystkich kluczowych dla rodziny wartości. Należy tu wspomnieć między innymi o niezbędnych działaniach w zakresie redukcji zatrudnienia, zmian warunków wynagradzania itp.

Dyrektorzy finansowi wywodzący się spoza rodziny (*non-family CFO* – NFCFO) są przyzwyczajeni do podejmowania decyzji opartych na zasadach logiki i racjonalnego postępowania (argumentowania). W firmach rodzinnych przeważają często decyzje emocjonalne, oparte na intuicji biznesowej. Decyzje te są podejmowane, a ich skutki wdrażane bez „zbędnej" dyskusji, szczególnie na forum organów kolegialnych, takich jak zarząd czy rada nadzorcza. Ciekawić może fakt, iż zgodnie z dotychczasowymi badaniami właściciele firm rodzinnych relatywnie często nisko oceniają zatrudnionych NFCFO [Klein, Bell, 2007, s. 19–37]. Zastanawiając się nad tym fenomenem, można przyjąć, iż jedną z możliwych przyczyn jest zatrudnianie przez firmy rodzinne tzw. technicznych CFO. Osoby te traktowane są jako liniowi pracownicy działu finansowego mający za zadanie jedynie realizację zadań ściśle sprecyzowanych przez CEO oraz wdrażanie ustaleń poczynionych przez członków rodziny zarządzającej. Do tego typu funkcji angażuje się często osoby mające relatywnie niskie kompetencje menedżerskie oraz interpersonalne, a także niezbyt wygórowane ambicje zawodowe. Zatrudnieni CFO przyjmują niestety swoją rolę w organizacji, realizując powierzone im funkcje operacyjne, ale nie uczestniczą w podejmowaniu i realizacji zadań strategicznych. Trudno się dziwić, iż nie odznaczają się wtedy ponadprzeciętną kreatywnością i samodzielnością. Widać zatem, iż firmy rodzinne nie tylko nie wykorzystują w pełni kompetencji i wiedzy NFCFO, co więcej – co potwierdzają kolejne badania – w kwestiach kluczowych często zwracają się do zewnętrznych doradców, pomijając współpracę z zatrudnionymi CFO.

Porównując FCFO i NFCFO, można przypuszczać, iż CFO wywodzący się z rodziny mają szersze uprawnienia oraz większy realny wpływ na decyzje strategiczne przedsiębiorstwa niż NFCFO, lecz co ciekawe – rzadziej

korzystają z zaawansowanych narzędzi związanych z planowaniem i controllingiem finansowym. W efekcie ocena funkcjonowania CFO w firmie rodzinnej jest pochodną relacji pomiędzy kwalifikacjami CFO i jego potencjałem do realizacji zadań. Potencjał to jednak nic innego, jak przestrzeń przekazana CFO przez rodzinę. Brak możliwości współdecydowania o firmie, silny rozdźwięk pomiędzy kompetencjami i powierzonymi zadaniami mogą nawet w krótkiej perspektywie zniechęcić do działania nawet najbardziej obiecującego menedżera.

Kolejnym wyzwaniem, przed którym stają NFCFO, jest zagwarantowanie równego dostępu do informacji poszczególnych członków rodziny, członków innych rodzin zaangażowanych we własność w firmie i zewnętrznych interesariuszy. Z jednej strony jest to problem o charakterze prawnym, z drugiej – wynikający z zastanej i promowanej kultury organizacyjnej. Sytuacja może stać się krańcowo niejednoznaczna w sytuacji konfliktu wewnątrz przedsiębiorstwa.

Nie jest to bynajmniej jedyne wyzwanie, przed którym stają NFCFO. Warto wspomnieć tu o kolejnych, do których zaliczyć można m.in.:

- niższy poziom biurokracji i formalizacji zadań połączony jednocześnie z niższym poziomem nadzoru (raportowania);
- traktowanie CFO jako finansowego doradcy CEO, który jest odpowiedzialny za podejmowanie i realizację decyzji strategicznych w firmie;
- problem tzw. wiedzy poufnej (*tacit knowledge*), wiedzy specyficznej i unikatowej, która nie jest nigdzie spisana i skodyfikowana, również w obszarze finansów. W firmach rodzinnych możemy spodziewać się braku woli i zrozumienia, co do konieczności przekazania tej wiedzy NFCFO;
- oparcie wielu działań, również w obszarze finansów, na relacjach osobistych właścicieli (członków rodziny). Konieczność wprowadzenia CFO w posiadane relacje i umocowania go do prowadzenia spraw firmy z dotychczasowymi partnerami na zasadach relacyjnych. Istotnym problemem psychologicznym dla członków rodziny jest konieczność wprowadzenia zewnętrznej osoby w relacje zawodowe, często o istotnym zabarwieniu osobistym;
- problem tzw. pozornej sukcesji, to znaczy sytuacji, w której formalna kontrola nad firmą jest przekazana kolejnemu pokoleniu, ale faktyczną władzę wynikającą m.in. z charyzmy posiadają seniorzy teoretycznie nieobecni w firmie. CFO staje wtedy przed problemem wielości kanałów informacyjnych i decyzyjnych, sprzeczności decyzji formalnych i nieformalnych, a przede wszystkim wynikających z tego niejasności co do miejsca poszczególnych osób w strukturze organizacyjnej przedsiębiorstwa;

- zaobserwowaną skłonność firm rodzinnych do przykładania nadmiernej wagi do wieku menedżerów – utożsamianie wieku z doświadczeniem i kompetencjami do prowadzenia spraw firmy. Młodsi menedżerowie mogą mieć problemy z akceptacją w środowisku firmy rodzinnej, gdzie kulturowo uwarunkowana senioralność jest trudna do przezwyciężenia;
- ponadprzeciętne znaczenie celów pozabiznesowych dla CFO. Jednym z celów CFO jest wsparcie dla procesów sukcesyjnych. Systemy motywacyjne uwarunkowane są również na realizację celów niefinansowych, rzadko powiązane z możliwością objęcia akcji lub udziałów firmy rodzinnej. To ostatnie jest w miarę oczywiste (brak rozwodnienia własności), ale jednocześnie odmienne od standardowych, korporacyjnych form wynagradzania menedżerów.

Ostatnim wyzwaniem, ale jak się wydaje kluczowym, jest sytuacja, gdy pomimo że CFO jest zazwyczaj pierwszym zewnętrznym menedżerem zatrudnianym w firmie rodzinnej, to i tak jest on wprowadzany w związku z pojawieniem się problemów finansowych przedsiębiorstwa albo trudnych do spełnienia i nawarstwiających się oczekiwań informacyjnych od kluczowych interesariuszy. Z doświadczeń autorów wynika, iż CFO jest pozyskiwany do firmy rodzinnej wówczas, gdy członkowie rodziny, mówiąc kolokwialnie, nie potrafią udźwignąć spraw finansowych firmy. Dla wielu firm jest to zdecydowanie późno, dla niektórych za późno.

Istotną kwestią, która dotyka chyba wszystkich NFCFO, to rozdzielenie zarządzania finansami firmy rodzinnej i zarządzania finansami rodziny (*private wealth management*). Problem ten ma być może swoją genezę w ewolucji systemu finansowego w firmach rodzinnych. W początkowym okresie funkcjonowania firmy, między innymi ze względu na jej formę prawną (osoba fizyczna prowadząca działalność gospodarczą lub spółka osobowa), finanse rodziny i firmy są ze sobą tożsame. Wraz z rozwojem firmy skala problemów finansowych przedsiębiorstwa zazwyczaj dominowała i powodowała zatrudnienie wykwalifikowanych CFO. Przyzwyczajenie jednak pozostało. Teoretycznie nie stanowiłoby to problemu, jednakże charakter wyzwań finansowych stojących przed firmą rodzinną i rodziną jest zazwyczaj drastycznie odmienny. Trudno zatem liczyć, iż ta sama osoba będzie posiadać ponadprzeciętne (oczekiwane!) kompetencje zarówno w zakresie corporate finance, jak i asset management. Dodatkowo należy wziąć pod uwagę potencjalne konflikty interesu, które w szczególności w przypadku wielu interesariuszy firmy rodzinnej mogą prowadzić do zdarzeń o patologicznym charakterze. Mimo ważkiego charakteru problemu, trudno na chwilę obecną znaleźć wiarygodne badania potwierdzające dominację któregokolwiek z dwóch modeli funkcjonowania CFO w powyższym

kontekście: modelu rozdzielenia zarządzania finansami firmy i rodzinny oraz modelu integracji.

Relatywnie rzadko jak do tej pory analizowany jest sukcesyjny aspekt zatrudnienia zewnętrznego CFO. Niezależna osoba zrekrutowana z zewnątrz na podstawie obiektywnej oceny posiadanych kompetencji pełnić może rolę „stabilizatora" procesu sukcesyjnego. Dzięki posiadanemu doświadczeniu może występować jako tłumacz pomiędzy generacjami, „bezpiecznik" w przypadku problemów w przekazaniu własności lub kontroli a w razie konieczności stanowić ośrodek pomostowego zarządzania kryzysowego, do momentu określenia docelowej struktury własności i kontroli.

Trudno w kontekście powyższych rozważań jednoznacznie rozstrzygnąć o efekcie netto wprowadzenia CFO do firmy rodzinnej. Można jednak postawić hipotezę, iż na dojrzałych rynkach brak jest istotnego wpływu pochodzenia CFO na wyniki, a w szczególności na postrzeganie, a zatem wartość przedsiębiorstwa. Na rynkach rozwijających się o ograniczonej transparentności, niższych wymaganiach informacyjnych NFCFO wpływa na wartość, „gwarantując" niezależność oraz wyższy (domniemany) poziom profesjonalności [Songini, 2006]. W większych przedsiębiorstwach brak efektu premii z tytułu wprowadzenia zewnętrznego CFO może wynikać z faktu, iż inwestorzy i pozostali interesariusze oczekują zewnętrznego CFO jako normalnego, standardowego rozwiązania. Nie jest zatem zaskoczeniem (pozytywnym), że może ono generować wzrost wartości firmy. Efekt wprowadzenia NFCFO jest już zdyskontowany przez rynek w cenie przedsiębiorstwa.

Zakończenie

Wartością każdej firmy są ludzie. To, jak się wydaje, trywialne stwierdzenie, nabiera jednak nowego kontekstu w przypadku analizy firm rodzinnych. Kwalifikacje kluczowych menedżerów w przedsiębiorstwie są gwarancją realizacji celu firmy rodzinnej, a mianowicie jej przetrwania i sukcesji międzypokoleniowej. Specyfika funkcjonowania firm rodzinnych, szczególnie na niedojrzałym jeszcze rynku, jakim z pewnością jest rynek firm rodzinnych w Polsce, powoduje, iż dobór kluczowych menedżerów jest dużym wyzwaniem. Rozumiejąc poniekąd troskę związaną z wyodrębnieniem funkcji finansowej i wprowadzeniem zewnętrznych menedżerów, warto podkreślić, że kluczowym celem firmy rodzinnej, który sprzyja zatrudnieniu zewnętrznego CFO, jest kontrola i minimalizacja ryzyka, zdobycie wiedzy i kompetencji finansowych, które zwiększą prawdopodobieństwo wzrostu, a przede wszystkim przetrwania firmy rodzinnej.

Literatura

Ang J.S., Cole R.A., Lin J.W. (2000), *Agency costs and ownership structure*, „Journal of Finance", Vol. 55, No. 1.

Basco R. (2017), *"Where do you want to take your family firm?" A theoretical and empirical exploratory study of family business goals*, „BRQ Business Research Quarterly", Vol. 20, No. 1.

Chrisman J.J., Holt D.T. (2016), *Beyond socioemotional wealth: taking another step toward a theory of the family firm*, Management Research: Journal of the Iberoamerican Academy of Management, Vol. 14, No. 3.

Fama E., Jensen M. (1983a), *Separation of ownership and control*, „Journal of Law and Economics", Vol. 26, No. 2.

Fama E., Jensen M. (1983b), *Agency problems and residual claims*, „Journal of Law and Economics", Vol. 26, No. 2.

Gerstner L.V.Jr., Anderson H.M. (1976), *The Chief-Financial-Officer as Activist*, „Harvard Business Review", Vol. 54.

Gomez-Mejia L., Nunez-Nickel M., Gutierrez I. (2001), *The role of family ties in agency contracts*, „Academy of Management Journal", Vol. 44, No. 1.

Gurd B., Thomas J. (2012), *Family business management: Contribution of the CFO*, „International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research", Vol. 18, No. 3.

Howell R.A. (2006), *The CFO: from controller to global strategic partner*, „Financial Executive" Vol. 22, No. 3.

Klein S., Bell F. (2007), *Non-family executives in family businesses: a literature review*, „Electronic Journal of Family Business Studies", Vol. 1, No. 1.

Lutz E., Schraml S. (2011), *Family firms: should they hire an outside CFO?*, „Journal of Business Strategy", Vol. 33, No. 1.

Mendonca M., Kanungo R.N. (1994), *Managing Human Resources*, „The Issue of Cultural Fit, Journal of Management Inquiry", Vol. 3, No. 2.

Morck R., Yeung B. (2003), *Agency problems in large family business groups*, „Entrepreneurship Theory and Practice", Vol. 27, No. 4.

Schulze W.S., Lubatkin M.H., Dino R.N., Buchholtz A.K. (2001), *Agency relationships in family firms: Theory and evidence*, „Organization Science", Vol. 12, No. 2.

Songini L. (2006), *The professionalization of family firms: theory and practice*, w: P. Poutziouris, K. Smyrnios, S. Klein (eds.), *Handbook of research on family business*, Edward Elgar, Cheltenham, Northampton.

Whitley R. (1986), *The Transformation of Business Finance into Financial Economics: The Roles of Academic Expansion and Changes in U.S. Capital Markets*, „Accounting, Organizations and Society", Vol. 11, No. 2.

Streszczenie

Celem artykułu było opisanie problematyki zarządzania finansami w przedsiębiorstwie rodzinnym z perspektywy dyrektora finansowego. Opisano relacje i oczekiwania pomiędzy interesariuszami firmy rodzinnej a dyrektorem finansowym w ujęciu teorii organizacji. Wskazano, jak wraz z rozwojem zarządzania zmieniła się rola dyrektora finansowego oraz zidentyfikowano najistotniejsze czynniki decydujące o potrzebie zatrudnienia zewnętrznego dyrektora finansowego

przez właścicieli i zarządzających firmami rodzinnymi. Przedstawiono problemy, które są nieodłączne w procesie poszukiwań, rekrutacji, jak i wdrażania CFO w strukturę i funkcjonowanie firmy. Ponadto dokonano porównania roli i pozycji zewnętrznego dyrektora finansowego z dyrektorem finansowym będącym jednocześnie członkiem rodziny. Opisany został także wpływ specyficznej kultury organizacyjnej oraz wewnętrznych wartości przedsiębiorstwa rodzinnego na pracę dyrektora finansowego. Innym istotnym aspektem, który poruszają autorzy, jest także udział zewnętrznego dyrektora finansowego w procesie sukcesji w firmie rodzinnej.

Słowa kluczowe
zewnętrzny menedżer, zarządzanie przedsiębiorstwem, finanse korporacyjne, rodzina, teoria agencji

Chief financial officer in family businesses (Summary)

The article presents a problematic of finance management aspects in family businesses from a perspective of chief financial officer. Authors describe relationships and expectations between family businesses stakeholders and CFOs in a view of organizations theories. The article points out the transformation of CFOs role in a company in connection with development of corporate management standards and identifies the most important factors, which are crucial in need of employing external CFO by family businesses owners and management. Authors set out inherent problems associated with searching, recruiting and introducing external CFO into structure and functioning of a company. The article also compares role and position of external CFO in contrast to CFO, who is also a family member. Authors describe an impact on CFO workplace by an organizational culture and internal values of family businesses. Another important aspect, which the article describes, is contribution of external CFO in succession inside family company.

Keywords
external manager, enterprise management, corporate finance, family firm, agency theory

Maciej Stradomski*
Katarzyna Schmidt**

Klauzula przeciwko unikaniu opodatkowania z punktu widzenia ekonomisty

Wstęp

Wprowadzenie klauzuli o unikaniu opodatkowania (ustawa z dnia 13 maja 2016 r. o zmianie ustawy Ordynacja podatkowa oraz niektórych innych ustaw) stanowi istotną zmianę dla warunków funkcjonowania podmiotów gospodarczych w Polsce. Historyczne próby wprowadzenia analogicznych rozwiązań, jak i ostateczne uchwalenie klauzuli w 2016 r. spotkało się jak dotąd z ograniczoną analizą skutków jej oddziaływania. Niejako z definicji prowadzone do tej pory rozważania [Bryndziak, 2016; Obidowski, 2016; Olesińska, 2016] odnosiły się w głównej mierze do prawnopodatkowych konsekwencji planowanych, a później wprowadzonych rozwiązań. W niniejszym artykule chcielibyśmy zastanowić się nad nieco innym aspektem funkcjonowania klauzuli. Pomimo iż jest to narzędzie mające na celu ograniczenie agresywnej optymalizacji podatkowej wśród polskich przedsiębiorstw, osadzone jest ono na fundamentach teorii ekonomicznych aktualnych w momencie tworzenia międzynarodowych ram dla klauzul unikania opodatkowania. Oznacza to, iż założenia przyjęte przy budowaniu zasad funkcjonowania klauzuli, także w wersji obowiązującej w Polsce od ubiegłego roku, oparte są na wnioskach wywodzących się z neoklasycznej, liberalnej teorii rynku finansowego. Z jednej strony to dobrze, trudno bowiem o bardziej przejrzysty schemat myślenia o rynku, niż ten obowiązujący niemalże do końca ubiegłego wieku. Z drugiej jednak strony jest to fundament dosyć już mocno zmurszały, żeby nie powiedzieć popękany.

1. Koncepcja rynku doskonałego

Poddając szczegółowym rozważaniom ekonomicznym klauzulę przeciwko unikaniu opodatkowania, należy zauważyć, że została ona osadzona w koncepcji rynku doskonałego. Zabieg ten, będący zabiegiem nie tylko

* Prof. UEP dr hab., Katedra Inwestycji i Rynków Kapitałowych, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, al. Niepodległości 10, 61-875 Poznań, maciej.stradomski@ue.poznan.pl
** Mgr, Katedra Inwestycji i Rynków Kapitałowych, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, al. Niepodległości 10, 61-875 Poznań, katarzyna.schmidt@ue.poznan.pl

semantycznym, implikuje szereg założeń, które zostały implicite przyjęte przez ustawodawcę.

1.1. Asymetria informacji

Zgodnie z teorią ekonomii jednym z podstawowych założeń koncepcji rynku doskonałego jest pełna informacja o rynku [Rekowski, 2011]. W omawianym modelu przyjmuje się, że wszyscy uczestnicy rynku mają równy dostęp do informacji i że jest ona kompletna. Ustawodawca, nakładając na podatnika obowiązek przeanalizowania wszystkich możliwych scenariuszy postępowania, zakłada poniekąd jego omnipotencję. Podatnik decydent, chcąc dokonać czynności mającej skutki podatkowe, musi stworzyć kompletną listę scenariuszy, które będą prezentowały konsekwencje przyszłych działań. Takie sformułowanie klauzuli powoduje, że podjęcie decyzji optymalnej staje się niemożliwe. Model rynku doskonałego w realnej gospodarce nie występuje [McDermott, 2015], a założenie pełnej informacji o rynku jest utopijną koncepcją, która nigdy nie była i nie będzie spełniona.

W gospodarczej rzeczywistości przedsiębiorca może mieć problem nie tylko z pozyskaniem wszystkich informacji o otoczeniu zewnętrznym, ale również o procesach zachodzących wewnątrz organizacji. Duże podmioty, o złożonych strukturach, mają bardzo rozbudowane kanały przepływu danych, co powoduje, że nie wszystkie problemy są możliwe do zidentyfikowania i rozpoznania. Brak możliwości dysponowania pełną informacją powoduje powstanie luki informacyjnej, która może mieć wymiar zarówno wewnętrzny, jak i zewnętrzny. Luka ta, u jednych podmiotów większa, a u innych mniejsza, skutecznie uniemożliwia rozpatrzenie wszystkich możliwych scenariuszy przebiegu danej transakcji.

Przyjmując jednak, że ustawodawca nakłada na przedsiębiorcę obowiązek przeanalizowania tylko dostępnych scenariuszy, tzn. takich, które może on sporządzić na podstawie dostępnych informacji, rodzi się pytanie: które informacje przedsiębiorca mógł pozyskać zgodnie z zachowaniem należytej staranności, a których nie pozyskał w wyniku zaniedbania?

1.1.1. Koszty transakcyjne

Kwestia ta wydaje się tym bardziej wątpliwa, jeżeli weźmiemy pod uwagę koszty transakcyjne. „Zdobywanie informacji pociąga za sobą dodatkowe koszty, a osiągnięcie informacji pełnej wymagałoby ogromnych nakładów" [Rekowski, 2011, s. 210]. Wydaje się więc oczywiste, że w realnej gospodarce, gdzie mamy do czynienia z rynkami nieefektywnymi [Janicka, 2008], a co za tym idzie z odpłatnym dostępem do informacji, nie każdy podmiot gospodarczy ma równe szanse pozyskania wiedzy niezbędnej do podjęcia słusznej, z perspektywy ustawodawcy, decyzji. Ponadto należy pamiętać, że wartość informacji nie jest znana przed jej

pozyskaniem. Oznacza to, że konieczne staje się szacowanie użyteczności informacji i określenie opłacalności jej pozyskania [Klimkowski, 2002]. W związku z tym podmioty posiadające znaczne zasoby kapitałowe będą znajdowały się w pozycji uprzywilejowanej, ze względu na możliwość poniesienia większych nakładów na pozyskanie informacji. Ostatecznie koszty transakcyjne sprawią, że spotkamy się ze zjawiskiem dyskryminacji, a co za tym idzie – nierównym traktowaniem decydentów przez organ kontrolny.

Złożona problematyka informacji niedoskonałej jest cały czas tematem dyskusji wśród ekonomistów. Nie tak dawno, bo w roku 2007, dwaj uczeni – R. Frydman i M.D. Goldberg poczynili dzieło pt. *Imperfect Knowledge Economics*, dowodząc w nim, że w epoce gospodarki opartej na wiedzy, mamy tak naprawdę do czynienia z ekonomią wiedzy niedoskonałej. Słuszność wskazanej teorii przyznał również S. Phelps, laureat nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii. Wydaje się więc, że trafnym sformułowaniem odzwierciedlającym panujące realia będą słowa E. Mączyńskiej, która stwierdziła, że „w takich warunkach niedoskonała jest prawda i nieprawdziwa pewność" [Mączyńska, 2009, s. 143].

1.1.2. Ryzyko

Jeżeli nieprawdziwa staje się pewność, oznacza to, że podmioty działające na rynku podejmują decyzje w warunkach niepewności. Niekwantyfikowalna niepewność, zastępowana często mierzalnym pojęciem, jakim jest ryzyko, jawi się jako kolejna odsłona asymetrii informacji. Warto więc podkreślić, że asymetria informacji będąca bolączką decydentów wynika nie tylko z niemożliwości zgromadzenia wszystkich dostępnych danych na temat określonego zagadnienia, ale również z dynamiki gospodarki. Decydując się na przeprowadzenie określonej transakcji, podatnik ponosi ryzyko związane z kształtowaniem się przyszłych zdarzeń. W tym miejscu powstaje więc kolejne pytanie: na ile przedsiębiorca jest w stanie uwzględnić ryzyko w swoich działaniach? Jak podkreśla R. Frydman w rozmowie z J. Żakowskim [2008]: „kto szuka uniwersalnej pewności ten z natury rzeczy skazany jest na porażkę. (…) Nawet najwybitniejsi eksperci nie uwolnią nas od niepewności. (…) Nie da się stworzyć sensownej ekonomii abstrahującej od nieprzewidywalności ludzkich reakcji na sygnały, informacje, polecenia, bodźce". „W relacji wiedzy i ryzyka należy brać pod uwagę mechanizm poczucia kontroli nad sytuacją. Mniejsza wiedza oznacza na ogół potencjalnie mniejszy wpływ na daną sytuację" [Nawrocka, 2012, s. 431]. Ryzyko staje się zatem istotnym aspektem przy podejmowaniu decyzji, a jest ono tym większe, im wiedza, którą dysponuje podmiot, jest bardziej niedoskonała. Kwestią wymagającą rozwagi pozostaje więc określenie szans poszczególnych podmiotów gospodarczych, bo chodź

działają one na jednym rynku, to każdy z nich podejmuje suwerenne decyzje, postrzegając dane zagadnienie z innej perspektywy. W tym miejscu należy zwrócić uwagę na jeszcze jedną, pomijaną przez ustawodawcę kwestię. Perspektywa podmiotu gospodarczego, a więc ocena danej sytuacji, zależy w znacznej mierze od jego postawy wobec ryzyka. Każda jednostka gospodarcza charakteryzuje się inną postawą wobec ryzyka, a co za tym idzie – taka sama sytuacja może być odmiennie oceniona przez różnych decydentów. Osoba charakteryzująca się awersją do ryzyka nie może być porównywana z osobą skłonną do ryzyka, ponieważ próg racjonalności i pojęcie rozsądnego działania są dla tych dwóch osób zupełnie inne. To, co dla osoby preferującej ryzyko będzie działaniem akceptowalnym, dla podatnika cechującego się awersją do ryzyka będzie działaniem nierozsądnym i nieopłacalnym. Wynika to bezpośrednio z różnych funkcji użyteczności tych podmiotów. Osoba unikająca ryzyka wybiera pewność otrzymania średniej zamiast losowego bogactwa, natomiast jednostka preferująca ryzyko wybierze losowe bogactwo zamiast pewności otrzymania średniej. Te złożone, ale dobrze znane ekonomistom zagadnienie wywodzące się z mikroekonomicznych teorii von Neumana-Morgensterna [Kalinowski, 2009] jest na tyle obszernym i istotnym problemem, że mogłoby stać się przyczynkiem do oddzielnych rozważań. W tym miejscu wystarczy zasygnalizować jednak, że zestawianie w przepisie [ustawa, 2016, art. 119c § 2 pkt 5] ryzyka ekonomicznego lub gospodarczego z wyborem rozsądnie działającego podmiotu jest niepoprawne i kłóci się z tym, co zostało przed laty udowodnione. Ustawodawca nie jest w stanie wskazać definicji rozsądnego podmiotu, a co za tym idzie – nie jest w stanie ocenić decyzji podatnika z punktu widzenia ryzyka, ponieważ nie istnieje jedna funkcja użyteczności dla wszystkich podmiotów gospodarczych.

1.2. Racjonalność decyzji

Wkraczając w obszar podejmowania decyzji, dotykamy kolejnego kontrowersyjnego pojęcia, na którym została oparta koncepcja sensu ekonomicznego. Mowa tu o zagadnieniu racjonalności działań ludzkich. Wydaje się bowiem, że o sensie ekonomicznym możemy mówić tylko i wyłącznie przy milczącym założeniu, iż podmiot realizujący działania gospodarcze działa racjonalnie.

Rozważania na temat racjonalności działania podmiotów gospodarczych zostały rozpoczęte już przez przedstawicieli szkoły klasycznej, którzy po raz pierwszy wprowadzili do teorii ekonomii model *homo oeconomicus*. Model *homo oeconomicus*, *a priori* przyznawał podmiotowi gospodarującemu cechę racjonalności oraz zakładał pełną i adekwatną wiedzę podmiotu co do wyboru środków do realizacji preferowanego celu [Szarzec, 2002]. Założenia te zostały jednak szybko podważone, a sam model uznano za

niedoskonały. Przedstawiciele szkoły neoklasycznej zmodyfikowali ten model, nadając mu bardziej subiektywny charakter, dowodząc, że jednostki mogą być uznane za racjonalne, ale celem ich działania nie jest maksymalizacja bogactwa, jak postulowali klasycy, lecz maksymalizacja użyteczności. Odmienny punkt widzenia prezentował T. Veblen, który nie zgadzał się z samym pojęciem racjonalności i postulował uwzględnienie w modelu psychologii społecznej, która dowodziła, że postawy człowieka nie zawsze są racjonalne. Ekonomista podkreślał, że działania podmiotu gospodarującego bardzo często są zdeterminowane przez pewne nawyki myślowe, konwencjonalne zachowania, jak również uwarunkowania psychospołeczne i polityczne [Szarzec, 2002]. Jeszcze ostrzejszą krytykę założeń modelu *homo oeconomicus* prezentował H. Simon. Według wybitnego ekonomisty i psychologa racjonalność wymaga od decydenta pełnej wiedzy o świecie i niewyobrażalnie wysokich zdolności przewidywania konsekwencji swoich działań. W związku z tym „człowiek nie jest w stanie poznać i dokonać analizy wszelkich alternatyw. Wątpliwości budzi też możliwość takiego ich sformułowania, ażeby mogły one być wzajemnie wartościowane" [Klimkowski, 2002, s. 837]. Ostatecznym dowodem na nieracjonalność zachowań ludzkich były badania wykonane przez dwóch znakomitych uczonych: A. Tversky'ego i D. Kahnemana. Przeprowadzone przez nich eksperymenty wykazały, że człowiek, oceniając zjawiska niepewne, obarczone mniejszym lub większym ryzykiem, posługuje się szeregiem skrótów myślowych. Uproszczone heurystyki są używane przez decydentów automatycznie w celu oszczędności czasu i energii przeznaczonej na procesy myślowe. Przeprowadzone przez uczonych badania wykazały ponadto, że „człowiek z szeregu dostępnych informacji o danym zdarzeniu wybiera tylko niektóre i na podstawie zdefiniowanych przez Tversky'ego i Kahnemana skrótów myślowych dokonuje ostatecznej oceny" [tamże, s. 838]. Wyniki uzyskane z prowadzonych obserwacji zaowocowały Nagrodą Nobla dla D. Kahnemana[1] oraz powstaniem nowej teorii w ekonomii, zwanej teorią perspektywy.

Współczesną kontynuacją teorii perspektywy wydaje się być ekonomia behawioralna, która łączy dorobek nauk ekonomicznych z psychologią. Przedstawiciele ekonomii behawioralnej akcentują, że jednostki nie zawsze wybierają alternatywy uznawane w danym czasie za optymalne, a ilość czynników wpływających na podjęcie decyzji jest niemożliwa do skwantyfikowania. Trafnym sformułowanie podsumowującym dyskusje wokół pojęcia racjonalności wydaje się być stwierdzenie, że ludzie należą do gatunku *homo sapiens*, a nie *homo oeconomicus* i choć pod wieloma

[1] A. Tversky zmarł w 1996 r., Nagroda Nobla została przyznana D. Kahnemanowi w 2002 r. [Dzik, 2004].

względami przypominają racjonalnie rozumujące jednostki, to ich zachowania są znacznie bardziej skomplikowane [Mankiw, Taylor, 2015].

Przedstawiony rys historyczny postaw ekonomistów wobec pojęcia racjonalności utwierdza w przekonaniu, że decydent, tzn. jednostka gospodarująca, nie może być uznana za racjonalną. Oznacza to, że podjęte przez podatnika decyzje mogą być obarczone subiektywnymi odczuciami i doświadczeniami, które będą miały istotny wpływ na końcowy wynik transakcji. Przyjęcie przez ustawodawcę założenia o racjonalności decyzyjnej podatnika zdaje się więc być kolejnym nadużyciem oraz nieświadomym powrotem do ekonomii XVIII wieku. Niewystarczające wydaje się bowiem tłumaczenie, iż „miara racjonalności stosowana przez ekonomistów nie odpowiada potocznemu rozumieniu tego terminu. W języku codziennym racjonalność oznacza działania, za którym stoją dobre racje, działanie wykorzystujące tak wiele informacji, jak to tylko możliwe lub używając nieco bardziej formalnego języka – konsekwentne stosowanie adekwatnych środków w celu osiągnięcia dobrze określonych celów" [Blaug, 1995, s. 334].

1.3. Skutki asymetrii informacji i nieracjonalności działań podmiotów gospodarczych

Obszerne rozważania na temat asymetrii informacji i racjonalności podmiotów gospodarczych prowadzą do jeszcze jednej konkluzji. Po pierwsze, nawet jeżeli podmioty dysponowałyby doskonałą informacją, to ze względu na nieracjonalność zachowań mogłyby wybrać rozwiązanie, które jawi się jako nieracjonalne, a więc pozbawione sensu ekonomicznego. Po drugie, zakładając, że podmioty nie będą dysponowały pełną informacją przy podejmowaniu decyzji, należy stwierdzić, że ich decyzja nigdy nie będzie optymalna. Optymalną decyzję może bowiem podjąć tylko ten podmiot, który poznał wszelkie możliwe rozwiązania danego problemu i był w stanie je porównać.

Oznacza to, że eliminując jedną niedoskonałość, zawsze będziemy musieli zmierzyć się z drugą, która warunkuje proces decyzyjny podmiotu. Jak w związku z powyższym powinniśmy potraktować przyjęte implicite przez ustawodawcę założenia o doskonałej informacji i racjonalności podmiotów podejmujących decyzje? Wydaje się bowiem, że założenie o wszechobecności postępowania optymalizacyjnego jest w pewnym stopniu tautologią, na skutek niemożliwości poznania całej mapy preferencji jednostki [Klimkowski, 2002]. Jeżeli więc uznamy, że decydenci są jednostkami nieracjonalnymi dysponującymi niekompletnymi informacjami, to jak poddać ich działania ocenie? Czy powołana Rada do spraw unikania opodatkowania jest w stanie ocenić dane działanie w sposób obiektywny

i sprawiedliwy, skoro jej członkowie również borykają się z asymetrią informacji i nieracjonalnością?

2. Weryfikacja sensu ekonomicznego

2.1. Obiektywny i subiektywny sens ekonomiczny

Pewnym rozwiązaniem problemu asymetrii informacji i nieracjonalność podmiotów wydaje się uwzględnianie przez organ kontrolny tzw. subiektywnego i obiektywnego sensu ekonomicznego. W subiektywnej wersji sensu ekonomicznego uwzględniane są oczekiwania i motywy podatnika związane z daną transakcją przed jej zaistnieniem. Oznacza to, że decydent ma prawo wskazać przebieg czynności, które jego zdaniem byłyby adekwatne do jego sytuacji. W takim przypadku organ podatkowy powinien oprzeć się na scenariuszu przedstawionym przez podatnika, jeśli tylko odpowiada on przesłankom uznania czynności za odpowiednią do okoliczności, w których działał podatnik. Scenariusz przedstawiony przez podatnika obejmuje informacje, do których w danym czasie miał dostęp decydent, co oznacza, że organ podatkowy nie powinien wymagać od podatnika analizy informacji niemożliwych do pozyskania. Tutaj jednak pojawia się kolejny problem. Jak oddzielić decydentów uczciwych od tych kreujących scenariusze fałszywe i celowo wprowadzające w błąd? [Bankmann, 2000]. Remedium na te wątpliwości mogłaby być ocena sensu ekonomicznego w wersji obiektywnej, podczas której organ kontrolny ma za zadanie zweryfikować rzeczywiste skutki transakcji, tzn. ocenić, czy podjęte decyzje wygenerowały jakiś efekt niepodatkowy. Wygenerowanie efektu niepodatkowego nie oznacza jednak, że będzie on wystarczający, by nie podważyć sensu ekonomicznego danej transakcji. Oczywistym więc pytaniem, które nasuwa się podczas dokładnej analizy klauzuli, jest kwestia tego, jak duża korzyść niepodatkowa będzie wystarczająca, by transakcja nie została uznana za sztuczną?

Bazując na literaturze zagranicznej [Bankmann, 2000; Lederman, 2010], należy stwierdzić, że kryterium subiektywne i obiektywne są współzależne, tzn. że nie powinny być rozpatrywane oddzielnie. Pomimo to zastanawiać może, jakie stanowisko przyjmie organ kontrolny w sytuacji gdy jedno kryterium zostanie spełnione, a drugie nie oraz które kryterium w takim przypadku będzie miało większą wagę. E. Jensen [2015] wskazuje, że jeżeli kryterium subiektywne i obiektywne są traktowane jako czynniki koniunkcji, to niespełnienie chociażby jednego z kryteriów obciąża podatnika. Z drugiej jednak strony autor podkreśla, że sądy nie wypracowały jednolitego stanowiska odnośnie do sposobu rozpatrywania kryterium subiektywnego i obiektywnego.

Odwołując się do polskich doświadczeń podatkowych w innych aspektach, można jednak sformułować wniosek, że badane kryteria będą współzależne, ale nie będą czynnikami koniunkcji. Dzięki temu istnieje szansa, że unikniemy sytuacji, w której podatnik zostałby obciążony zobowiązaniem podatkowym, które powstało w wyniku transakcji, która choć sensowna ekonomicznie przed jej zawarciem, w rozliczeniu nie przyniosła oczekiwanych korzyści ekonomicznych w takim wymiarze, który pozwoliłby na stwierdzenie, że korzyść podatkowa była drugorzędnym następstwem czynności gospodarczej.

2.2. Sens ekonomiczny w grupach kapitałowych

Ostatnim zagadnieniem, które wydaje się być nieweryfikowane ani przez kryterium subiektywne, ani przez kryterium obiektywne, jest kwestia różnych poziomów racjonalności. Jeżeli mimo wszystko organ podatkowy zamierza oceniać racjonalność podmiotów, to czy właściwym jest ocenianie podmiotu bez uwzględniania struktur, w jakich działa? Wiele przedsiębiorstw działa w grupach kapitałowych, które mają określoną politykę postępowania. Może więc dojść do sytuacji, w której dana transakcja z punktu widzenia pojedynczego podmiotu nie będzie miała sensu ekonomicznego, jednak z perspektywy całej grupy kapitałowej będzie uzasadniona. Wydaje się, że organ kontrolny nie będzie uwzględniał polityki grupy, jeżeli dana transakcja pomiędzy dwoma stronami przyniesie podmiotowi głównie korzyść podatkową. Ta postawa, choć początkowo bulwersująca, może jednak być uznana za słuszną. Odwrotne stanowisko organu kontrolnego mogłoby spowodować, że pokusa nadużycia[2] wśród decydentów byłaby na tyle duża, iż rozgraniczenie pomiędzy uczciwymi a nieuczciwymi podatnikami wymagałoby zbyt dużych nakładów pracy i kapitału. Znalezienie złotego środka w tym przypadku wydaje się być niemożliwe. Ustawodawca próbuje jednak wyposażyć przedsiębiorcę w narzędzia zapewniające zabezpieczenie transakcji. Narzędziem tym jest opinia zabezpieczająca.

Opinia zabezpieczająca jest dokumentem, o który ma prawo wystąpić podatnik, wskazującym na brak przesłanek zastosowania klauzuli. Jeżeli decydent chce przeprowadzić lub przeprowadził transakcję, może wystąpić z wnioskiem o jej weryfikację pod kątem klauzuli przeciwko unikaniu opodatkowania. Należy jednak pamiętać, że opinia będzie obejmowała ochroną tylko wnioskodawcę, to znaczy, że z opinii nie będę korzystali inni uczestnicy danego zdarzenia gospodarczego, chyba że dane podmioty wystąpią wspólnie o wydanie takiej opinii. Ustawodawca zastrzegł jednak, że opinia nie będzie wydawana w przypadku stanu faktycznego

[2] „Pokusa nadużycia – skłonność osoby, która nie podlega pełnej kontroli, do nieuczciwych lub niepożądanych zachowań" [Mankiw, Taylor, 2015, s. 415].

lub zdarzenia, które stanowią unikanie opodatkowania, a jeżeli wydanie takiej opinii będzie miało miejsce, to nie będzie ona wywoływać skutków prawnych.

2.3. Sens ekonomiczny a seria transakcji

W tym miejscu należy zastanowić się nad jeszcze inną sytuacją. Jak organ podatkowy będzie weryfikował transakcję, która nie niosła za sobą sensu ekonomicznego, ponieważ była jedną z serii transakcji, które dopiero w ogólnym rozliczeniu mogą być poddane ocenie? Czy w takiej sytuacji zdecyduje się na wydanie opinii zabezpieczającej? W tym przypadku głównym kluczem przesądzającym o ostatecznej decyzji wydaje się być definicja pojęcia transakcji. Precyzyjne określenie, co ustawodawca rozumie pod pojęciem transakcji jest niezbędne w celu oceny sensu ekonomicznego. Zagraniczne rozwiązania pokazują, że w niektórych przypadkach zespół pojedynczych przedsięwzięć może być traktowany jako jedna duża transakcja [Jensen, 2015] i wówczas sens ekonomiczny powinien być rozpatrywany tylko z punktu widzenia tej transakcji. Kwestia stanowiska polskich organów podatkowych nie jest znana, w związku z czym trudno przedstawić tu konkretne wnioski.

Zakończenie

Jak widać, zaproponowana przez ustawodawcę klauzula niewątpliwie wypełnia lukę prawną związaną z unikaniem opodatkowania przez podmioty gospodarcze. Jej umyślnie mało precyzyjne ujęcie może jednak budzić liczne kontrowersje i wątpliwości zarówno wśród ekonomistów, jak i decydentów. Ciągłe zmiany zachodzące w otoczeniu, jego dynamika, powodują, że samemu decydentowi trudno określić konsekwencje swoich decyzji. W związku z tym zastanawiać może, czy klauzula o unikaniu opodatkowania będzie na tyle elastyczna, by oceniając podatnika, uwzględnić wszystkie czynniki, które uległy zmianom. Na chwilę obecną trudno wyciągnąć daleko idące wnioski na temat praktyki urzędniczej, ponieważ, pomimo iż przepisy mają zastosowanie już od ubiegłego roku, nadal nie mamy zbyt wielu decyzji zabezpieczających oraz wyroków czy postępowań. Wydaje się więc, że dopiero po upływie większej ilości czasu będziemy mogli poddać wprowadzony przepis głębszej analizie i pokazać jego rzeczywiste zastosowanie.

Jakie miejsce w praktyce gospodarczej zajmie klauzula przeciwko unikaniu opodatkowania okaże się w przyszłości, należy jednak podkreślić, że sama idea jej wprowadzenia jest jak najbardziej słuszna. Jeżeli stosowanie przepisu wpłynie na ograniczenie liczby agresywnych optymalizacji

podatkowych, a nie na aktywność gospodarczą podmiotów działających w dobrej wierze, to jej formułę będzie można uznać za właściwą.

Literatura

Bankman J. (2000), *The economic substance doctrine,* „Southern California Law Review", Vol. 74, No. 5.

Blaug M. (1995), *Metodologia Ekonomii,* Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Bryndziak S. (2016), *Klauzule anytabuzywne w międzynarodowym unikaniu opodatkowania,* „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia", nr 5(83), cz. 1.

Dzik B. (2004), *Daniel Kaheman i Amon Tversky,* „Decyzje", nr 1.

Janicka M. (2008), *Efektywność rynków finansowych – teoria a praktyka,* „Acta Universitatis Lodziensis", „Folia Oeconomica", nr 221.

Jensen E.M. (2015), *Sometimes Unguided (or Maybe Misguided) Economic Substance Guidance,* „Journal of Taxation of Investments", Vol. 32, No. 2.

Kalinkowski M. (2009), *Zarządzanie ryzykiem stopy procentowej w przedsiębiorstwie,* CeDeWu, Warszawa.

Klimkowski C. (2002), *Znaczenie założeń behawioralnych w ekonomii,* „Ekonomista" nr 6.

Lederman L. (2010), *W(h)ither Economic Substance?,* „Articles by Maurer Faculty", Paper 471.

Mankiw N.G., Taylor M.P. (2015), *Mikroekonomia,* PWE, Warszawa.

McDermott J.F.M. (2015), *Perfect competition,methodologically contemplated,* „Journal of Post Keynesian Economics", Vol. 37, No. 4.

Mączyńska E. (2009), *Ekonomia a przełom cywilizacyjny,* „Studia ekonomiczne", nr 3–4 (LXII–LXIII), Szkoła Główna Handlowa, INE PAN, Warszawa.

Nawrocka E. (2012), *Działania innowacyjne podmiotów gospodarczych a problem wiedzy niedoskonałej,* w: *Gospodarka lokalna w teorii i praktyce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław.

Obidowski J. (2016), *Klauzula przeciwko unikaniu opodatkowania nie przekreśla optymalizacji,* „Rzeczpospolista", http://www.rp.pl/Podatek-dochodowy/309199973-Klauzula-przeciwko-unikaniu-opodatkowania-nie-przekresla-optymalizacji.html#ap-1, dostęp: 21.01.2017.

Olesińska A. (2016), *General Anti-Avoidance Rule,* Infos, „Biuro Analiz Sejmowych", nr 5 (209), Warszawa.

Rekowski M. (2011), *Mikroekonomia,* Wydawnictwo Akademia, Poznań.

Szarzec K. (2002), *Koncepcje racjonalności działania gospodarczego w teorii ekonomii,* „Ruch prawniczy ekonomiczny i socjologiczny, Zeszyty Naukowe UAM", nr 3, Poznań.

Ustawa z dnia 13 maja 2016 r. o zmianie ustawy – Ordynacja podatkowa oraz niektórych innych ustaw wraz z uzasadnieniem, Dz.U. poz. 846.

Żakowski J. (2008), *Ekonomia niepewności. Ekonomia. Rozmowa z Romanem Frydmanem,* „Polityka", nr 10 (2644) z dnia 8.03.2008.

Streszczenie

Prezentowany artykuł jest próbą oceny klauzuli przeciwko unikaniu opodatkowania wprowadzonej w 2016 r. do polskich przepisów prawa podatkowego. Rozważania przedstawione w niniejszym opracowaniu mają charakter ekonomiczny, co oznacza, że nie odnoszą się do prawnych aspektów skonstruowania klauzuli. W celu realizacji przyjętych założeń na początku autorzy odwołali się do koncepcji rynku doskonałego, na której to została oparta klauzula o unikaniu opodatkowania. W tej części skupiono się na najważniejszych elementach koncepcji rynku doskonałego, to znaczy asymetrii informacji, kosztach transakcyjnych oraz ryzyku. Dodatkowo autorzy odwołali się do racjonalności decyzji podejmowanych przez podmioty gospodarcze. Drugim kluczowym elementem artykułu jest weryfikacja sensu ekonomicznego. W tej części starano się przedstawić sposoby oceny sensu ekonomicznego transakcji przez organ podatkowy. Całość opracowania została podsumowana w zakończeniu, w którym wskazano na dalszą potrzebę badania omawianego zagadnienia.

Słowa kluczowe

sens ekonomiczny, klauzula, podatnik, transakcja

General Anti-Avoidane Rule from the economic point of view (Summary)

The presented article is an attempt of evaluation of the anti-avoidance rule, which was issued to the polish tax law in 2016. These contemplations are strictly economical, so they do not consider the juridical aspects of the construction of the rule. In order to realize assumptions, at the beginning of the article, the authors refer to the perfect market conception which was a basis for the anti-avoidance rule. In this part, the authors describe the most important elements of the conception, for example: information asymmetry, transaction costs and risk. In addition, the article refers to rationality decision making process. The second part of the article is concentrated on the verification of economic substance. In this section, the authors try to present different ways of the assessment of the economic substance. At the end, readers can find the conclusion, which point out findings and implicate that presented subject can and need to be explored in the future.

Keywords

economic substance, rule, taxpayer, transaction

Magdalena Swacha-Lech*

Zachęty podatkowe jako jeden z czynników umożliwiających mobilizację dodatkowych oszczędności emerytalnych w Polsce

Wstęp

Zgodnie ze spostrzeżeniami J. Ruteckiej-Góry wśród najważniejszych czynników determinujących rozwój dodatkowego zabezpieczenia emerytalnego należy wskazać [Rutecka, 2014, s. 262–264]:

- poziom świadczeń uzyskiwanych z publicznego systemu emerytalnego (niski poziom świadczeń oczekiwanych z systemu publicznego stanowi przesłankę do gromadzenia dodatkowych oszczędności emerytalnych),
- stopień zamożności społeczeństwa,
- poziom wiedzy finansowej,
- poziom rozwoju rynków finansowych (rozwój oferty produktowej),
- zaangażowanie pracodawcy i państwa w organizację programów i ich finansowe wsparcie,
- elastyczność oferowanych rozwiązań,
- stosowanie ulg i zachęt podatkowych.

Celem niniejszego artykułu jest ukazanie zachęt podatkowych jako jednego z czynników, który może być wykorzystany przez rządy poszczególnych państw, zarówno do mobilizacji nowych oszczędności długoterminowych, jak i w celu przesunięcia gromadzonych środków do oszczędności emerytalnych. W opracowaniu dokonano przeglądu literatury zagranicznej i krajowej dotyczącej modeli opodatkowania. Następnie na podstawie analizy danych OECD dokonano oceny popularności ich zastosowania wśród 35 państw należących do OECD.

W artykule wykorzystano ponadto wyniki badań empirycznych odnoszących się do zagadnienia oceny skuteczności zachęt podatkowych w kontekście mobilizacji dodatkowych oszczędności długoterminowych w grupie państw OECD. W końcowej części artykułu zaprezentowano kształt zwolnień podatkowych stosowanych w ramach systemu emerytalnego w Polsce oraz ocenę ich skuteczności. Na tym tle autorka ukazała kierunki możliwych zmian, których wprowadzenie umożliwiłoby większą

* Dr, Katedra Finansów, Wydział Nauk Ekonomicznych, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, ul. Komandorska 118/120, 53-345 Wrocław, magdalena.swacha-lech@ue.wroc.pl

skuteczność działań wycelowanych w mobilizację dodatkowych oszczędności emerytalnych przez Polaków.

1. Modele opodatkowania stosowane w krajach OECD

Przedmiotem opodatkowania (T – *tax*) bądź też zwolnienia opodatkowania (E – *exempt*) w kontekście oszczędności emerytalnych może stać się każdy z trzech następujących elementów: wnoszone środki, uzyskany dochód kapitałowy, wypłacane świadczenia [Yoo, de Serres, 2004, s. 75]. Takie założenie staje się podstawą do wyróżnienia 8 zasadniczych typów modeli opodatkowania (tab. 1).

Najbardziej popularnym reżimem podatkowym w krajach OECD jest model EET (*Exempt-Exempt-Tax*), oznaczający zwolnienie z opodatkowania w momencie wnoszenia składki, zwolnienie oszczędności emerytalnych z podatku od dochodów kapitałowych oraz opodatkowanie wypłacanych świadczeń. Taki reżim podatkowy stosowany jest w 24 na 35 państw członkowskich, tj. w Kanadzie, Grecji, Islandii, Irlandii, Japonii, Holandii, Hiszpanii, Szwajcarii, Wielkiej Brytanii, Austrii, Chile, Estonii, Finlandii, Francji, Niemczech, Korei, Luksemburgu, Meksyku, Norwegii, Polsce, Portugalii, na Słowenii i Łotwie oraz w Stanach Zjednoczonych [OECD, 2016, s. 62–64].

Tablica 1. Modele opodatkowania stosowane w przypadku systemów emerytalnych państw OECD wg stopnia ich popularności

EET	Kanada, Grecja, Islandia, Irlandia, Japonia, Holandia, Hiszpania, Słowenia, Szwajcaria, Wielka Brytania, Austria, Chile, Estonia, Finlandia, Francja, Niemcy, Korea, Łotwa, Luksemburg, Meksyk, Norwegia, Polska, Portugalia, USA
TET	Finlandia, Francja, Niemcy, Izrael, Meksyk, Norwegia
TTE	Meksyk, Nowa Zelandia, Słowacja, Turcja, USA
ETT	Włochy, Korea, Luksemburg, Szwecja
TEE	Estonia, Węgry, Korea, Polska
ETE	Łotwa, Portugalia
TTT	Francja, Meksyk
EEE	Słowacja

Źródło: [OECD, 2016, s. 62–64].

Uwzględniając sposób podejścia do opodatkowania wypłat świadczeń wśród państw stosujących model EET, można wyróżnić dwie podgrupy: państwa, które zbliżają się do tzw. czystego reżimu EET, w których to wypłata środków jest opodatkowana podatkiem dochodowym, oraz państwa, w których wypłata środków jest częściowo (*partially*) opodatkowana – reżim EEpT [Yoo, de Serres, 2004, s. 76].

Należy pamiętać jednocześnie, że większość z analizowanych państw nie stosuje tego samego reżimu podatkowego w każdym przypadku – tj. dla wszystkich elementów systemu emerytalnego. System EET dla wszystkich składowych systemu emerytalnego stosowany jest wyłącznie w 10 pierwszych z wymienionych w tabeli państw, podczas gdy pozostałe państwa obok tego reżimu podatkowego stosują także inne rozwiązania. Dla przykładu można wskazać Chile, gdzie w odniesieniu do składek obowiązkowych i dla składek dobrowolnych typu B występuje reżim podatkowy EET, podczas gdy w przypadku składek dobrowolnych typu A zastosowano model TTE.

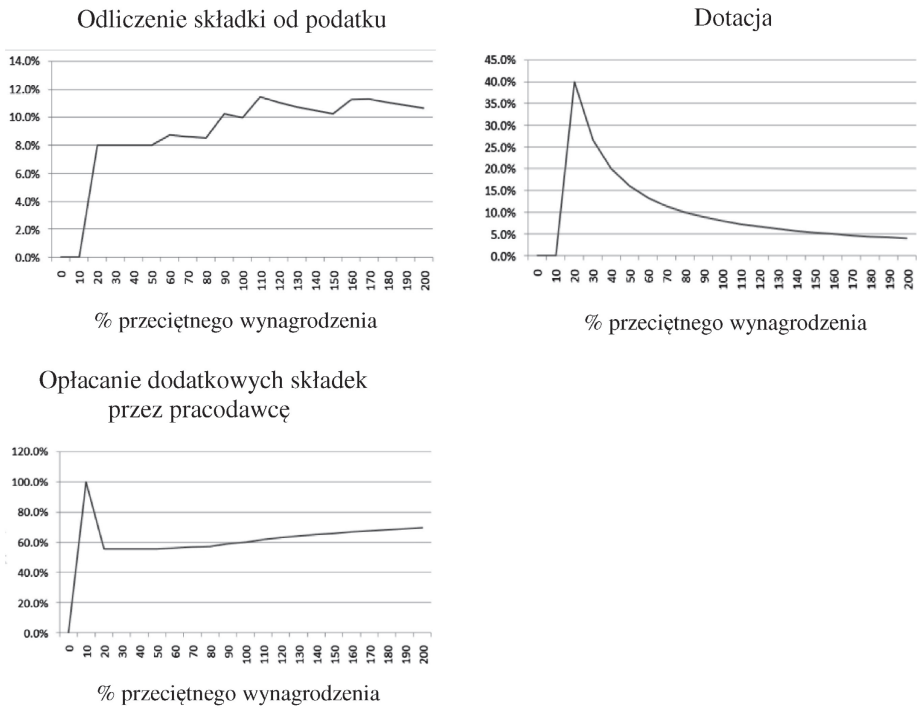
Zgodnie z danymi zaprezentowanymi w tablicy 1 najrzadziej stosowane modele opodatkowania przy konstrukcji poszczególnych składowych systemów emerytalnych w OECD to TTT i EEE. Rozwiązanie, w którym opodatkowaniu podlega każdy z trzech możliwych elementów (składka, dochody kapitałowe i wypłaty), zastosowano w przypadku dwóch krajów, tj. we Francji, gdzie w ten sposób opodatkowano dobrowolny, długoterminowy pracowniczy plan emerytalny PERCO, oraz w Meksyku – w odniesieniu do dobrowolnego planu dla pracowników sektora publicznego Solidarity Savings. Reżim EEE oznaczający z kolei zwolnienie z opodatkowania wpłat, dochodów i wypłat, zastosowano jedynie na Słowacji – w przypadku planów należących do II filaru systemu emerytalnego.

2. Ocena skuteczności zachęt podatkowych w kontekście mobilizacji dodatkowych oszczędności emerytalnych w państwach OECD

Za pomocą zachęt podatkowych rządy poszczególnych państw mogą promować oszczędności emerytalne w celu zwiększania poziomu oszczędności krajowych, relokowania oszczędności w produkty emerytalne oraz wzmacniania roli prywatnych oszczędności emerytalnych [OECD, 2016, s. 42].

Ocena skuteczności zachęt podatkowych w kontekście mobilizacji dodatkowych oszczędności długoterminowych w danym państwie dostarcza jednakże wielu trudności. Ayuso, Jimeno oraz Villanueva [2007] podkreślają szczególne znaczenie wysokiego poziomu heterogeniczności odpowiedzi jednostek na wprowadzone preferencje. Inaczej bowiem reagują osoby młode, a inaczej osoby będące w wieku okołoemerytalnym; różna jest też skuteczność w odniesieniu do osób z wysokim i niskim poziomem dochodów. Analizę korzyści uzyskiwanych przez oszczędzających z uwzględnieniem różnic w poziomie ich dochodu w przypadku trzech różnych bodźców fiskalnych prezentuje rysunek 1.

Rysunek 1. Korzyści uzyskiwane przez oszczędzających o zróżnicowanym poziomie dochodów dla trzech rozwiązań fiskalnych (% podatku)



Źródło: [Antolin, Lopez Ponton, 2008, s. 62–63].

Wprowadzając do systemu emerytalnego dodatkowo rozwiązanie w postaci dotacji bądź opłacania składek przez pracodawców, korzyści, które są uzyskiwane przez oszczędzających, rosną. Jako rozwiązanie umożliwiające największe korzyści zarówno dla osób o wysokich, przeciętnych, jak i niskich dochodach rysuje się dotacja. Z tego też względu dotacja jest postrzegana jako instrument, który skutecznie zwiększa uczestnictwo oszczędzających w dodatkowych planach emerytalnych.

Ocena efektów działań danego państwa w analizowanym obszarze może różnić się także w zależności od momentu dokonania tej oceny. Poziom skuteczności zachęt podatkowych w momencie ich wprowadzenia może być bowiem zupełnie inny niż w przypadku ich występowania w dłuższym okresie.

W niektórych państwach konstrukcja zachęt fiskalnych powoduje uzyskiwanie większych korzyści w obowiązkowej części systemu emerytalnego niż w dobrowolnej (np. Australia, Islandia, Meksyk, Holandia, Norwegia, Słowacja), w innych zaś większe korzyści podatkowe wiążą się z gromadzeniem dodatkowych oszczędności emerytalnych (np. w Chile, Danii, Estonii, Litwie). W 19 krajach OECD zauważono ponadto występowanie

większych korzyści fiskalnych oferowanych osobom z niskimi poziomami dochodów [OECD, 2016, s. 65].

Podczas analizy oceny korzyści podatkowych, jakie uzyska osoba o średnich dochodach, dla 35 państw OECD [OECD, 2016, s. 62–64] pozytywnie wyróżnia się Meksyk. W przypadku tego kraju oszczędzający w planie Solidarity Savings mogą bowiem uzyskać najwyższy poziom korzyści (281% bieżącej wartości składki). Warto podkreślić, że drugi najlepszy wynik stanowi wartość 51% – odnotowana w przypadku Izraela oraz obligatoryjnej części systemu w Meksyku. Negatywnie zaś w sporządzonym przez OECD zestawieniu prezentują się Austria i Norwegia (odpowiednio: –14% i –2% bieżącej wartości składki).

Uwzględniając wyniki badań empirycznych odnoszących się do problematyki zachęt podatkowych, należy wskazać dwa główne rezultaty wpływu zachęt na oszczędności emerytalne [Ayuso i inni, 2007, s. 9]:

- zwiększają się oszczędności gromadzone przez jednostki w okresie ich aktywności zawodowej (efekt dochodowy),
- zmienia się sposób alokacji oszczędności, zwiększa poziom oszczędności długoterminowych, np. w postaci składek wnoszonych do pracowniczych planów emerytalnych, tj. aktywów o mniejszym stopniu płynności, zmniejszających tym samym prawdopodobieństwo użycia tychże środków przed okresem przejścia na emeryturę (efekt realokacji).

G. Pang podkreśla, iż wyniki badań nad efektywnością zachęt podatkowych w USA nie są jednorodne, dowodząc występowania następujących tendencji [Pang, 2006, s. 2]:

- znaczna część składek wnoszona jest jako nowe oszczędności [Venti, Wise, 1995, s. 579–601; Venti, Wise, 1986, s. 7–48; Venti, Wise, 1987, s. 661–698; Venti, Wise, 1990, s. 235–254; Poterba i inni, 1995, s. 1–32; Poterba i inni, 1996, s. 91–112; Benjamin, 2003, s. 1259–1290];
- ograniczony dowód na to, że reakcją na bodźce podatkowe są składki wnoszone jako nowe oszczędności [Engen, Gale, 1993; Engen i inni, 1994, s. 85–180; Engen i inni, 1996, s. 113–138];
- efektywność zachęt podatkowych leży gdzieś pomiędzy dwoma poprzednimi rezultatami [Hubbard, Skinner, 1996, s. 73–90].

W Danii zmiany wprowadzone w obszarze preferencji podatkowych nie miały znaczącego wpływu na poziom nowych składek wnoszonych do pracowniczych programów emerytalnych. Oddziaływanie zachęt podatkowych ograniczało się zatem do efektu realokacji [Banerjee, Adams, 2013, s. 14]. Występowanie efektu realokacji potwierdziły także badania przeprowadzone przez O. Attanasio, J. Banksand oraz M. Wakefield w 2004 r. dla Wielkiej Brytanii. Analiza oszczędności gromadzonych zarówno na

kontach TESSA (Tax Exempt Special Savings Accounts), jak i ISA (Individual Savings Accounts) dowiodła, że angażują one nowe składki [Attanasio i inni, 2004].

Brak znaczącego wpływu zachęt podatkowych na zachowania jednostek w obszarze gromadzenia oszczędności emerytalnych zaobserwowano ponadto w Niemczech. Brak skuteczności podjętych w tym zakresie działań tłumaczony jest między innymi wysoką skłonnością do oszczędzania wśród niemieckich gospodarstw domowych oraz powszechnością i dobrą znajomością instrumentów finansowych dedykowanych długoterminowemu oszczędzaniu [Corneo i inni, 2011, s. 22–23].

Ocena wpływu wprowadzonych zachęt podatkowych w Hiszpanii nie jest jednorodna. Ayuso, Jimeno oraz Villanueva [2007] podkreślają dużą zależność odnotowanych reakcji wśród społeczeństwa od przynależności do poszczególnych grup wiekowych. Szczególny wpływ na zachowania jednostek w obszarze decyzji oszczędnościowych obserwowane w Hiszpanii ma bowiem czas pozostały do uzyskania uprawnień emerytalnych. Po wprowadzeniu zachęt podatkowych zauważono mały spadek konsumpcji wśród osób w przedziale wiekowym 56–65 (jest to grupa, która w największym stopniu wykazuje aktywność w zakresie gromadzenia składek w programach emerytalnych). Większy spadek konsumpcji odnotowano z kolei w przypadku osób będących w wieku 46–55 lat. Gospodarstwa domowe będące na progu emerytury uznają odłożone na emeryturę środki jako substytucyjne w odniesieniu do innych form oszczędności i dążą do tego, by w pełni wykorzystywać limity dla środków umożliwiających korzystanie z preferencji podatkowych, nie tylko przez odkładanie nowych środków, ale także realokację oszczędności [Ayuso i inni, 2007, s. 10].

3. Ocena skuteczności zachęt podatkowych w kontekście mobilizacji dodatkowych oszczędności emerytalnych w Polsce oraz proponowane kierunki zmian

Dobrowolne oszczędności emerytalne nie cieszą się w Polsce popularnością. Zgodnie z informacjami pochodzącymi z KNF w 2016 r. IKE posiadało 902,6 tys. osób, co stanowiło zaledwie 5,5% liczby osób pracujących. W analizowanym roku powstało 92,5 tys. nowych IKE. Wartość rynku IKE pod względem zgromadzonych aktywów wyniosła 6,7 mld zł (co stanowi wzrost o 17,9% w porównaniu do 2015 r.). Wysokość średniej wpłaty na IKE wyniosła 3,7 tys. zł, a wartość przeciętnego stanu rachunku wyniosła 7,4 tys. zł.

Według stanu na koniec 2016 r. IKZE posiadało z kolei 643,1 tys. osób, co stanowiło 3,9% liczby osób pracujących. Wartość rynku IKZE pod względem zgromadzonych aktywów wyniosła 1,1 mld zł (wzrost o 74% w porównaniu

do stanu na koniec 2015 r.). W badanym okresie powstało 63,9 tys. nowych IKZE (o 28,3 tys. mniej niż w roku poprzednim, podczas gdy w przypadku IKE odnotowano wzrost o 19,7 tys. kont). Wysokość średniej wpłaty na IKZE wyniosła 2,8 tys. zł, a wartość przeciętnego stanu rachunku IKZE wyniosła 1,7 tys. zł. Podstawowe dane o IKE i IKZE za rok 2016 zawiera tablica 2.

Tablica 2. Podstawowe dane o IKE i IKZE za 2016 rok

Rodzaj kont:	Konta otwarte w ciągu roku	Wypłaty dokonane z konta w ciągu roku	Zwroty dokonane z kont w ciągu roku	Konta prowadzone na koniec roku	Konta, na które dokonano wpłat
IKE	92 470 szt.	148 462 tys. zł	292 265 tys. zł	902 615 szt. 6 655 497 tys. zł	285 001 szt. 1 065 472 tys. zł
IKZE	63 941 szt.	872 tys. zł	29 077 tys. zł	643 112 szt. 1 078 090 tys. zł	169 603 szt. 473 580 tys. zł

Źródło: [*Informacje liczbowe o rynku IKE za 2016 r.*; *Informacje liczbowe o rynku IKZE za 2016 r.*].

Pracowniczymi programami emerytalnymi na koniec 2016 r. objętych było natomiast 395,6 tys. osób (wzrost o 0,8% w stosunku do 2015 r.). Wartość aktywów zgromadzonych w PPE na dzień 31.12.2016 r. wyniosła zaś 11,4 mld zł.

Rodzaj zachęt podatkowych stosowanych w ramach IKE sprowadza się do zwolnienia z podatku od dochodów kapitałowych, a w przypadku IKZE dodatkowo występuje także możliwość odliczenia składki od podstawy opodatkowania oraz zryczałtowany, 10% podatek od wypłat. Zachęty powiązane z PPE to zwolnienie dochodów kapitałowych z tzw. podatku Belki oraz fakt, iż składka podstawowa płacona jest przez pracodawcę (do 7%wynagrodzenia). Roczny limit składki na IKZE ustanowiono na poziomie 300% przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia w gospodarce narodowej (12 789 zł na 2017 r.), zaś IKE – na poziomie 120% (5 115,60 zł na 2017 r.). Limit wpłat w przypadku PPE w odniesieniu do składki dodatkowej to 450% przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia w gospodarce narodowej (19 183,50 zł na 2017 r.). Tablica 3 prezentuje wartość preferencji podatkowych z tytułu IKE i IKZE w latach 2009–2014.

Tablica 3. Wartość preferencji podatkowych z tytułu IKE i IKZE w latach 2009–2014 (w mln zł)

Lata	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Dochody z tytułu oszczędzania na IKE	6	8	10	13	11	11
Wpłaty na IKZE	–	–	–	8	11	40

Źródło: [Ministerstwo Finansów, 2016, s. 10].

Zgodnie z cytowanym już w niniejszym artykule opracowaniem oceniającym korzyści podatkowe, jakie uzyska osoba o średnich dochodach dla grupy państw OECD, Polsce przypisano następujące wartości: 26% wartości bieżącej składki dla IKZE oraz 17% dla PPE i IKE [OECD, 2016, s. 62–64].

Jak wskazuje J. Rutecka-Góra, w Polsce brak jest danych niezbędnych do oceny efektów zachęt podatkowych dla IKE i PPE, natomiast analiza danych osób wpłacających składkę na IKZE, uwzględniająca poziom ich zamożności wskazuje, iż 90% ulgi podatkowej za rok 2012 przypadało na podatników z 9 i 10 grupy decylowej. Należy uznać zatem, że w Polsce występuje niemal wyłącznie efekt realokacji, co oznacza, iż stosowane zachęty fiskalne nie wywołują pożądanego efektu u osób, które nie oszczędzały wcześniej i nie mobilizują dodatkowych oszczędności [Rutecka i inni, 2016, s. 18–19].

Jak wskazują S. Kawalec, K. Błażuk i M. Kurek, obecne zachęty fiskalne stosowane dla osób oszczędzającym w III filarze nie są skuteczne. Autorzy ci zauważają, iż w przypadku IKE i IKZE trudno jest jednoznacznie stwierdzić, do kogo są one adresowane. Zgodnie z doświadczeniami pochodzącymi z innych krajów, takie zachęty podatkowe nie są atrakcyjne dla osób mniej zamożnych, natomiast potencjalną atrakcyjność tych produktów dla osób zamożnych osłabiają niskie limity wpłat [Kawalec i inni, 2015, s. 25].

Rekomendowane zmiany, które pozwoliłyby wpłynąć na skuteczną mobilizację nowych środków oraz rozszerzenie korzystania z III filarowych form gromadzenia oszczędności emerytalnych na osoby o niższych dochodach koncentrują się wokół degresywnej ulgi podatkowej oraz dopłat jednorazowych. Pierwsza z rekomendacji ma na celu przyciągnięcie jak najwyższej liczby osób z niższych grup dochodowych i nieposiadających dotychczas możliwości gromadzenia środków w ramach PPE czy IKE/IKZE. Największe korzyści przyniosłoby przypisanie największych ulg do osób należących do pierwszych 6 decyli dochodowych (osoby zarabiające do ok. 60% przeciętnego wynagrodzenia) [Rutecka i inni, 2014, s. 57–76].

Autorzy opracowania pt. *Jak mobilizować dodatkowe oszczędności emerytalne?* formułują ponadto opinię, iż w porównaniu z ulgą podatkową, bardziej zrozumiałą i skuteczną formą zachęty pracownika jest dopłata budżetowa, zwłaszcza dla osób o niskim poziomie wiedzy ekonomicznej. Dopłata z budżetu państwa zapewnia ponadto konstrukcję programu zapewniającą największy poziom atrakcyjności w przypadku osób o najniższych dochodach, ponieważ w ich przypadku relacja korzyści uzyskanych z uczestnictwa w systemie do kosztów wynikających z rezygnacji z części bieżącego wynagrodzenia będzie najwyższa [Kawalec i inni, 2015, s. 25, 32, 33]. Autorzy ci podkreślają ponadto, że zachęty podatkowe powinny

dotyczyć zarówno pracownika, jak i pracodawcy. Rekomendowaną przez autorów konstrukcję ulgi podatkowej dla pracowników stanowi system TEE (Tax-Extemp-Exempt).

Analizując informacje dotyczące proponowanych przez rząd zmian systemu emerytalnego, zawarte w Programie Budowy Kapitału, należy wskazać, iż Pracownicze Plany Kapitałowe (PPK) oraz Indywidualne Plany Kapitałowe (IPK) będą oferowały zachęty podatkowe zarówno dla pracodawców, jak i dla pracowników. W ramach programów pracownik może zadeklarować składkę w wysokości od 2 do 4% wynagrodzenia, pracodawca zaś – od 2 do 3%. Pracodawca otrzyma dofinansowanie składki w wysokości 0,5% z Funduszu Pracy (poprzez obniżenie składki na Fundusz Pracy do wysokości 30-krotności przeciętnego wynagrodzenia miesięcznego w gospodarce narodowej). Część składki pochodząca z Funduszu Pracy będzie doliczana do emerytury minimalnej.

Zgodnie z przyjętymi założeniami każdy pracownik przystępujący do programu otrzyma tzw. składkę powitalną w kwocie 250 zł. Szacowany udział zachęt ze strony państwa w łącznej składce będzie wynosić nawet około 30%. Szacowany łączny koszt zachęt fiskalnych PPK oraz IPK będzie wynosił około 2,2 mld PLN (0,11% PKB) w pierwszych 2 latach oraz 1,7 mld PLN (0,08% PKB) w kolejnych latach.

Zakończenie

Reasumując rozważania podjęte w niniejszym opracowaniu, należy wskazać, że zachęty podatkowe mogą przyczynić się do zwiększenia oszczędności emerytalnych, przy czym efekt ten może być uzyskany w oparciu o nowe składki bądź też realokację dotychczasowych oszczędności. W przypadku pierwszego rozwiązania jednostki podejmują działania, w wyniku których rośnie poziom oszczędności ogółem, podczas gdy drugie rozwiązanie nie wpływa na poziom oszczędności ogółem. Rozróżnienie to jest niezwykle istotne z punktu widzenia oceny działań prowadzonych w danym państwie. Mobilizacja nowych środków powoduje bowiem wzrost oszczędności krajowych ogółem, natomiast realokacja nie zwiększa poziomu oszczędności, obciążając budżet kosztami związanymi z wprowadzeniem i utrzymaniem zachęt podatkowych [Antolin, Lopez Ponton, 2008, s. 63].

Należy zaznaczyć ponadto, że sukces zachęt podatkowych w promowaniu nowych oszczędności leży we właściwym powiązaniu ich z innymi elementami konstrukcji systemów emerytalnych, które zachęcają do udziału w dodatkowych programach oszczędnościowych osoby z niskimi i średnimi poziomami dochodów, jak na przykład przymus lub quasi przymus uczestnictwa w planach emerytalnych (automatyczne członkostwo z opcją

wyjścia w określonym terminie: opt-out) czy też opłacanie dodatkowych składek przez pracodawcę (*matching contributions*) [tamże, s. 61].

Na podstawie przeglądu doświadczeń państw, takich jak: USA, Kanada, Rosja, Australia, Nowa Zelandia, Chile, Szwecja, Niemcy, Dania, Włochy, Francja, Holandia oraz Wielka Brytania, autorka niniejszego opracowania podjęła się próby wskazania czynników, które występując razem, przyczyniają się do zapewnienia powszechności pracowniczych programów emerytalnych. Do tych czynników należy zaliczyć [Swacha-Lech, 2016, s. 311–312]:

1) trzy strony finansowania składki: pracownik, pracodawca, państwo;
2) stworzenie systemu zachęt fiskalnych zarówno dla uczestników programów, jak i dla pracodawców;
3) wsparcie finansowe dla pracodawców;
4) system opt-out;
5) określenie prawa własności zgromadzonych środków;
6) stworzenie instrumentów finansowych z jednej strony umożliwiających efektywne pomnażanie środków, z drugiej zaś gwarantujących określony poziom ich bezpieczeństwa (możliwość dywersyfikacji środków, uwzględniająca różne preferencje uczestników dotyczące ryzyka);
7) stworzenie instrumentów finansowych ułatwiających skuteczne zarządzanie środkami osobom o przeciętnym i niskim poziomie wiedzy finansowej;
8) zapewnienie bieżącego dostępu do klarownych, zrozumiałych, właściwie wyselekcjonowanych informacji i analiz niezbędnych do zarządzania zgromadzonymi środkami, zwłaszcza w przypadku złożonych instrumentów i dynamicznych zmian występujących na rynkach finansowych;
9) właściwe określenie limitu kosztów zarządzania aktywami przez instytucje finansowe;
10) zagwarantowanie stabilności prawnej systemu;
11) stworzenie programu edukacji finansowej trwającej przez cały cykl życia jednostki, dostosowanej do wieku, aktualnej sytuacji życiowej jednostki, przynależności do grupy społecznej.

Ukazany zestaw zasad użytych do konstrukcji systemu emerytalnego, pozwoli w opinii autorki nie tylko na uwzględnienie ekonomicznych determinantów budowania kapitału na starość, lecz także na pokonanie pewnych psychologicznych destymulant oszczędzania.

Literatura

Antolin P., Lopez Ponton E. (2008), *The impact of tax incentives on retirement savings: a literature review*, w: OECD/IOPS, Global private pensions conference: proceedings, February.

Attanasio O., Banksand J., Wakefield M. (2004), *Effectiveness of Tax Incentives to Boost 2004 (Retirement) Saving: Theoretical Motivation and Empirical Evidence*, The Institute for Fiscal Studies, WP 04/33.

Ayuso J., Jimeno F., Villanueva E. (2007), *The effects of the introduction of tax incentives on retirement savings*, Banco de España, Documentos de Trabajo, No. 0724, Madrid 2007.

Banerjee S., Adams N. (2013), *Tax Preferences and Mandates: Is the Danish Savings Experience Applicable to the United States?*, „EBRI Notes", Vol. 34, No. 1.

Benjamin D.J. (2003), *Does 401(k) eligibility increase saving?: Evidence from propensity score subclassification*, „Journal of Public Economics", Vol. 87, No. 5–6.

ChłońDomińczakA., Góra M., Rutecka J. (2016), *Jakie zmiany regulacyjne mogłyby wpłynąć na podniesienie poziomu przyszłych świadczeń emerytalnych?*, Polish Pension Group SGH, Warsaw School of Economics.

Corneo G., Keese M., Schröder C. (2011), *The Effect of Saving Subsidies on Household Saving – Evidence from Germany*, Ruhr Economic Paper No. 170.

Does the tax treatment of retirement savings provide an advantage when people save for retirement? (2016), OECD Pension Outlook.

Engen E.M., Gale W.G. (1993), *IRAs and Saving in a Stochastic Life-Cycle Model*, „Mimeo", University of California, Los Angeles.

Engen E.M., Gale W.G., Scholz J.K. (1994), *Do Saving Incentives Work?*, „Brookings Papers on Economic Activity".

Engen E.M., Gale W.G., Scholz J.K. (1996), *The Illusory Effects of Saving Incentives on Saving*, „The Journal of Economic Perspectives", Vol. 10, No. 4.

Hubbard R.G., Skinner J.S. (1996), *Assessing the Effectiveness of Saving Incentives*, „The Journal of Economic Perspectives", Vol. 10, No. 4.

Informacje liczbowe o rynku IKE za 2016 r. (2016), KNF.

Informacje liczbowe o rynku IKZE za 2016 r. (2016), KNF.

Kawalec S., Błażuk K., Kurek M. (2015), *Jak mobilizować dodatkowe oszczędności emerytalne?*, Capital Strategy, Warszawa, 17 lutego 2015.

Ministerstwo Finansów (2016), *Załącznik B*: *Wartość preferencji podatkowych Preferencje podatkowe w Polsce*, nr 6, Warszawa.

OECD (2016), *OECD Pensions Outlook 2016*, OECD Publishing, Paris, http://dx.doi.org/10.1787/pens_outlook-2016-en.

Pang G. (2006), *Tax-Deferred Savings and Early Retirement*, „Watson Wyatt Technical Paper", No. 2006-RP-15.

Poterba J.M., Venti S.F., Wise D.A. (1995), *Do 401(k) Contributions Crowd Out Other Personal Saving*,, ‚Journal of Public Economics", Vol. 58.

Poterba J.M., Venti S.F., Wise D.A. (1996), *How Retirement Saving Programs Increase Saving*, „The Journal of Economic Perspectives", Vol. 10, No. 4.

Rutecka J. (2014), *Dodatkowe zabezpieczenie emerytalne – charakterystyka i czynniki rozwoju*, „Prace Naukowe UE we Wrocławiu", nr 342.

Swacha-Lech M. (2016), *Propozycje dotyczące kształtu III filaru systemu emerytalnego w kontekście oczekiwanej mobilizacji dobrowolnych oszczędności emerytalnych Polaków*, w: J. Rutecka-Góra, *Długoterminowe oszczędzanie. Postawy, strategie, wyzwania*, Warszawa.
Venti S.F., Wise D.A. (1986), *Tax-deferred Accounts, Constrained Choice and Estimation of Individual Saving*, „Review of Economic Studies", Vol. 53, No. 4.
Venti S.F., Wise D.A. (1987), *The Effects of Taxation on Capital Accumulation*, w: M. Feldstein (ed.), *IRAs and Saving*, University of Chicago Press.
Venti S.F., Wise D.A. (1990), *Have IRAs Increased U.S. Saving? Evidence from Consumer Expenditure Surveys*, „Quarterly Journal of Economics", Vol. 105, No. 3.
Venti S.F., Wise D.A. (1995), *Individual Response to a Retirement Saving Program: Results from U.S. Panel Data*, „Riocerche-Economiche", Vol. 49, No. 3.
Yoo K.-Y., de Serres A. (2004), *Tax Treatment of Private Pension Savings in OECD Countries*, „OECD Economic Studies", No. 39.

Użyte skróty

OECD – Organisation for Economic Co-operation and Development
KNF – Komisja Nadzoru Finansowego
IKE – Indywidualne Konta Emerytalne
IKZE – Indywidualne Konta Zabezpieczenia Emerytalnego
PPE – Pracownicze Programy Emerytalne

Streszczenie

Do najważniejszych czynników determinujących rozwój dodatkowego zabezpieczenia emerytalnego zalicza się:
– poziom świadczeń uzyskiwanych z publicznego systemu emerytalnego,
– stopień zamożności społeczeństwa,
– poziom wiedzy finansowej,
– poziom rozwoju rynków finansowych (rozwój oferty produktowej),
– zaangażowanie pracodawcy i państwa w organizację programów i ich finansowe wsparcie,
– elastyczność oferowanych rozwiązań,
– stosowanie ulg i zachęt podatkowych.

Celem niniejszego artykułu jest ukazanie zachęt podatkowych jako jednego z czynników, który może być wykorzystany przez rządy poszczególnych państw do mobilizacji nowych oszczędności długoterminowych oraz w celu realokacji gromadzonych oszczędności do oszczędności emerytalnych. W opracowaniu dokonano przeglądu literatury zagranicznej i krajowej dotyczącej modeli opodatkowania. Następnie na podstawie analizy danych OECD dokonano oceny popularności ich zastosowania wśród 35 państw należących do OECD.

W artykule wykorzystano ponadto wyniki badań empirycznych odnoszących się do zagadnienia oceny skuteczności zachęt podatkowych w kontekście mobilizacji dodatkowych oszczędności długoterminowych w państwach należących do OECD. W końcowej części artykułu zaprezentowano kształt zwolnień podatkowych stosowanych w ramach systemu emerytalnego w Polsce oraz dokonano

oceny ich skuteczności. Na tym tle autorka ukazała kierunki możliwych zmian w tym zakresie, których wprowadzenie umożliwiłoby większą skuteczność działań wymierzonych na mobilizację dodatkowych oszczędności emerytalnych przez Polaków.

Słowa kluczowe
system emerytalny, zachęty podatkowe, mobilizacja długoterminowych oszczędności emerytalnych, efekt realokacji

Tax incentives as one of factors enabling the mobilization of additional retirement savings in Poland (Summary)

The most important factors determining the development of additional retirement savings include:
– the level of pensions in public system,
– the level of society wealth,
– financial literacy,
– the level of development of financial market (the development of product offer),
– employer and state engagement in creation of programs and their financial support,
– flexibility of offered solutions,
– using of tax incentives.

The aim of the contribution is to present tax incentives as one of the factors which can be used by policy makers in different countries to mobilize the new long-term savings and in order to reallocate accumulated savings to retirement savings.

In this paper the author first reviewed foreign and local literature related to taxation regimes and then basing on OECD analysis assessed their popularity among 35 OECD members. The author used the results of empirical research referring to the evaluation of the effectiveness of tax incentives in the context of mobilization of long-term savings. In the last section the shape of tax incentives used within the framework of retirement system in Poland as well as assessment of their effectiveness were presented. Against such a backdrop the author showed the directions of possible changes, whose implementation would lead to better effectiveness of actions aimed to mobilization of additional retirement savings among Polish people.

Keywords
pension system, tax incentives, the mobilization of long-term retirement savings, reallocation effect

Magdalena Gostkowska-Drzewicka*
Ewa Majerowska**

Sektor finansowy a koniunktura – analiza ryzyka inwestycyjnego

Wstęp

Polski sektor finansowy uważany jest za jeden z najlepiej się rozwijających i najbezpieczniejszych w Unii Europejskiej. W okresie światowej recesji polskie banki zachowały dobrą kondycję. W latach 2008–2012 wsparcie dla sektora bankowego w Unii Europejskiej wyniosło aż 591 mld euro. Z pomocy skorzystały podmioty z 19 państw. Znaczącą część tej kwoty wykorzystały banki reprezentujące zaledwie trzy kraje – Niemcy, Wielką Brytanię oraz Hiszpanię. Łącznie kwota pożyczki udzielona instytucjom finansowym z tych trzech państw wyniosła aż 354 mld euro, czyli blisko 60% całej kwoty udzielonego wsparcia. Polskie banki jako jedne z nielicznych w Unii nie korzystały z pomocy [ZBP, 2014]. Wyniki finansowe w polskim sektorze bankowym ulegają poprawie z roku na rok. W 2016 r. wynik finansowy netto sektora bankowego wyniósł 13 908 mln zł i był aż o 24,3% wyższy od osiągniętego w 2015 r. Wzrost zysków odnotowano w 486 podmiotach skupiających 64,9% aktywów całego sektora [KNF, 2017a].

Kluczowe znaczenie dla wyników banków w kolejnych okresach będą miały zmiany koniunktury w polskiej gospodarce. Dlatego celem artykułu jest ocena poziomu ryzyka inwestowania w akcje banków notowanych na GPW w Warszawie w kontekście koniunktury gospodarczej. Dodatkowo porównano ryzyko inwestycji w akcje banków z ryzykiem inwestowania w akcje spółek prowadzących działalność w pozostałych sektorach gospodarki. Umożliwiło to odniesienie poziomu ryzyka inwestycji w sektor finansowy, reprezentowany w niniejszym artykule przez spółki bankowe, do ryzyka inwestycji w akcje podmiotów prowadzących działalność w sferze produkcyjnej i usługowej. Ryzyko to jest wyznaczone w oparciu o współczynnik beta wyznaczony na podstawie notowań wszystkich spółek z sektora niefinansowego.

* Dr, Katedra Finansów Przedsiębiorstw, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, ul. Armii Krajowej 101, 81-824 Sopot, magdalena.gostkowska-drzewicka@ug.edu.pl
** Dr, Katedra Ekonometrii, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, ul. Armii Krajowej 101, 81-824 Sopot, ewa.majerowska@ug.edu.pl

Sformułowana hipoteza badawcza zakłada, że poziom ryzyka inwestowania w spółki sektora finansowego uzależniony jest od cyklu koniunkturalnego, czyli spółki reagują na okresy ożywienia bądź recesji na rynku, a także ryzyko to jest relatywnie niższe niż ryzyko inwestowania w inne spółki na giełdzie. Realizacja celu i weryfikacja hipotezy badawczej wymagała zastosowania następujących metod badawczych:

a) procedury ekstrakcji cykli koniunkturalnych Bry-Boschan,
b) ekonometrycznych modeli wyceny kapitałowej, tj. modelu CAPM; poprawność oszacowanych modeli zweryfikowano za pomocą odpowiednich testów statystycznych.

Cykl koniunkturalny został wyodrębniony na podstawie danych miesięcznych pochodzących z testów koniunktury. Do oszacowania ryzyka wykorzystano miesięczne ceny akcji spółek notowanych na GPW w Warszawie w okresie od stycznia 2000 r. do kwietnia 2017 r. Obliczenia wykonano za pomocą programu Gretl.

Artykuł składa się ze wstępu, czterech części i zakończenia. W pierwszej części opisano istotę ryzyka inwestowania na rynku kapitałowym. W części drugiej scharakteryzowano czynniki ryzyka w sektorze finansowym. Część trzecia ma charakter metodyczny. Zawiera opis procedury ekstrakcji cyklu koniunkturalnego oraz zastosowanych modeli wyceny kapitałowej. W kolejnej części zaprezentowano wyniki badań, a w zakończeniu dokonano ich podsumowania.

1. Istota ryzyka inwestowania na rynku kapitałowym

Ryzyko jest immanentną cechą gospodarowania [Grzybowski, 1994, s. 42], a zatem dotyczy każdej działalności [Wierzbińska, 1996, s. 13–14]. W wyniku powszechności występowania oraz różnorodności ryzyka sprecyzowanie tego pojęcia stanowi przedmiot ciągłej dyskusji naukowej. W najprostszym ujęciu termin ten oznacza prawdopodobieństwo wystąpienia sytuacji odmiennej od oczekiwanej [Kokot-Stępień, 2015, s. 533–544]. Ze względu na zakres niniejszego artykułu należy podkreślić związek ryzyka ze stopą zwrotu z inwestycji kapitałowych. Z kategorią inwestowania, rozumianego jako działalność ukierunkowana na pomnażanie kapitału, powiązane są dwie podstawowe charakterystyki: dochód oraz ryzyko. W najprostszym ujęciu ryzyko inwestycyjne oznacza możliwość zrealizowania stopy dochodu inwestycji różniącej się od stopy dochodu spodziewanej przez inwestora [Jajuga, Jajuga, 1999, s. 101]. Innymi słowy, ryzyko odnosi się do potencjalnej zmienności rezultatów zdarzeń [Williams i inni, 2002, s. 28]. Jak podkreślają J. Czekaj i Z. Dresler, ryzyko dotyczy sytuacji, w których nie można przewidzieć z całą pewnością przyszłych warunków gospodarowania, znany jest natomiast rozkład wystąpienia

tych warunków [Czekaj, Dresler, 1995, s. 38]. Podobnie uważa E. Ostrowska. Autorka odnosi ryzyko do sytuacji, w których dostępne informacje dotyczące skutków podjętych decyzji pozwalają na oszacowanie prawdopodobieństwa powstania określonych zjawisk związanych z inwestycją [Ostrowska, 1999, s. 24].

Ryzyko towarzyszące inwestowaniu na rynku kapitałowym należy postrzegać dwojako. Z jednej strony stanowi ono możliwość nieosiągnięcia zakładanego efektu oznaczające postrzeganie negatywne, czyli jako zagrożenie. Takie podejście do ryzyka wyraża zatem negatywną stronę inwestowania i jest związane z tradycyjnym podejściem do tego zagadnienia [Bernstein, Damodaran, 1999, s. 59]. T. Czerwińska zwraca uwagę, że w literaturze przedmiotu ryzyko jest rozpatrywane najczęściej w takim ujęciu [Czerwińska, 2009, s. 172].

Z drugiej strony ryzyko może być traktowane jako szansa umożliwiająca uzyskanie efektu odmiennego od oczekiwanego. W tym aspekcie postrzegane jest ono w sposób neutralny, to jest jako szansa bądź zagrożenie. Traktując ryzyko jako zagrożenie, inwestorzy podejmują działania prowadzące do jego redukcji. Z kolei w kontekście pozytywnym ryzyko jest związane z możliwością uzyskania większych korzyści wskutek podjęcia działań obarczonych tymże ryzykiem [Jajuga, 2009, s. 13–14].

Ryzyko postrzegane poprzez pryzmat rynków finansowych oznacza obawę, że rzeczywista wartość zysku zrealizowanego przez inwestora będzie różnić się od jego wartości oczekiwanej [Mayo, 1997, s. 9]. Ryzyko to można wyrazić jako zmienność stóp zwrotu. Oznacza to, że im szerszy rozkład prawdopodobieństwa stóp zwrotu, tym bardziej ryzykowna jest dana inwestycja [Francis, 2000, s. 13].

2. Czynniki ryzyka w sektorze finansowym

Ryzyko stanowi kombinację wielu czynników wewnętrznych i zewnętrznych, mających wpływ na skutki podejmowanych decyzji inwestycyjnych. Źródłem ryzyka mogą być negatywne zdarzenia bezpośrednie, które powodują, że nie można osiągnąć zamierzonych celów oraz szanse umożliwiające ich realizację [Łęgowik-Świącik, 2012, s. 49].

W literaturze przedmiotu podkreśla się, że kursy akcji reagują na publiczne ogłoszenie wyników finansowych. Oznacza to, że zmienność zysków wypracowanych przez spółki odzwierciedla poziom ryzyka związanego z inwestycjami w ich akcje [Haugen, 1996, s. 747].

Zyski te stanowią rezultat decyzji podejmowanych przez spółkę. Ich trafność zależy od rozpoznania obecnych i przyszłych obszarów ryzyka, zwłaszcza w długim horyzoncie czasowym. Decyzje te są oparte na rachunku ekonomicznym uwzględniającym analizę zróżnicowanego

otoczenia gospodarczego. Źródłem ryzyka tych decyzji są czynniki makroekonomiczne, mikroekonomiczne oraz sytuacja wewnętrzna przedsiębiorstwa [Wilimowska, 2001, s. 20–21]. Podobną klasyfikację czynników ryzyka zaproponowała E. Ostrowska, która wyróżniła uwarunkowania makrogospodarcze, mezogospodarcze i mikrogospodarcze [Ostrowska, 1999, s. 28].

Uwarunkowania makroekonomiczne, kształtujące tzw. otoczenie dalsze przedsiębiorstwa, obejmują w szczególności następujące elementy: cykl koniunkturalny, poziom rozwoju rynku kapitałowego, inflację i bezrobocie. Wrażliwość przedsiębiorstwa na te uwarunkowania prowadzi do wzrostu ryzyka działalności z uwagi na brak wpływu na zmiany zachodzące w makrootoczeniu. Badania dotyczące wpływu czynników makroekonomicznych na wyniki spółek sektora finansowego wskazują na wpływ tychże czynników na stopy zwrotu i poziom ryzyka. Ewing wykazał, że szoki w polityce monetarnej powodują obniżenie stóp zwrotu w kolejnych dwóch miesiącach [Ewing, 2002]. Natomiast Booth, Officer i Henderson [1985] testowali wpływ zmian stóp procentowych na stopy zwrotu akcji banków. Demetriades i Luintel [1996], na przykładzie Indii, wskazali dwukierunkową zależność pomiędzy wynikami sektora finansowego a wzrostem gospodarczym. Dalej w swych badaniach poszli Allen, Bali i Tang [2012], udowadniając, że poziom ryzyka systematycznego spółek sektora finansowego może posłużyć do prognozowania spowolnienia gospodarki.

Czynniki mikroekonomiczne tworzą tzw. otoczenie bliższe przedsiębiorstwa. Do uwarunkowań tych zalicza się między innymi nasilenie konkurencji w sektorze, popyt na wyroby, cykl życia sektora. Przedsiębiorstwa mają pewne, choć niewielkie możliwości oddziaływania na zmiany, jakie zachodzą w otoczeniu bliższym. Mogą dzięki temu zmniejszyć w ten sposób poziom ryzyka działalności [Kokot-Stępień, 2015, s. 78–79]. Struktura danego sektora jest zróżnicowana, zależna od specyficznych czynników oraz podlega zmianom w czasie [Siemińska, 2002, s. 45]. W rezultacie ceny papierów wartościowych emitowanych przez spółki z jednego sektora wykazują tendencję do poruszania się w tym samym kierunku [Francis, 2000, s. 10].

W systemie bankowym zwraca się uwagę na występowanie wielu rodzajów ryzyka. Komisja Nadzoru Finansowego tworzy i definiuje mapę klas ryzyka. Wyróżnia się tu ryzyko kredytowe, rynkowe (w tym ryzyko stóp procentowych i kursowe), płynności, operacyjne, ryzyko modeli, ryzyko biznesowe (uwzględniające ryzyko otoczenia ekonomicznego), ryzyko kapitałowe, zarządzania i inne [KNF, 2017b]. Wpływ poszczególnych rodzajów ryzyka na wyniki finansowe banków jest przedmiotem badań wielu ekonomistów. Znaczenie kształtowania się stóp procentowych

opisali Hancock [1985], Flannery [1981] i [1983], Hirst, Hopkins i Wahlen [2004]. Znaczenie podatków w bankowości przedstawili Gurel i Pyle [1984]. Natomiast Freixas, Martin i Skeie [2011] zajmowali się znaczeniem płynności.

Banki prowadzące działalność w Polsce są narażone zwłaszcza na ryzyko regulacyjne, ryzyko związane z niskimi stopami procentowymi oraz ryzyko fiskalne, utożsamiane z wprowadzeniem podatku od aktywów. Systematyczny wzrost ryzyka prawnego generowanego w wyniku częstych zmian przepisów prawa, braku ich zgodności z wewnętrznymi uregulowaniami banku i trudnościami z wywiązaniem się z zawartych umów może prowadzić do pogorszenia sytuacji finansowej banków, co wpływa na stabilność systemu bankowego [Paluchniak, 2015]. Na koniec 2016 r. jeden bank komercyjny oraz siedem banków spółdzielczych nie spełniało minimalnych wymagań regulacyjnych. Liczba ta jest niewielka, lecz sam fakt wystąpienia takiego stanu rzeczy jest niekorzystny [KNF, 2017a].

Środowisko niskich stóp procentowych wpływa na zmniejszenie skłonności do oszczędzania oraz prowadzi do poszukiwania alternatywnych form oszczędności i inwestycji. Powoduje także zmniejszenie przyrostu depozytów z tytułu odsetek od już założonych lokat. Z drugiej strony niskie stopy procentowe sprzyjają ożywieniu gospodarki, co przekłada się na poprawę sytuacji na rynku pracy oraz sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Pomimo obaw związanych z rekordowo niskimi stopami procentowymi w Polsce w latach 2015–2016 obserwowany był wzrost depozytów podmiotów z sektora niefinansowego, a zwłaszcza gospodarstw domowych oraz wzrost akcji kredytowej. Dzięki temu sytuacja sektora bankowego pozostała stabilna [KNF, 2017a].

Wprowadzenie podatku od aktywów, utożsamiane ze wzrostem ryzyka fiskalnego, może w dłuższym okresie prowadzić do zwiększenia koncentracji rynku ze względu na wyższą zyskowność dużych banków. W konsekwencji powstawać mogą instytucje zbyt duże, aby pozwolić na ich ewentualną upadłość. Zdaniem NBP [2016] wprowadzenie podatku osłabi banki słabsze, o niższej rentowności i współczynnikach kapitałowych, a zatem będzie miało negatywny wpływ na sytuację całego sektora. Jednakże KNF wskazuje, że banki stopniowo adaptują się do negatywnego wpływu tego podatku, głównie w drodze obniżenia oprocentowania części depozytów, wzrostu marż części kredytów, wzrostu opłat i prowizji od niektórych usług, czy też redukcji kosztów działania [KNF, 2017a].

3. Metodyka badania

3.1. Procedura ekstrakcji cyklu koniunkturalnego

Cykle koniunkturalne można zdefiniować jako pewien rodzaj wahań ogólnej aktywności całej gospodarki. Składają się one z następujących po sobie faz, które występują w zbliżonym czasie w poszczególnych obszarach gospodarki. Po recesji i późniejszym okresie ożywienia nadchodzi ekspansja, która po osiągnięciu górnego punktu zwrotnego zapoczątkowuje kolejne cykle. Sekwencje te powtarzają się i trwają od jednego roku do 10–12 lat [Burns, Mitchell, 1946, s. 3]. Analiza cykli koniunkturalnych polega na wyodrębnieniu faz cyklu w badanym okresie, długości ich trwania, wartości amplitud oraz momentów pojawienia się dolnego i górnego punktu zwrotnego [Drozdowicz-Bieć, 2012, s. 109].

W niniejszym opracowaniu zastosowano procedurę zaproponowaną przez G. Bry i Ch. Boschan [1997]. Metoda ta koncentruje się na selekcji klasycznych cykli koniunktury oraz bazuje na danych miesięcznych. Za pomocą tej procedury wyznacza się fluktuacje o okresie trwania od 15 miesięcy do 12 lat, rozróżnia się fazę wzrostu od fazy kurczenia się gospodarki oraz wyznacza punkty zwrotne, które rozgraniczają obie fazy.

Dane obrazujące wielkość PKB są najlepszym miernikiem cyklu koniunkturalnego. Jednak ze względu na kwartalną sekwencję szacunków PKB oraz wielokrotne rewizje korzystanie z tych danych w celu wyznaczenia cyklu jest bardzo utrudnione. Dlatego należy zastosować inny wskaźnik, który przede wszystkim konsekwentnie rejestruje zmiany w aktywności gospodarczej i jej punkty zwrotne oraz spełnia inne kryteria kwalifikujące go do konstruowania wskaźników koniunktury [Drozdowicz-Bieć, 2012, s. 78–79]. Warunki te spełniają między innymi dane o wielkości sprzedanej przemysłu. Ze względu na brak odpowiedniej serii danych w niniejszym artykule cykl koniunkturalny został wyznaczony na podstawie danych miesięcznych pochodzących z testów koniunktury w przemyśle publikowanych przez Główny Urząd Statystyczny. W celu wyodrębnienia trendu kształtowania się koniunktury dane te zostały wyrównane sezonowo za pomocą 12-okresowej średniej ruchomej. W kolejnym kroku wyznaczono najwyższe i najniższe punkty, które mogą oznaczać punkty zwrotne. Za dolne punkty zwrotne przyjęto te, dla których najbliższe pięć obserwacji przyjmuje wartości wyższe niż wartość analizowana jako potencjalny punkt zwrotny. Z kolei jako górne punkty zwrotne zidentyfikowano takie punkty, dla których pięć poprzedzających oraz następujących obserwacji przyjęło wartości niższe od wartości wstępnie wytypowanej jako górne punkty zwrotne [tamże, s. 22].

3.2. Model wyceny kapitałowej

Ryzyko inwestowania w spółki akcyjne można określić za pomocą modeli ekonometrycznych, opisujących kształtowanie się stopy zwrotu analizowanej spółki. Pierwszym z takich modeli jest jednowskaźnikowy model Sharpe'a, w którym stopa zwrotu danego waloru jest liniową funkcją stopy zwrotu portfela rynkowego. Innym modelem, wielokrotnie krytykowanym, a jednocześnie powszechnie stosowanym, jest model wyceny kapitałowej CAPM. Model ten został zaproponowany przez Sharpe'a [1964], Lintnera [1965] i Mossina [1966]. Model CAPM można wykorzystać do oceny ryzyka inwestowania w portfele walorów, a także indywidualnych spółek, co znaleźć można przykładowo w pracach [Litzenberb i inni, 1980; Kumar i inni, 2008]. Model CAPM w strukturze swej uwzględnia walory pozbawione ryzyka. Postać modelu, która jest szacowana, to:

$$r_{it}^{*} = \beta_0 + \beta_1 r_{Mt}^{*} + \xi_{it} \tag{1}$$

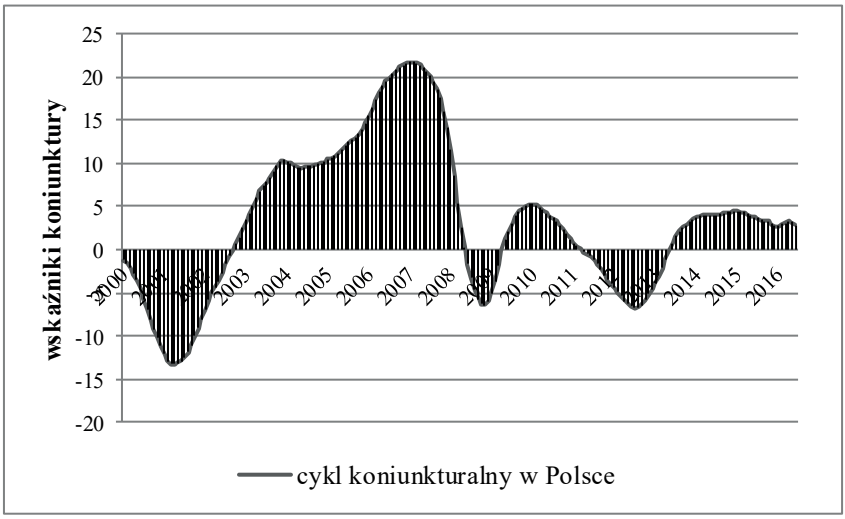
Symbol r_{it}^{*} oznacza nadwyżkę stopy zwrotu analizowanego waloru ponad stopę wolną od ryzyka, natomiast r_{Mt} oznacza nadwyżkę stopy zwrotu portfela rynkowego ponad stopę wolną od ryzyka. Za pomocą odpowiedniej metody (zazwyczaj klasycznej metody najmniejszych kwadratów) szacowane są parametry strukturalne β_0, β_1. Ostatni z elementów ξ_{it} to składnik losowy, który musi spełniać określone założenia stochastyczne. Przede wszystkim składniki losowe muszą mieć rozkład normalny, stałą w czasie wariancję (homoskedastyczną) oraz być nieskorelowane w czasie. Oszacowany parametr strukturalny β_1 jest miarą poziomu ryzyka inwestowania w dany walor. Jego wartość większa niż jeden oznacza wysoki poziom ryzyka, bliska jedności przeciętny poziom ryzyka, taki jaki reprezentuje rynek, natomiast mniejsza niż jeden niski poziom ryzyka.

4. Wyniki badań empirycznych

4.1. Ceny akcji banków a cykl koniunkturalny w Polsce w latach 2000–2016

Posługując się procedurą Bry–Boshan na danych obrazujących stan koniunktury w przemyśle wyodrębniono dla polskiej gospodarki w latach 2000–2016 trzy pełne cykle koniunktury oraz oznaczono punkty zwrotne: dwa górne i trzy dolne (rys. 1).

Rysunek 1. Cykl koniunkturalny w Polsce w latach 2000–2016



Źródło: Opracowanie własne na podstawie [GUS, 2017].

Począwszy od roku 2000 aktywność polskiej gospodarki zaczęła zmniejszać się. Stan ten pogłębiał się aż do października 2001 r., kiedy odnotowano pierwszy dolny punkt zwrotny. W latach 2001–2002 miał miejsce spadek PKB, produkcji, dochodów, sprzedaży detalicznej i wzrost bezrobocia, dlatego okres ten można określić jako recesję. W tym samym czasie prawie wszystkie rozwinięte gospodarki doświadczyły istotnego spowolnienia. Okres ten nazwano „kryzysem dotcomów", gdyż przyczynę załamania aktywności gospodarczej przypisuje się nadmiernej wycenie spółek informatycznych i nieracjonalnemu przekonaniu o odporności na kryzysy gospodarek opartych na nowoczesnych technologiach [Piech, 2003].

Zdecydowana poprawa koniunktury nastąpiła w pierwszej połowie 2004 r., co związane było z akcesją Polski do Unii Europejskiej. Tempo wzrostu gospodarki zwolniło nieco w rok później. Jednak dzięki akcesji do UE uruchomiony został potencjał do dalszego rozwoju, co przerodziło się w niespotykany w dotychczasowej historii rozwoju polskiej gospodarki „boom". Stan ten utrzymywał się do połowy roku 2007. W okresie tym polska gospodarka wykazywała symptomy przegrzania, co przejawiało się presją inflacyjną, szybkim wzrostem akcji kredytowej oraz wzrostem cen nieruchomości. Szczyt aktywności, wyrażony górnym punktem zwrotnym, odnotowano w lipcu 2007 r. Nadmierna finansjalizacja gospodarek wysoko rozwiniętych spowodowała, że rynek zaczął być postrzegany jako miejsce dla maksymalizowania zysków nie z produkcji dóbr materialnych i ich dystrybucji, ale ze świadczenia szeroko rozumianych usług

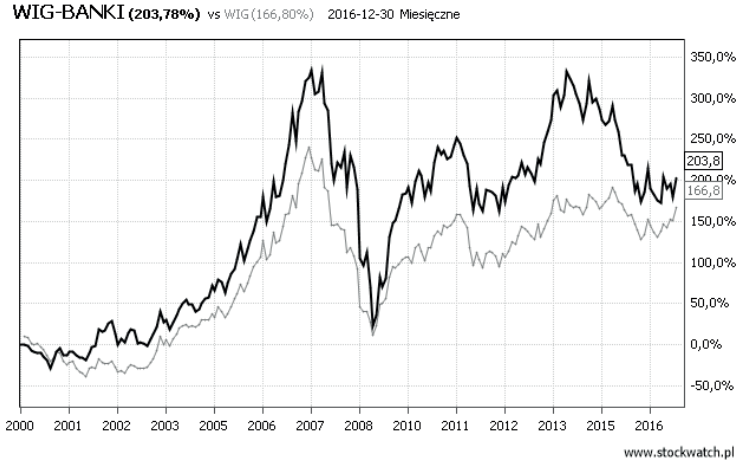
finansowych. Objawiło się to tworzeniem różnych produktów finansowych (quasi-pieniądza) oraz wyprowadzaniem kapitału finansowego ze sfery produkcji dóbr materialnych i lokowaniem go w ryzykowne transakcje finansowe. Konsekwencją takiego postępowania było załamanie na rynkach finansowych, które zapoczątkowało światowy kryzys, jaki miał miejsce w latach 2007–2009 [Księżyk, 2013]. Nie ominął on gospodarki polskiej, choć „technicznie" nie doświadczyła ona recesji przejawiającej się ujemnym przyrostem PKB w kolejnych dwóch kwartałach. Polski system finansowy nie został zainfekowany toksycznymi aktywami, więc instytucje finansowe nie były źródłem turbulencji w gospodarce [Drozdowicz-Bieć, 2012, s. 124].

Zapoczątkowane w 2007 r. pogorszenie koniunktury gospodarczej trwało do maja 2009 r. Odnotowano wtedy dolny punt zwrotny, który poprzedził nadchodzące ożywienie. Sytuacja finansowa przedsiębiorstw zaczęła poprawiać się. Dzięki spadkowi cen i utrzymującemu się poziomowi wynagrodzeń gospodarstwa domowe zwiększyły zakupy. Warto podkreślić, że istotnym czynnikiem, jaki przyczynił się w tamtym czasie do ograniczenia skutków pogorszenia koniunktury i doprowadził w krótkim czasie do ożywienia gospodarczego, był niski udział banków w finansowaniu działalności gospodarczej i gospodarstw domowych. Dzięki temu kredytobiorcy nie byli narażeni na odcięcie finansowania, a w bankach nie popsuł się portfel kredytowy. Dzięki temu utrzymały one dobrą kondycję finansową. Także brak niektórych instrumentów finansowych i narzędzi, określany nieraz mianem „niedorozwoju" polskiego rynku finansowego w stosunku do krajów wysoko rozwiniętych okazał się w sytuacji światowej recesji pozytywny [tamże, s. 128].

Poprawa koniunktury, jaka miała miejsce począwszy od roku 2010, była skutkiem pewnej poprawy sytuacji na rynkach finansowych, a zwłaszcza zmniejszeniu restrykcji w ocenie zdolności kredytowej klientów i obniżki marż. Ożywienie to było jednak krótkotrwałe. Lata 2011–2012 przyniosły dalsze pogorszenie koniunktury. Ostatecznie w styczniu 2013 r. odnotowano dno cyklu (dolny punkt zwrotny). W drugiej połowie roku 2013 sytuacja gospodarcza w Polsce stopniowo ulegała poprawie. Tendencja ta była kontynuowana w latach 2014–2016. Szczyt tej aktywności przypadł w lipcu 2015 r. Jednakże z uwagi na niewielką amplitudę wahań aktywności gospodarczej, jaka była obserwowana w tym okresie, trudno jednoznacznie stwierdzić, czy moment ten można nazwać punktem zwrotnym. Obserwując kształt krzywej obrazującej stan koniunktury gospodarczej, należy stwierdzić, że okres ten należy zaliczyć do fazy wzrostowej rozpoczętej w roku 2013, podobnie jak niewielkie spowolnienie, jakie było obserwowane w roku 2005.

Polskie instytucje finansowe preferują tradycyjny model bankowości, polegający na przyjmowaniu depozytów i udzielaniu kredytów na bazie zdeponowanych środków. Dzięki temu, po pierwsze, polski system finansowy był dużo mniej narażony na skutki kryzysu finansowego, niż miało to miejsce w krajach, gdzie banki poszerzyły obszar swojej aktywności o działalność inwestycyjną [Hryckiewicz-Gontarczyk, 2016]. Po drugie, polskie banki notowane na GPW w Warszawie zachowały w czasie kryzysu dobrą kondycję finansową, co uchroniło je przed ponadprzeciętnym spadkiem cen akcji (rys. 2).

Rysunek 2. WIG-Banki i WIG w latach 2000–2016



Źródło: Opracowanie własne na podstawie [www.stockwatch.pl].

Na rysunku 2 dokonano porównania wartości notowań indeksów WIG-Banki i WIG. Z analizy zmian wartości obu indeksów wynika, iż wartość notowań spółek z WIG-u Banki jest znacznie wyższa niż WIG-u. Natomiast amplituda wahań poziomu notowań WIG-u Banki jest zbliżona do WIG-u. Świadczy to, po pierwsze, o wysokich zyskach, jakie są generowane w sektorze finansowym. Po drugie, wysoka amplituda wahań notowań oznacza dużą wrażliwość działalności bankowej na zmiany cyklu koniunkturalnego. W praktyce przekłada się to na wysoki poziom ryzyka związanego ze zmianą sytuacji rynkowej.

4.2. Ocena ryzyka inwestowania w akcje banków

Jak już wspomniano, do oceny ryzyka inwestowania w walory notowane na giełdzie wykorzystać można model wyceny kapitałowej CAPM. Analiza empiryczna objęła wszystkie spółki notowane na GPW w Warszawie, które na koniec stycznia 2017 r. wchodziły w skład indeksów giełdowych WIG20,

WIG40 i WIG80 oraz były notowane co najmniej od stycznia 2000 roku. Łącznie było to 45 spółek, w tym 6 banków, które w niniejszym artykule reprezentują sektor finansowy. Banki te to: Pekao (PEO), mBank (MBK), ING BSK (ING), Millenium (MIL), Bank Handlowy (BHW) oraz Bank Ochrony Środowiska (BOŚ). Jako walor wolny od ryzyka przyjęto trzymiesięczną stopę WIBOR. Portfel rynkowy reprezentował główny indeks giełdowy WIG. Okres analizy obejmował dane miesięczne od stycznia 2000 r. do kwietnia 2017 r.

W pierwszym kroku oszacowano model CAPM dla logarytmicznych stóp zwrotu, wyznaczonych dla każdego waloru, obejmujący cały analizowany okres. Wartości oszacowań parametru beta zawiera tablica 1. Można zauważyć, że inwestycje w trzy z sześciu banków można było uznać za obarczone wysokim ryzykiem. Również cały sektor reprezentowany przez subindeks sektorowy WIG-Banki charakteryzował się wysokim poziomem ryzyka. W tablicy 1 umieszczono również średnie wartości parametrów beta wyznaczone na podstawie danych indywidualnych, dla banków (średnia bankowa) i dla pozostałych 39 spółek (średnia niebankowa). Wynika z nich, że przeciętnie inwestycje w banki były obarczone umiarkowanym ryzykiem, takim, jaki reprezentował rynek, natomiast pozostałe spółki (przeciętnie) relatywnie niższym ryzykiem.

Tablica 1. Oszacowania parametru beta dla całego okresu i wartości statystyki Chowa

Wyszczególnienie	Wartość beta	Statystyka Chowa				
		2001M10	2007M07	2009M05	2010M07	2013M01
PEO	1,0961*	9,3904**	3,1397**	1,0005	0,89701	0,6975
MBK	1,4053*	3,9844**	4,1269**	0,0446	0,0828	0,0239
ING	0,8606*	2,1998	8,5725**	2,1147	0,3705	0,2068
MIL	1,5371*	1,4691	2,5615	1,9876	3,8081**	1,6557
BHW	0,8367*	1,7976	1,7976**	1,7922	1,4704	1,3082
BOS	0,4565*	1,8125	1,59295	10,3099**	9,8611**	5,3560**
WIG_BANKI	1,2633*	1,1164	0,5912	0,2728	0,2207	0,0839
średnia bankowa	1,0321	–	–	–	–	–
średnia niebankowa	0,9618	–	–	–	–	–

*) parametr statystycznie istotny na poziomie 0,05

**) odrzucona hipoteza zerowa o stabilności parametrów na poziomie istotności 0,05

Źródło: Opracowanie własne.

Nawiązując do rysunku 1, wskazującego na zmiany koniunkturalne w gospodarce, podzielono cały okres analizy na sześć podokresów. Następnie, stosując test stabilności parametrów strukturalnych Chowa, sprawdzono, czy na poziomie istotności 0,05 można uznać, że w danym okresie nastąpiła zmiana strukturalna. Hipoteza zerowa testu zakłada, że parametry strukturalne są stałe w czasie, alternatywna, że nastąpiła statystycznie istotna zmiana wartości szacowanych parametrów strukturalnych. Wyniki wskazują, że w październiku 2001 r. oszacowania parametrów strukturalnych modelu CAPM dla dwóch banków odnotowały istotną zmianę, w lipcu 2007 r. – dla czterech banków, w lipcu 2010 r. – dwóch banków i odpowiednio dla jednego z banków w maju 2009 r. i styczniu 2013 r. Przyjmując ustalone wcześniej okresy jako punkty zwrotne oszacowano ponownie model CAPM dla wybranych walorów. Wyniki zawiera tablica 2.

Tablica 2. Oszacowania parametru beta z podziałem na podokresy

Wyszczególnienie	2000M01–2001M10	2001M10–2007M07	2007M07–2009M05	2009M05–2010M07	2010M07–2013M01	2013M01–2017M04
PEO	0,7203*	1,1402*	1,4110*	1,1681*	1,0157*	1,0966*
MBK	0,8098*	1,3153*	1,8973*	1,5717*	1,3550*	1,3483*
ING	0,4707	0,5630*	1,2461*	1,5726*	0,6140*	0,8590*
MIL	1,4439*	1,1350*	2,0684*	2,1265*	0,9735*	1,1400*
BHW	0,4364	0,5462*	1,1942*	0,9344*	1,0297*	1,1855*
BOS	0,1087	0,4192*	0,208	0,7275	0,9062*	1,2452*
WIG_BANKI	0,6721	1,6804*	1,4189*	1,3427*	1,0734*	1,1464*
średnia bank.	0,6650	0,8532	1,3375	1,3501	0,9824	1,1458
średnia nieb.	0,7051	0,9210	1,0462	0,9419	0,9771	0,8597

*) parametr statystycznie istotny na poziomie 0,05
Źródło: Opracowanie własne.

Wyniki zawarte w tablicy 2 wskazują, że w zdecydowanej większości przypadków oszacowania parametrów beta okazały się statystycznie istotne na poziomie 0,05, co jest zgodne z założenie modelu CAPM. Można zauważyć również, że średnie dla spółek bankowych reprezentujących sektor finansowy były niższe niż dla pozostałych sektorów jedynie w okresach przed kryzysem gospodarczym. W następnych uśredniony współczynnik beta był wyższy niż dla innych spółek. W kolejnym kroku sprawdzono, czy spełnione są założenia stochastyczne modelu. Tablica 3 zawiera wartości statystyki Doornika–Hansena (DH), którego hipoteza zerowa zakłada, że

składniki losowe modelu mają rozkład normalny, oraz statystyki White'a, którego hipoteza zerowa zakłada, że wariancja składników losowych jest stała w czasie (homoskedastyczna). Niestety nie we wszystkich przypadkach założenia zostały spełnione, czyli hipotezy zerowe zostały odrzucone na rzecz hipotez alternatywnych.

Tablica 3. Statystyki testów normalności i heteroskedastyczności składników losowych dla modelu CAPM

Wyszczególnienie	2000M01–2001M10		2001M10–2007M07		2007M07–2009M05	
	DH	W	DH	W	DH	W
PEO	5,065	0,3003	0,636	1,3379	2,229	0,2919
MBK	1,993	0,2013	6,969**	6,4212**	1,101	1,1214
ING	1,001	0,0527	10,510**	0,2084	5,844**	1,3037
MIL	3,106	1,0507	1,534	4,9217	0,726	3,242
BHW	2,486	1,8534	61,386**	1,0548	1,795	0,4874
BOS	1,962	2,0315	10,161**	0,1513	26,583**	0,3865
WIG_BANKI	9,343**	0,9152	2987,797**	1,6356	6,245**	0,7683
Wyszczególnienie	2009M05–2010M07		2010M07–2013M01		2013M01–2017M04	
	DH	W	DH	DH	W	DH
PEO	0,93	0,4817	0,83	0,93	0,4817	0,83
MBK	2,126	1,8039	1,19	2,126	1,8039	1,19
ING	1,477	0,2388	0,436	1,477	0,2388	0,436
MIL	1,049	3,5319	2,606	1,049	3,5319	2,606
BHW	4,468	0,6943	13,927**	4,468	0,6943	13,927**
BOS	7,44**	1,6652	4,244	7,44**	1,6652	4,244
WIG_BANKI	1,24	1,0298	0,534	1,24	1,0298	0,534

**) odrzucona hipoteza zerowa na rzecz hipotezy alternatywnej na poziomie istotności 0,05.
Źródło: Opracowanie własne.

Zbadano również, czy można uznać, że różnice pomiędzy średnimi dla spółek z sektora finansowego i niefinansowego były statystycznie istotne w poszczególnych okresach (tab. 4). Na poziomie istotności 0,05 tylko w jednym przypadku można stwierdzić, że były one różne. Natomiast testy istotności dla średnich każdej z grup spółek pomiędzy okresami nie różniły się statystycznie istotnie od siebie. Wynikać to może głównie z małej liczby analizowanych spółek.

Tablica 4. Prawdopodobieństwa testu istotności dwóch średnich

Okres	Spółki banki vs. spółki niebankowe
2000M01–2001M10	0,9115
2001M10–2007M07	0,6998
2007M07–2009M05	0,1718
2009M05–2010M07	0,0493**
2010M07–2013M01	0,9852
2013M01–2017M04	0,2010
2000M01–2017M04	0,6140

**) odrzucona hipoteza zerowa na rzecz hipotezy alternatywnej na poziomie istotności 0,05.
Źródło: Opracowanie własne.

Zakończenie

Przeprowadzona analiza pokazała, że w latach 2000–2017 w polskiej gospodarce wystąpiły trzy pełne cykle koniunktury, odzwierciedlone w zachowaniu się stóp zwrotu walorów spółek notowanych na giełdzie. Empiryczna analiza bankowych spółek, reprezentujących sektor finansowy, pokazała, że reagowały one na zmiany koniunkturalne. Podział okresu analizy na podokresy, zgodnie z cyklem koniunkturalnym, wskazał na wzrost poziomu ryzyka inwestowania w spółki sektora finansowego wraz z rozprzestrzenianiem się kryzysu gospodarczego. Pięć na sześć banków, oraz indeks WIG-banki zareagowały wyższymi wartościami parametru beta w okresie głębokiej dekoniunktury i lekkimi spadkami po roku 2010. Zatem pierwsza część założonej hipotezy badawczej została potwierdzona.

Średnie poziomy ryzyka dla spółek z sektora finansowego i niefinansowego zmieniały się w czasie. Statystycznie istotnych różnic w średnich jednak nie zauważono. W pierwszych dwóch wyodrębnionych podokresach spółki bankowe były przeciętnie mniej ryzykowne niż pozostałe spółki, w kolejnych okresach okazało się odwrotnie. Wynika stąd, że druga część założonej hipotezy badawczej nie może być potwierdzona. Fakt ten wymaga dalszych badań, a przede wszystkim dokładniejszej analizy sektorowej spółek notowanych na giełdzie.

Literatura

Allen L., Bali T.G., Tang Y. (2012), *Does systemic Risk in the Financial sector Predict Future Economic Downturns?*, „The Review of Financial Studies", Vol. 25, No. 10.

Bernstein P.L., Damodaran A. (1999), *Zarządzanie inwestycjami*, LIBER, Warszawa.

Booth J.R., Officer D.T., Henderson G.V. (1985), *Commercial bank stocks, interest rates, and systematic risk*, „Journal of Economics and Business", Vol. 37, No. 4.

Bry G., Boschan Ch. (1971), *Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs*, „Technical Papers NBER", No. 20, New York.

Burns A.F., Mitchell W.C. (1946), *Measuring Business Cycles*, NBER, New York.

Czekaj J., Dresler Z. (1995), *Podstawy zarządzania finansami firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Czerwińska T. (2009), *Polityka inwestycyjna instytucji ubezpieczeniowych. Istota-uwarunkowania-instrumenty*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk.

Demetriades P.O., Luintel K.B. (1996), *Financial development, economic growth and banking sector controls: evidence from India*, „The Economic Journal", Vol. 106, No. 435.

Drozdowicz-Bieć M. (2012), *Cykle i wskaźniki koniunktury*, Poltex, Warszawa.

Ewing B.T. (2002), *Macroeconomic News and the Returns on Financial Companies*, „Managerial and Decision Economics", Vol. 23, No. 8.

Flannery M.J. (1981), *Market Interest Rates and Commercial Bank Profitability: An Empirical Investigation*, „The Journal of Finance", Vol. 36, No. 5.

Flannery M.J. (1983), *Interest Rates and Bank Profitability: Additional Evidence: Note*, „Journal of Money", Vol. 15, No. 3.

Francis J.S. (2000), *Inwestycje. Analiza i zarządzanie*, WIG PRESS, Warszawa.

Freixas X., Martin A., Skeie D., *Bank Liquidity, Interbank Markets, and Monetary Policy*, „The Review of Financial Studies", Vol. 24, No. 8.

Grzybowski W. (1994), *Przedsiębiorczość i ryzyko w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo UMCS, Lublin.

Gurel E., Pyle D. (1984), *Bank Income Taxes and Interest Rate Risk Management: A Note*, „The Journal of Finance", Vol. 39, No. 4.

GUS (2017), *Koniunktura w przemyśle, budownictwie, handlu, usługach i inwestycjach*, www.stat.gov.pl, dostęp: 25.05.2017.

Hancock D. (1985), *Bank Profitability, Interest Rates, and Monetary Policy*, „Journal of Money, Credit and Banking", Vol. 17, No. 2.

Haugen R.A. (1996), *Teoria nowoczesnego inwestowania*, WIG PRESS, Warszawa.

Hirst D.E., Hopkins P.E., Wahlen J.M. (2004), *Fair Values, Income Measurment, and Bank Analysts' Risk and Valuation Judgments*, „The Accounting Review", Vol. 79, No. 2.

Hryckiewicz-Gontarczyk A. (2016), *Bank activities and their risk. Does an optimal model exist in banking?*, „Argumenta Oeconomica", nr 1 (36).

Jajuga K. (2009), *Koncepcja ryzyka i proces zarządzania ryzykiem – wprowadzenie*, w: K. Jajuga (red), *Zarządzanie ryzykiem*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Jajuga K., Jajuga T. (1999), *Inwestycje. Instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Kokot-Stępień P. (2015), *Identyfikacja ryzyka jako kluczowy element procesu zarzadzania ryzykiem w przedsiębiorstwie*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia", nr 74, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.

Komisja Nadzoru Finansowego (2017a), *Raport o sytuacji banków w 2016 roku*, Warszawa.

Komisja Nadzoru Finansowego (2017b), *Metodyka badania i oceny nadzorczej banków komercyjnych, zrzeszających oraz spółdzielczych (Metodyka BION),* Warszawa.
Księżyk M. (2013), *Źródła i ekonomiczne skutki kryzysów finansowych*, „Nierówności społeczne a wzrost gospodarczy", nr 30, Rzeszów.
Kumar P., Sorescu S.M., Boehme R.D., Danielsen B.R. (2008), *Estimation Risk, Information, and the Conditional CAPM: Theory and Evidence*, „The Review of Financial Studies", Vol. 21, No. 3.
Lintner J. (1965), *Security Prices, Risk and Maximal Gains from Diversification*, „Journal of Finance", Vol. 20, No. 4.
Litzenberger R., Ramaswamy K., Sosin H. (1980), *On the CAPM Approach to the Estimation of A Public Utility's Cost of Equity Capital*, „The Journal of Finance", Vol. 35, No. 2.
Łęgowik-Świącik S. (2012), *Zarządzanie ryzykiem jako element systemu kontroli w przedsiębiorstwie*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego" nr 690, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia" nr 51, Szczecin.
Mayo H.B. (1997), *Wstęp do inwestowania*, LIBER, Warszawa.
Mossin J. (1966), *Equilibrium in a Capital Asset Market*, „Econometrica", Vol. 34, No. 4.
Narodowy Bank Polski (2016), *Raport o stabilności systemu finansowego*, Warszawa.
Ostrowska E. (1999), *Ryzyko inwestycyjne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk.
Paluchniak C. (2015), *Definicja ryzyka prawnego w bankowości oraz krytyczna ocena rekomendacji H Komisji Nadzoru Finansowego*, „Nauki o Finansach", nr 3(24).
Piech K. (2003), *Pęknięcie „bańki internetowej" w 2000 r. a polska gospodarka,* w: T. Bernat (red.), *Problemy globalizacji gospodarki*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Szczecin.
Sharpe W.F. (1964), *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*, „Journal of Finance", Vol. 19, No. 3.
Siemińska E. (2002), *Metody pomiaru i oceny kondycji finansowej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń.
Wierzbińska M. (1996), *Ryzyko w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo UMCS, Lublin.
Wilimowska Z. (2001), *Sztuka zarządzania finansami*, Oficyna Wydawnicza Ośrodka Postępu Organizacyjnego, Bydgoszcz.
Williams C.A., Smith M.L., Young P.C. (2002), *Zarządzanie ryzykiem a ubezpieczenia*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
Związek Banków Polskich (2014), *Polska i Europa – kryzys i konsekwencje*, Warszawa.

Streszczenie

Artykuł poświęcony jest ocenie poziomu ryzyka inwestowania spółek sektora finansowego notowanych na GPW w Warszawie w kontekście cyklu koniunkturalnego oraz w odniesieniu do innych spółek notowanych na giełdzie, wchodzących w skład głównych indeksów giełdowych. W oparciu o dane miesięczne z okresu od stycznia 2001 r. do kwietnia 2017 roku oszacowano i zweryfikowano parametry modelu CAPM z podziałem na podokresy oraz na grupy spółek. Założona hipoteza badawcza co do reakcji poziomu ryzyka na zmiany cyklu koniunkturalnego została

potwierdzona. Natomiast druga część hipotezy, zakładająca, że poziom ryzyka inwestowania w spółki sektora finansowego jest niższy niż dla spółek z innych sektorów została potwierdzona jedynie w okresie przed kryzysem gospodarczym.

Słowa kluczowe
inwestycje kapitałowe, model CAPM, cykl koniunkturalny

Financial sector vs. business cycle – analysis of investment risk (Summary)

This paper is an attempt to assess the level of investment risk of the banking sector companies listed on the Warsaw Stock Exchange in the context of the business cycle and other listed companies that are part of the main stock exchange indexes. Based on monthly data from January 2001 to April 2017, the parameters of the CAPM model, divided into subperiods and groups of companies, were estimated and verified. The hypothesis assuming that the level of risk responses to the cyclical fluctuations has been confirmed. The second part of the hypothesis, assuming that the risk of investing in banking sector companies is lower than for companies from other sectors, was confirmed only in the pre-crisis period.

Keywords
capital investment, CAPM, business cycle

Marta Penczar*
Monika Liszewska**

Rynek płatności bezgotówkowych w Polsce w świetle rozwoju sektora FinTech

Wstęp

Wzrost znaczenia obrotu bezgotówkowego jest ważnym elementem wyznaczającym poziom rozwoju gospodarczego danego kraju. Ostatnie pięć lat przyniosły istotne zmiany na krajowym rynku płatności bezgotówkowych. Z jednej strony odnotowano istotny rozwój ilościowy, przejawiający się wzrostem udziału transakcji bezgotówkowych w transakcjach na rachunkach bieżących (na przestrzeni ostatnich pięciu lat średnia półroczna liczba transakcji przypadająca na jeden rachunek bankowy wzrosła o blisko 83,4%), czy też wzrostem stopnia wykorzystania kart płatniczych do rozliczeń bezgotówkowych (o ile w 2010 r. karty płatnicze odpowiadały za 36,2% płatności bezgotówkowych w Polsce, w 2016 r. było to już 57,6%). Z drugiej strony, obserwowany jest intensywny rozwój jakościowy w postaci nowych instrumentów obrotu bezgotówkowego.

Rynek płatności w Polsce uznawany jest obecnie za jeden z najbardziej innowacyjnych w Europie. Istotną rolę w rozwoju innowacyjnych instrumentów rozliczeń bezgotówkowych pełnią instytucje technologiczne dostarczające rozwiązań dla sektora finansowego (FinTech).

Celem niniejszego artykułu jest analiza wpływu rozwoju sektora FinTech na rozwój rynku płatności i obrotu bezgotówkowego w Polsce. W artykule przedstawiono analizę rozwoju obrotu bezgotówkowego w Polsce w ostatnich latach, ze szczególnym uwzględnieniem rozwoju i roli branży FinTech na krajowym rynku płatniczym.

1. Poziom obrotu bezgotówkowego w Polsce w latach 2001–2016

Zgodnie z definicją Narodowego Banku Polskiego przez obrót bezgotówkowy rozumie się taki sposób dokonywania płatności, w którym transfer środków pieniężnych dokonywany jest wyłącznie pomiędzy rachunkami bankowymi, tj. bez użycia gotówki na którymkolwiek z etapów rozliczenia [NBP, 2013, s. 3].

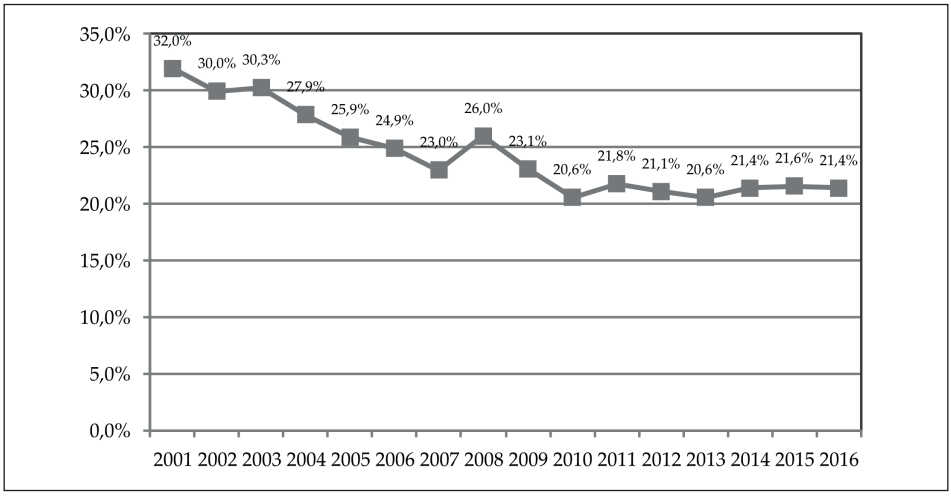
* Dr, Katedra Bankowości, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, ul. Armii Krajowej 101, 81-824 Sopot, marta.penczar@ug.edu.pl
** Mgr, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, ul. Do Studzienki 63, 80-227 Gdańsk, monka.liszewska@ibngr.pl

Do podstawowych miar poziomu rozwoju rynku płatności i obrotu bezgotówkowego należą przede wszystkim wskaźnik udziału bezgotówkowych, płynnych środków pieniężnych w agregacie M1 [NBP, 2013, s. 8]. Stan rozwoju obrotu bezgotówkowego mierzyć można również wskaźnikiem odwrotnym do wskazanego powyżej, a mianowicie udziałem pieniądza gotówkowego w obiegu w agregacie M1 lub wskaźnikiem relacji banknotów i monet w obrocie do PKB. Ponadto istotnych informacji w powyższym obszarze dostarczają szczegółowe wskaźniki odnoszące się do stopnia wykorzystania poszczególnych instrumentów obrotu bezgotówkowego, w tym: liczba rachunków bankowych, liczba kart płatniczych, liczba i wartość transakcji dokonywanych kartami płatniczymi [NBP, 2013, s. 8].

Poza wskazanymi powyżej miarami bezwzględnymi, analizując rozwój rynku płatności bezgotówkowych, warto przyjrzeć się także wskaźnikom o charakterze względnym, tj. liczbie kart płatniczych w przeliczeniu na liczbę mieszkańców czy wartości transakcji bezgotówkowych w przeliczeniu na jedną kartę.

W latach 2011–2016 odnotowano wyhamowanie wzrostu poziomu rozwoju obrotu bezgotówkowego w Polsce, mierzonego udziałem pieniądza gotówkowego w obiegu w agregacie M1. O ile w latach 2001–2010 powyższy wskaźnik obniżył się z 32% do 23,1%, w kolejnych latach wskaźnik ten ustabilizował się na poziomie oscylującym w granicach 21% (rys. 1). Dla porównania w strefie euro wskaźnik ten wyniósł na koniec kwietnia 2017 r. 14,7% [ECB].

Rysunek 1. Udział pieniądza gotówkowego w obrocie w M1 w Polsce w latach 2001–2016



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych NBP.

Warto przyjrzeć się także wskaźnikowi relacji banknotów i monet znajdujących się w obiegu do wartości PKB. Im niższa wartość powyższego wskaźnika, tym wyższy poziom rozwoju obrotu bezgotówkowego danego kraju. W Polsce wskaźnik ten wyniósł na koniec 2016 r. 10,1% i był zbliżony do wartości odnotowanej w strefie euro. Co więcej, po odnotowywanym w latach 2008–2012 spadku badanej relacji na rynku krajowym z 8% do 7%, w kolejnych latach wartość banknotów i monet w obiegu w relacji do PKB rosła. Wzrost powyższej relacji odnotowano jednak w analizowanym okresie także w strefie euro, gdzie udział banknotów i monet w obiegu w relacji do PKB wzrósł z 9,3% w 2011 r. do 10,6% w roku 2015 r.

Dla porównania, na rynkach uznawanych za najbardziej rozwinięte pod względem obrotu bezgotówkowego (Szwecja, Wielka Brytania) wskaźnik udziału banknotów i monet w PKB nie przekracza 4%. W Szwecji, będącej liderem pod względem stopnia wykorzystania rozliczeń bezgotówkowych, wartość banknotów i monet znajdujących się w obrocie ulegała w latach 2011–2015 systematycznemu obniżeniu, osiągając wartość 1,7%.

Tablica 1. Wskaźnik relacji banknotów i monet w obiegu do PKB w Polsce oraz wybranych krajach UE w latach 2011–2015

	2011	2012	2013	2014	2015
PL	7,1%	7,0%	7,6%	8,3%	9,1%
UK	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,7%
SE	2,7%	2,6%	2,3%	2,1%	1,7%
Strefa euro	9,3%	9,5%	9,9%	10,3%	10,6%

PL – Polska, UK – Wielka Brytania, SE – Szwecja
Źródło: dane dla Polski: obliczenia własne na podstawie danych NBP oraz GUS, dane dla pozostałych krajów: BIS.

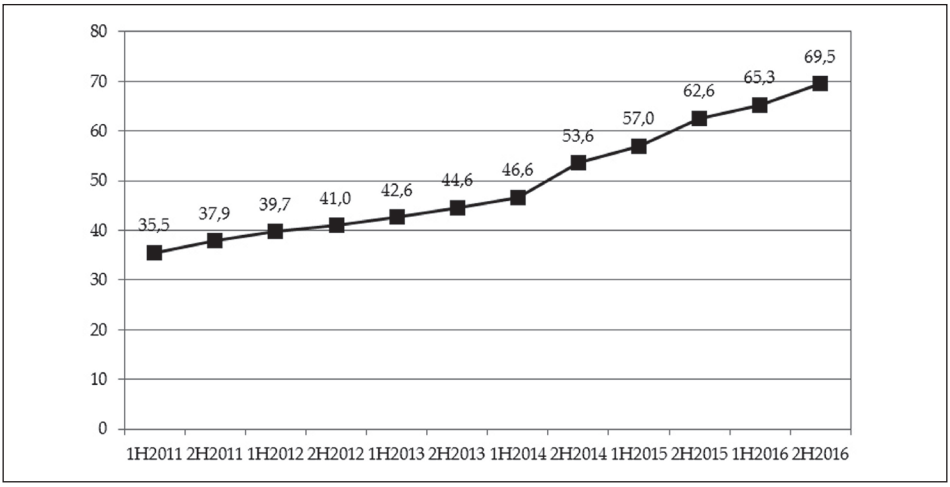
Z punktu widzenia celu artykułu istotną kwestią jest rozwój bezgotówkowych form płatności, a w szczególności stopień wykorzystania rachunków bankowych do płatności bezgotówkowych oraz rozwój rynku kart płatniczych.

W latach 2011–2016 systematycznie rosła liczba rachunków bieżących w Polsce. Zgodnie z danymi NBP na koniec 2016 r. banki prowadziły 41,6 mln szt. rachunków bieżących osób fizycznych. Dla porównania, rok wcześniej osoby fizyczne posiadały 39,7 mln rachunków, a na koniec 2011 r. ich liczba wynosiła 36,5 mln szt. Oznacza to, że na przestrzeni ostatnich pięciu lat skumulowany roczny wskaźnik wzrostu liczby rachunków bieżących wyniósł 2,65%. Wzrost liczby rachunków bieżących znalazł odzwierciedlenie we wzroście wskaźnika ubankowienia Polaków. Zgodnie z badaniami ankietowymi NBP w 2016 r. 83% respondentów

deklarowało posiadanie przynajmniej jednego rachunku bankowego. W badaniu z 2009 r. odsetek ten wyniósł 78% [NBP, 2017].

Co więcej, w analizowanym okresie odnotowano wzrost liczby transakcji bezgotówkowych dokonywanych na rachunkach bieżących. W II połowie 2016 r. średnio na jeden rachunek bankowy przypadało 69,5 transakcji bezgotówkowej. Dla porównania w II półroczu 2015 r. było to 62,6. Łącznie na przestrzeni ostatnich pięciu lat, średnia półroczna liczba transakcji przypadająca na jeden rachunek bankowy wzrosła o blisko 83,4% (dane za II poł. 2016 w stosunku do II poł. 2011 r.) – rys. 2.

Rysunek 2. Średnia liczba transakcji bezgotówkowych na jednym rachunku bankowym w Polsce w latach 2011–2016



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych NBP.

Ostatnie lata przyniosły również intensywny rozwój rynku kart płatniczych. W rezultacie na przestrzeni ostatnich pięciu lat karta płatnicza stała się podstawowym instrumentem regulowania płatności bezgotówkowych, zastępując wcześniejszego lidera, jakim był przelew bankowy. O ile w 2010 r. karty płatnicze odpowiadały za 36,2% płatności bezgotówkowych w Polsce, w 2016 r. było to już 57,6% [NBP, 2017].

Rozwój krajowego rynku kart płatniczych przejawiał się zarówno wzrostem liczby kart płatniczych, jak również liczby i wartości transakcji dokonywanych z wykorzystaniem kart płatniczych.

Na koniec 2016 r. Polacy posiadali blisko 36,9 mln kart płatniczych, co oznacza wzrost w porównaniu z rokiem poprzednim o 4,7%. Łącznie na przestrzeni ostatnich pięciu lat (2011–2016) liczba kart płatniczych wzrosła o 15,1% [NBP]. Ponadto w analizowanym okresie rosła zarówno liczba, jak i wartość transakcji dokonywanych kartami płatniczymi. W 2016 r. liczba

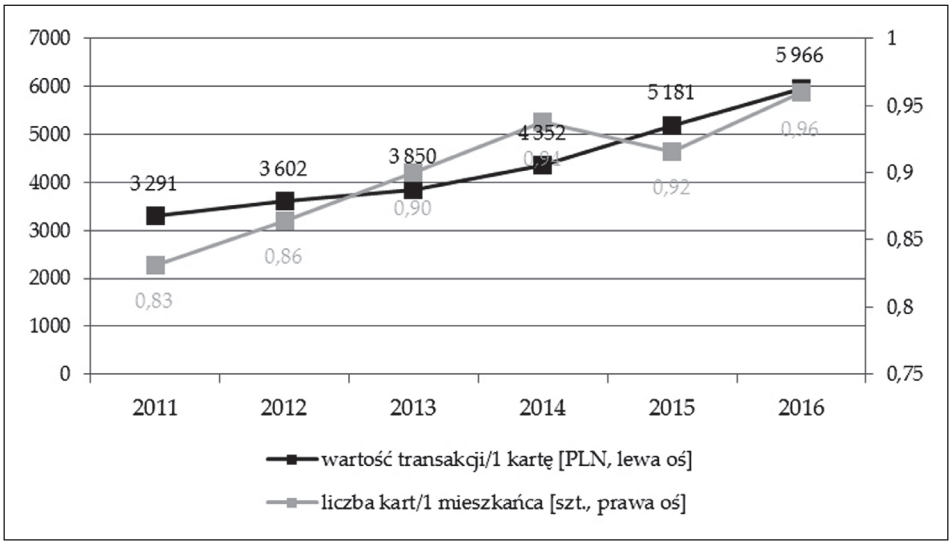
transakcji dokonanych kartami płatniczymi wyniosła blisko 4 mld szt., z czego 80,7% stanowiły transakcje bezgotówkowe. Ponadto liczba transakcji bezgotówkowych rosła w ostatnim roku szybciej niż liczba transakcji ogółem (25,3% vs. 19,9%).

Wartość transakcji kartami płatniczymi wzrosła natomiast na przestrzeni ostatniego roku o 14,9%, osiągając w 2016 r. poziom 582,3 mld zł. Transakcje bezgotówkowe dokonane kartami płatniczymi wyniosły natomiast w 2016 r. blisko 220 mld zł, co oznacza wzrost w porównaniu z rokiem 2015 o 20,6%.

Analizując tempo rozwoju rynku kart płatniczych, warto przyjrzeć się miarom względnym: wartości transakcji bezgotówkowych w przeliczeniu na 1 kartę płatniczą oraz liczbie kart przypadających na 1 mieszkańca.

W latach 2011–2016 odnotowano wzrost obu wskazanych powyżej względnych miar rozwoju rynku kart płatniczych. Średnia wartość transakcji bezgotówkowych w przeliczeniu na 1 kartę wzrosła z 3291 zł w 2011 r. do blisko 6000 zł w 2016 r.

Rysunek 3. Rozwój rynku kart płatniczych w Polsce w latach 2011–2016



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych NBP oraz GUS.

Wspomnianemu już wzrostowi liczby kart płatniczych w latach 2011–2016 towarzyszył wzrost wskaźnika liczby kart w przeliczeniu na 1 mieszkańca. W analizowanym okresie wskaźnik ten wzrósł z 0,83 do 0,96 karty/1 mieszkańca.

Nadal jednak w porównaniu z rynkiem unijnym wskaźnik liczby kart płatniczych w przeliczeniu na 1 mieszkańca znajduje się poniżej średniej

unijnej (0,96 vs. 1,53). Polska, ze wspomnianym już wskaźnikiem na poziomie 0,96, zajmuje trzecie miejsce od końca wśród państw członkowskich UE. Mniejszą liczbą kart płatniczych przypadających na 1 mieszkańca charakteryzował się jedynie rynek węgierski (0,91) oraz rumuński (0,75). Najwyższy wskaźnik odnotowano natomiast w: Luksemburgu (3,8), Wielkiej Brytanii (2,5) oraz Szwecji (2,2).

Polski rynek charakteryzuje się natomiast wyższym stopniem wykorzystania kart płatniczych mierzonym średnią liczbą transakcji dokonywanych w terminalach POS w przeliczeniu na 1 kartę płatniczą. W roku 2015 wspomniany wskaźnik ukształtował się w Polsce na poziomie 70,6, podczas gdy w UE na jedną kartę przypadało średnio 59 transakcji.

Warto podkreślić także, że w latach 2011–2015 krajowy rynek kart płatniczych rozwijał się szybciej w porównaniu z rynkiem unijnym ogółem. Wyższa dynamika wzrostu dotyczy wszystkich trzech analizowanych powyżej wskaźników: liczby kart płatniczych ogółem, liczby kart płatniczych w przeliczeniu na 1 mieszkańca oraz liczby transakcji bezgotówkowych przypadających na 1 kartę.

Tablica 2. Dynamika wzrostu liczby kart płatniczych, liczby kart płatniczych/1 mieszkańca oraz liczby transakcji bezgotówkowych dokonywanych pojedynczą kartą płatniczą w Polsce i UE w latach 2011–2015

	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	CAGR 2011–2015
Dynamika liczby kart płatniczych					
Polska	3,3%	4,7%	4,1%	–2,4%	2,4%
UE	1,4%	2,8%	1,1%	1,8%	1,8%
Dynamika liczby kart płatniczych na 1 mieszkańca					
Polska	3,3%	4,8%	4,1%	–2,3%	2,4%
UE	1,2%	1,8%	0,8%	1,5%	1,3%
Dynamika liczby transakcji płatniczych na 1 kartę					
Polska	14,6%	13,6%	24,4%	40,2%	22,8%
UE	5,4%	4,8%	2,7%	7,5%	5,1%

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych ECB.

Najwyższą dynamiką wzrostu w porównaniu z rynkiem unijnym charakteryzował się wskaźnik liczby transakcji bezgotówkowych przypadających na 1 kartę. Wartość powyższego wskaźnika na rynku krajowym rosła w latach 2011–2015 w średnim rocznym tempie 22,8%. Dla porównania na rynku unijnym średnie roczne tempo wzrostu w tym okresie wyniosło 5,1%.

Skumulowany roczny wskaźnik wzrostu liczby kart płatniczych wyniósł w analizowanym okresie w Polsce 2,4%, podczas gdy średnio w UE liczba kart płatniczych rosła w średnim rocznym tempie 1,8%. W zakresie

wskaźnika liczby kart w przeliczeniu na 1 mieszkańca średni roczny wzrost w latach 2011–2015 wyniósł w Polsce 2,4% wobec 1,3% na rynku unijnym.

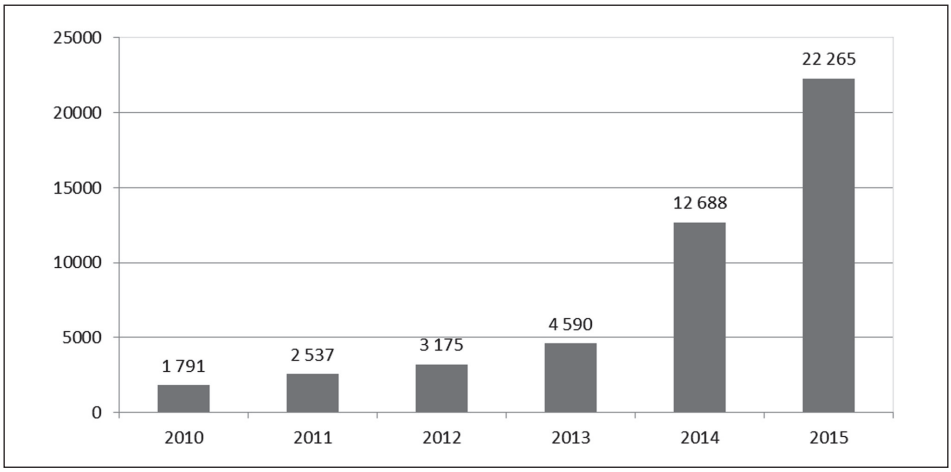
2. Stan i kierunki rozwoju nowoczesnych technologii w sektorze finansowym (FinTech)

Rozwiązania z zakresu nowoczesnych technologii w sektorze finansowym (*Financial Technology* – FinTech) to działalność biznesowa opierająca się na wykorzystaniu oprogramowania do świadczenia usług finansowych. Są to rozwiązania zorientowane na klienta, wykorzystujące innowacyjne aplikacje i procesy związane z kryptografią, dużymi zbiorami danych (Big Data) lub sztuczną inteligencją. FinTechy to w większości innowacyjne, nowo powstałe firmy (start-upy), których działalność w widoczny sposób zmienia dotychczasowy układ sił na rynku finansowym, w którym dominującą rolę odgrywają banki.

Istotny wpływ na rozwój firm technologicznych ma rosnące wykorzystanie nowoczesnych urządzeń mobilnych (smartfonów), które zmieniają zachowania konsumentów poprzez zmianę sposobu komunikowania się. Smartfony wymuszają porozumiewanie się poprzez zwięzłą i szybką informację. Rozwój kultury „zawsze online" powoduje, że społeczeństwo oczekuje natychmiastowego dostępu do informacji oraz danych. Zmiana zachowań konsumenckich widoczna jest także na rynku usług finansowych. Klient oczekuje bardzo szybkiej odpowiedzi, czy i kiedy otrzyma produkt finansowy, na który zgłasza zapotrzebowanie, w co może zainwestować. Klienci banków oczekują, że załatwienie spraw finansowych będzie w bliskiej przyszłości zarówno łatwe, wygodne jak i szybkie, analogicznie jak wysłanie e-maila lub sprawdzenie konta na portalu społecznościowym.

Z danych Accenture [2016] wynika, że globalna wartość inwestycji w spółki FinTech wzrosła z niespełna 2 mld USD w roku 2010 do 22 mld USD w 2015 r. (rys. 4). Tylko w 2015 r. branża odnotowała blisko dwukrotny wzrost inwestycji. Z jednej strony, dynamiczny rozwój sektora daje ogromną szansę rozwojową dla wielu nowych przedsiębiorstw. Z drugiej natomiast, może to oznaczać, że wkrótce kluczowym czynnikiem warunkującym sukces na rynku będzie współpraca z firmami technologicznymi. Brak kooperacji z sektorem FinTech może oznaczać w przyszłości wykluczenie z rynku lub wyraźne obniżenie pozycji konkurencyjnej.

Rysunek 4. Globalne inwestycje w sektor FinTech (w mln $)



Źródło: [Accenture, 2016].

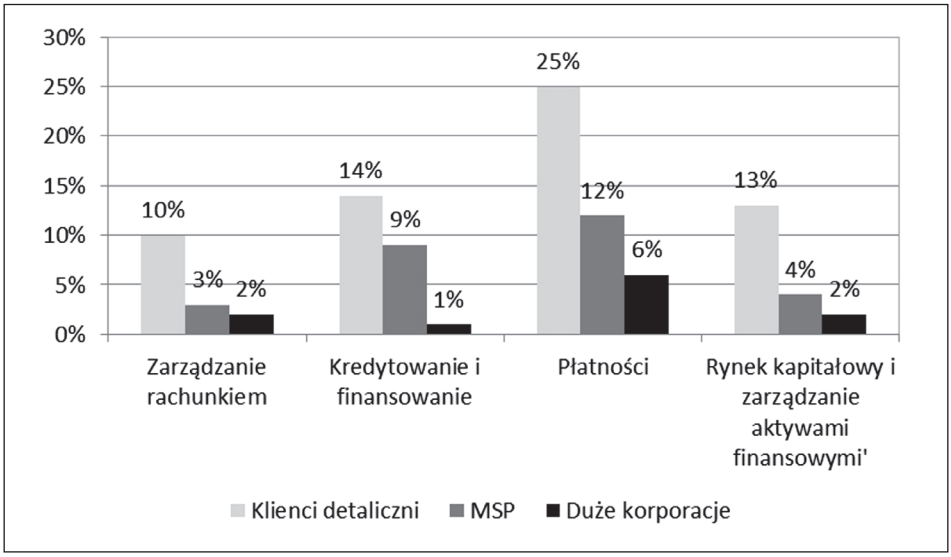
Z raportu McKinsey'a [2015] wynika, że firmy FinTech są aktywne przede wszystkim na rynku bankowości detalicznej. Dostarczanie rozwiązań finansowych dla klientów indywidualnych odpowiada za 62% aktywności sektora FinTech, podczas gdy dla sektora MSP w 28%, a dla korporacji w 8%. Firmy FinTech są zdecydowanymi konkurentami banków na rynku płatności oraz finansowania. W opinii McKinsey na rynku transferów zlokalizowane jest 43% całego biznesu FinTechowego.

Dla perspektyw rozwoju branży technologicznej istotna jest także wysoka aktywność branży FinTech w tzw. obszarach kluczowych dla banków (ponad 10% udział w dochodach) – rys. 5. Dotyczy to m.in. segmentu finansowania detalicznego czy zarządzania aktywami klientów detalicznych. Takiego zagrożenia nie ma natomiast póki co w obszarze bankowości korporacyjnej. Brak aktywności FinTechów w tym obszarze oznacza brak „zakłóceń" w dotychczasowym modelu biznesowym banków.

Perspektywy rozwoju sektora FinTech w perspektywie pięcioletniej są obiecujące. Z szacunków firmy MarketResearch wynika, że łączna wartość globalnych inwestycji technologicznych wyniesie blisko 45 mld USD w 2020 r. Głównym rynkiem inwestycyjnym pozostaną Stany Zjednoczone, na którym wartość ulokowanych projektów osiągnie poziom blisko 25 mld USD. Oznacza to podwojenie poziomu z 2015 r. [MarketReserach, 2015].

Wartość inwestycji w FinTechy działające na rynku europejskim prognozowana jest na poziomie 10,2 mld USD, a więc trzykrotnie wyższym niż na koniec 2015 r. Niemniej jednak rynek europejski pozostanie ponad dwukrotnie mniejszy od amerykańskiego.

Rysunek 5. Aktywność firm FinTech na rynku finansowym (% udział w całości działalności FinTech)



Źródło: [McKinsey, 2015].

Wzrost aktywności firm FinTech na rynku finansowym rodzi podstawowe pytanie: czy dalszy rozwój branży świadczącej usługi w oparciu o nowoczesne technologie może zagrozić obecnej pozycji banków? Czy realna jest sytuacja, w której FinTechy przejmą najbardziej dochodowe segmenty rynku, pozostawiając bankom nisko rentowne obszary?

Nie ma wątpliwości, że działalność sektora FinTech będzie w najbliższych latach wywierać istotny wpływ na funkcjonowanie banków. W literaturze przedmiotu pisze się o zjawisku „zakłócania" działalności banków. Ważne jest, że to „zakłócanie" może mieć pozytywne lub negatywne konsekwencje dla strategii biznesowych banków i rentowności działalności.

Wśród negatywnych konsekwencji rosnącej aktywności branży FinTech bankowcy upatrują przede wszystkim (67% ankietowanych) wzrostu konkurencji cenowej wymuszającej obniżkę marż [PwC, 2016]. Ponad połowa (59%) obawia się utraty udziału w rynku i wzrostu skali rezygnacji wśród klientów, wskutek włączenia się do gry firm FinTech. Można więc podsumować, że obawy bankowców związane są przede wszystkim z ryzykiem utraty dochodów, które przejmą aktywne start-upy.

Obecność i rozwój firm technologicznych nie musi jednak oznaczać wyłącznie klęski sektora bankowego. Odpowiednio przyjęty model współpracy na linii bank–FinTech pozwoli bowiem na osiągnięcie sukcesu obu instytucjom. Do pozytywnych aspektów obecności firm FinTech na rynku finansowym bankowcy zaliczają możliwość redukcji kosztów (73%) oraz

zwiększenie różnorodności dotychczasowej oferty bankowej (62%), które przełoży się na dodatkowe dochody (56%). Banki doceniają fakt, że dzięki FinTech mogą lepiej zaprojektować ofertę i dostosowywać ją do zmieniających się warunków rynkowych, co w efekcie prowadzić będzie do zmian w modelach biznesowych banków. Generalnie eksperci rynkowi są zdania, że rozwój branży FinTech nie zagrozi dominacji banków na rynku, choć może istotnie zmienić ich model funkcjonowania.

Należy podkreślić, że skala przyszłych zmian na rynku będzie w dużym stopniu determinowana przez same instytucje finansowe, w tym głównie zależeć będzie od przyjętego modelu współpracy z firmami FinTechowymi. Najprostszy podział uwzględnia rolę FinTech albo jako konkurenta banków, albo partnera.

Eksperci rynkowi są w większości zdania, że w perspektywie najbliższych lat dominująca pozycja banków na rynku finansowym pozostanie jednak niezagrożona. Jednym z głównych argumentów przemawiających za takim scenariuszem jest kwestia zaufania do banków. Została ona co prawda podważona w czasie wybuchu kryzysu, ale nie na tyle, aby konsumenci i klienci banków zdecydowali się na powierzenie pieniędzy nowym instytucjom (FinTechom), nieregulowanym i nieposiadającym gwarancji bankowych.

Co więcej, sukces firm technologicznych zależny będzie od skali działania. Brak bazy klientowskiej i konieczność jej budowy ogranicza obecnie rozwój i osiąganie wyższej rentowności. Ten czynnik jest postrzegany z jednej strony, jako jedna z ważniejszych słabości FinTechów, a z drugiej – jako najmocniejsza strona banków.

Utrzymanie dominującej pozycji rynkowej przez banki wynikać będzie także z potencjalnego objęcia sektora FinTech wymogami regulacyjnymi w najbliższym okresie. Nie należy oczekiwać, iż w perspektywie 5 lat firmy technologiczne będą poddane regulacjom analogicznie jak banki, ale osiągnięcie pewnej skali działalności przez FinTechy będzie skłaniać nadzorców do regulacji branży w trosce o bezpieczeństwo klientów.

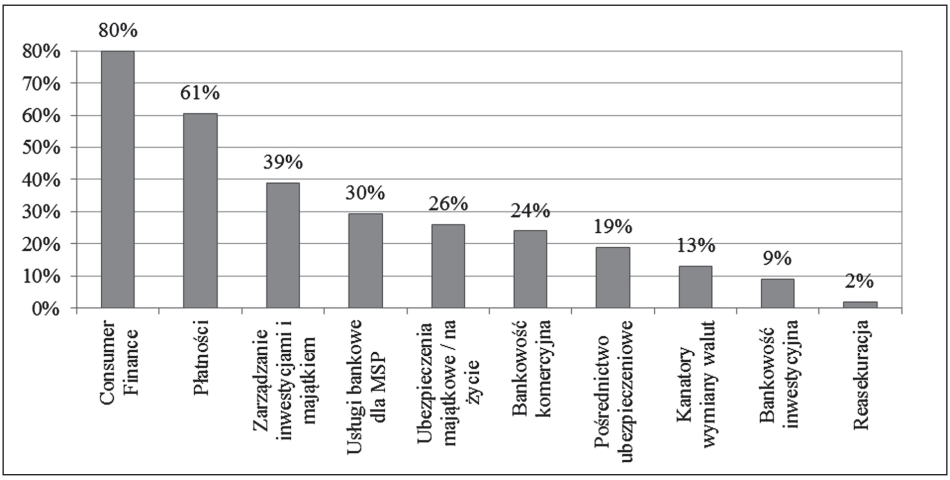
Duże znaczenie dla rozwoju sektora FinTech może mieć także implementacja dyrektywy PSD II z dnia 25 listopada 2015 r. w sprawie usług płatniczych w ramach rynku wewnętrznego. Kraje członkowskie UE mają czas do 13 stycznia 2018 r. na wdrożenie nowych przepisów dyrektywy. Skutki nowych regulacji oceniane są mianem „tsunami regulacyjnego", co podkreśla ich istotny wpływ na zmianę funkcjonowania rynku płatności, wynikający także z szerszego dostępu nowych podmiotów do oferowania usług płatniczych.

Z raportu PwC [2016], w którym o ocenę rozwoju sytuacji na rynku finansowym zapytano 544 czołowych bankierów, wynika, że w perspektywie

5 lat firmy FinTech będą najbardziej aktywne w obszarze *consumer finance* (w opinii 80% ekspertów) oraz rynku płatności (61% ekspertów) – rys. 6.

Banki nie powinny pomijać także zainteresowania FinTechów segmentem związanym z zarządzaniem inwestycjami i majątkiem klientów (39% ekspertów), jak również obszarem związanym z dostarczaniem usług i rozwiązań finansowych dla małych i średnich przedsiębiorstw (MSP) (30% ekspertów).

Rysunek 6. Która część sektora finansowego będzie prawdopodobnie najbardziej pod wpływem działalności FinTech w ciągu najbliższych 5 lat?



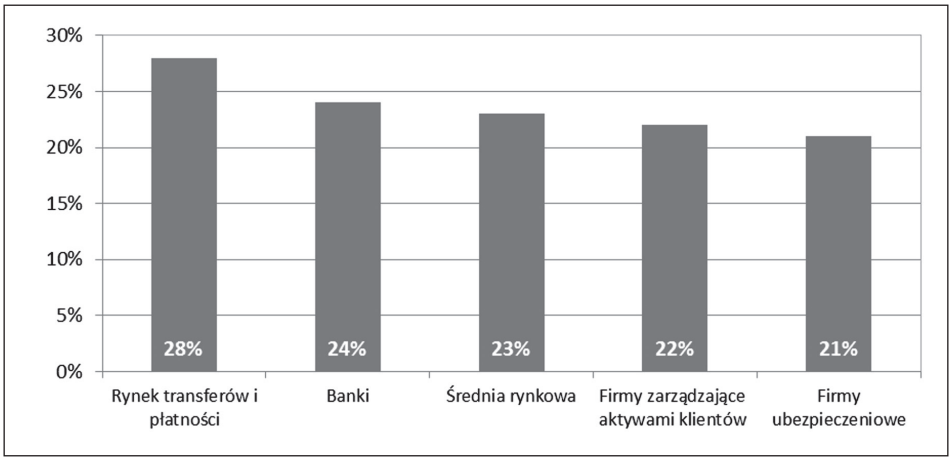
Źródło: [PwC, 2016].

Warto podkreślić, że kierunki i skala wpływu działalności sektora FinTech na sektor bankowy będzie zróżnicowana. Badania McKinsey [2015] potwierdzają, że „bardzo duży" i „duży" negatywny wpływ będzie miał miejsce na rynku Consumer Finance i rynku płatności i transferów. Konsekwencje „zakłócania" działalności przez FinTechy odczuwalne będą także na rynku finansowania MSP i w szeroko pojętym segmencie zarządzania aktywami klientów indywidualnych i instytucjonalnych. Będzie to wynikać przede wszystkim z dezintermediacji, spadku lojalności wśród klientów i relacji z klientem (dezintermediacja klientów jako efekt pojawiania się interfejsów oferujących w jednym miejscu usługi finansowe kilku instytucji finansowych), co w końcowym efekcie przełoży się na spadek zysków w tych segmentach rynku.

Wysoka aktywność FinTech we wskazanych obszarach biznesowych oznacza dla instytucji finansowych z jednej strony wzrost konkurencji i w efekcie spadek cen, a z drugiej – utratę części rynku i spadek przychodów z tytułu obsługi klientów.

W opinii ekspertów ankietowanych przez PwC rozwój branży technologicznej na rynku finansowym pociągnie za sobą ryzyko utraty blisko ¼ osiąganych przez banki dochodów (23%). Wyniki badania PwC wskazują, że najbardziej zagrożone pod kątem spadku dochodów są podmioty funkcjonujące na rynku płatności i transferów, gdzie strata szacowana jest na poziomie 28% (rys. 7). Wejście w życie regulacji PSD2 będzie z pewnością czynnikiem wzmacniającym pozycję FinTechów na tym rynku.

Rysunek 7. Jaki odsetek biznesu jest narażony na ryzyko utraty dochodów w związku z działalnością samodzielnych (konkurencyjnych) firm FinTech?



Źródło: [PwC, 2016].

W perspektywie najbliższych pięciu lat należy oczekiwać wzmocnienia siły wzajemnego odziaływania firm FinTech z FinServ (usługi finansowe, banki). Banki, dostrzegając konieczność współpracy z FinTechami i uwzględnienia ich roli w modelu biznesowym, będą odchodzić od modelu konkurowania z FinTechami w kierunku modelu współpracy lub przejmowania poszczególnych FinTech. Praktyka rynkowa wskazuje, że różne strategie i formy współpracy banków z FinTechami przynoszą już pierwsze rezultaty.

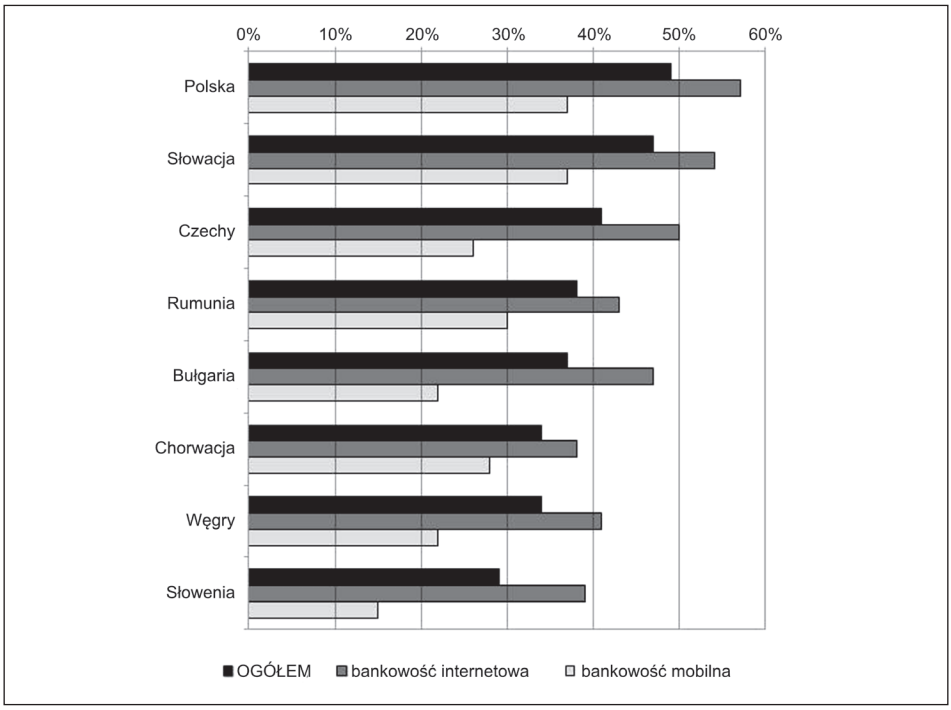
3. Wpływ rozwoju sektora FinTech na polski rynek płatności bezgotówkowych

Odnotowywany w skali światowej rozwój sektora FinTech będzie miał znaczenie również dla krajowego rynku finansowego, w tym rynku płatności bezgotówkowych. Obecnie wartość krajowego rynku FinTech szacuje się na 860 mln euro, czyli ok. 3,6 mld zł [Deloitte, 2017]. Co więcej, krajowy sektor FinTech uznawany jest za największy w Europie Środkowo-Wschodniej.

Raporty branżowe wskazują, że w Polsce funkcjonuje kilkadziesiąt podmiotów oferujących innowacyjne usługi finansowe [*Fintech w Polsce*…, 2016]. Większość z nich specjalizuje się w obszarach związanych z obrotem bezgotówkowym: płatnościami elektronicznymi (13%) i platformami finansowymi (25%).

Niemniej jednak na tle rynków światowych znaczenie FinTechów jako alternatywy dla usług bankowych w Polsce jest zdecydowanie niższe. Sytuacja taka wynika ze specyfiki polskiego sektora bankowego, a dokładnie z wysokiej innowacyjności banków krajowych. Według raportu CE Banking Outlook [Deloitte, 2016] pod względem dojrzałości cyfrowych usług bankowych, Polska jest liderem wśród państw Europy Środkowo-Wschodniej. Badanie obejmowało 350 funkcjonalności w 76 bankach z 8 krajów: Bułgarii, Chorwacji, Czech, Węgier, Polski, Rumunii, Słowacji oraz Słowenii. Pięć największych pod względem aktywów banków w Polsce oferowało 49% analizowanych funkcjonalności w zakresie kanałów cyfrowych, w tym 57% w zakresie bankowości internetowej oraz 37% w zakresie bankowości mobilnej (rys. 8). Co więcej, badanie Deloitte wskazuje, że wśród dziesięciu najbardziej innowacyjnych banków w Europie Środkowo-Wschodniej, aż pięć to banki funkcjonujące na rynku polskim.

Rysunek 8. Innowacyjność wybranych sektorów bankowych



Źródło: [Deloitte, 2016].

W rezultacie, jak pokazują badania PwC, jedynie 17% banków w Polsce kupuje usługi i produkty od firm z sektora FinTech [PwC, 2017]. Dla porównania w skali światowej odsetek ten kształtował się na poziomie 31%. Jednocześnie to samo badanie wskazuje, że banki krajowe nie pozostają obojętne wobec działań podejmowanych przez sektor FinTech. 56% banków monitoruje działania przedsiębiorstw z sektora FinTech w celu zachowania konkurencyjności, a 44% podejmuje współpracę z tego rodzaju podmiotami.

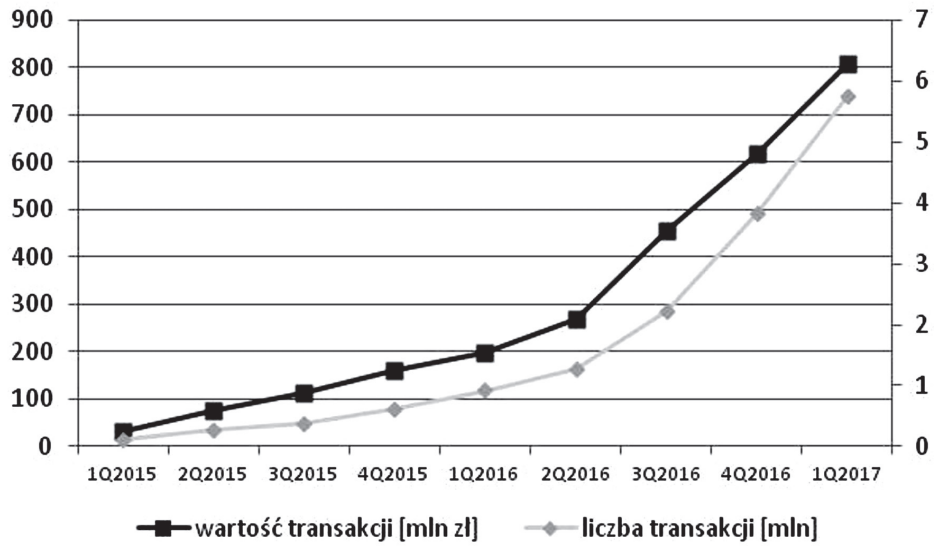
Jednym z głównych przejawów innowacyjności krajowego sektora bankowego w zakresie obrotu bezgotówkowego są płatności zbliżeniowe. Zgodnie z danymi NBP na koniec 2016 r. już 77,5% kart płatniczych wyposażonych była w funkcję płatności zbliżeniowych. W 2015 r. udział transakcji bezstykowych w ogólnej liczbie transakcji dokonywanych kartami płatniczymi przekroczył 55%, a dynamiczny rozwój tej formy płatności sprawił, że Polska zaliczana jest do czołówki światowej pod względem płatności bezstykowych [PwC, 2016].

Przykładem innowacyjnego rozwiązania stworzonego przez banki jest także polski system płatności mobilnych – BLIK, zarządzany przez Polski Standard Płatności. Pierwotnym inicjatorem BLIKa był PKO Bank Polski, który zaprosił w 2013 r. do współpracy 5 banków – Alior Bank, Bank Millennium, Bank Zachodni WBK, ING Bank Śląski, mBank, w celu wytworzenie jednolitego standardu płatności. Dziś BLIK oferuje już kilkanaście banków, które obsługują 2 mln klientów mogących skorzystać z płatności BLIKiem. Na koniec I kwartału 2017 r. system BLIK dysponował rozbudowaną infrastrukturą płatniczą obejmującą: 185,7 tys. terminali płatniczych, 65,3 tys. sklepów internetowych oraz 16,1 tys. bankomatów [NBP, 2017]. O rosnącej popularności BLIKa świadczą statystyki. W I kwartale 2017 r. wykonano BLIKiem łącznie 5,76 mln transakcji o wartości 807,4 mln zł. Dla porównania rok wcześniej, tj. w I kwartale 2016 r. było to odpowiednio 917 tys. transakcji o wartości 196,4 mln zł (rys. 9).

Największy udział w strukturze transakcji dokonywanych z wykorzystaniem systemu BLIK mają płatności w sklepach internetowych. Pod względem ilościowym w I kwartale 2017 r. stanowiły one blisko 62% wszystkich transakcji. Na drugim miejscu, z udziałem 26,3%, znajdowały się natomiast wypłaty w bankomatach [NBP, 2017]. O ile obecnie krajowy rynek płatniczy charakteryzuje silna pozycja banków w zakresie oferowania innowacyjnych rozwiązań, w perspektywie najbliższych kilku lat oczekiwać można wzrostu znaczenia przedsiębiorstw z sektora nowoczesnych technologii finansowych. Głównym czynnikiem, który będzie miał wpływ na rozwój tej grupy podmiotów na krajowym rynku bankowym, jest dyrektywa PSD2, która weszła w życie 12 stycznia 2016 r., a zacznie obowiązywać

najpóźniej od 13 stycznia 2018 r. Szczególnie istotne z punktu widzenia aktywności firm z sektora FinTech na krajowym rynku jest nałożenie na bank obowiązku udostępnienia z zgodą klienta odstępu do informacji o prowadzonych rachunkach firmom płatniczym oraz związaną z tym koniecznością stworzenia otwartego interfejsu (API).

Rysunek 9. Liczba oraz wartość transakcji w ramach systemu BLIK



Źródło: [NBP, 2017].

Zakończenie

Przeprowadzona analiza poziomu rozwoju rynku płatności bezgotówkowych w Polsce wskazuje na nadal wysoki potencjał rozwojowy krajowego rynku. Biorąc dla przykładu wskaźnik relacji banknotów i monet znajdujących się w obiegu do wartości PKB, w Polsce kształtuje się on na poziomie 10,1% (2016 r.). Dla porównania na rynkach uznawanych za najbardziej rozwinięte pod względem obrotu bezgotówkowego (Szwecja, Wielka Brytania) wskaźnik udziału banknotów i monet w PKB nie przekracza 4%. W Szwecji, będącej liderem pod względem stopnia wykorzystania rozliczeń bezgotówkowych, wartość banknotów i monet znajdujących się w obrocie ulegała w latach 2011–2015 systematycznemu obniżeniu, osiągając wartość 1,7%.

Jednym z kluczowych czynników stymulujących rozwój rynku płatności i obrotu bezgotówkowego w Polsce będzie z pewnością w najbliższych latach wykorzystanie nowoczesnych technologii. Współpraca sektora finansowego z FinTechami może oznaczać uzyskanie efektów synergii i zaoferowanie klientom tańszych i lepszych jakościowo produktów bankowych.

Sprzyjać temu będą również regulacje prawne mające na celu zdynamizowanie rynku płatności detalicznych w Unii Europejskiej (implementacja Dyrektywy w sprawie usług płatniczych w ramach rynku wewnętrznego – PSDII).

Wdrożenie w ostatnim okresie innowacyjnych technologii w bankach, np. BLIKa, sprzyja popularyzacji i szerszemu wykorzystaniu obrotu bezgotówkowego. Polski rynek charakteryzuje się obecnie wyższym stopniem wykorzystania kart płatniczych mierzonym średnią liczbą transakcji dokonywanych w terminalach POS w przeliczeniu na 1 kartę płatniczą. W roku 2015 wskaźnik ukształtował się w Polsce na poziomie 70,6, podczas gdy w UE na jedną kartę przypadało średnio 59 transakcji.

Literatura

Accenture (2016), *Fintech and the evolving landscape: landing points for the industry*, https://www.accenture.com/t00010101T000000__w__/gb-en/_acnmedia/PDF-15/Accenture-Fintech-Evolving-Landscape.pdf, dostep: 4.10.2017.

Deloitte (2016), *CE Banking Outlook. Winning in the Digital Arms Race*, https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ro/Documents/about-deloitte/CE-Banking-Outlook.pdf, dostep: 4.10.2017.

Fintech w Polsce. Bariery i szanse rozwoju, FinTech Poland (2016), Obserwatorium.biz oraz Centrum Prawa Nowych Technologii.

Five Banking Innovations from Five Continents: USA, Europe, Asia, Africa, Australia (2015), MarketResearch, cdn2.hubspot.net, dostęp: 28.09.2017.

GUS (2017), *Ludność I ruch naturalny w 2016 r.*, Warszawa.

https://www2.deloitte.com/pl/pl/pages/press-releases/articles/ekspansja-zagraniczna-jest-warunkiem-koniecznym-rozwoju-polskiego-sektora-fintech.html, dostęp: 28.09.2017.

McKinsey (2015), *The Fight for the Customer*, McKinsey Global Banking Annual Review, Mckensy& Comany.

NBP (2017), *Informacja o rozliczeniach pieniężnych i rozrachunkach międzybankowych w I kwartale 2017 r.*

NBP (2013), *Diagnoza stanu rozwoju obrotu bezgotówkowego w Polsce*, Warszawa.

NBP (2017), *Informacja o kartach płatniczych IV kwartał 2016*, Warszawa.

NBP (2017), *Ocena funkcjonowania polskiego system płatniczego w II półroczu 2016 r.*

NBP (2017), *Postawy Polaków wobec obrotu bezgotówkowego*, Warszawa.

PwC (2016), *Blurred lines: How FinTech is shaping Financial Services*, Global FinTech Report, https://www.pwc.com/il/en/home/assets/pwc_fintech_global_report.pdf, dostep: 4.10.2017.

PwC (2017), *Bank i fintech-y – małżeństwo z rozsądku*, www.pwc.pl, dostęp: 28.09.2017.

Streszczenie

W artykule przedstawiono analizę wpływu rozwoju sektora FinTech na działalność banków i poziom rozwoju rynku płatności bezgotówkowych w Polsce. Pierwsza część zawiera analizę poziomu obrotu bezgotówkowego w Polsce

w latach 2001–2016, z uwzględnieniem dynamiki rozwoju na tle wybranych rynków europejskich. W analizie uwzględniono podstawowe miary bezwzględne oraz względne poziomu obrotu bezgotówkowego, w tym m.in: udział pieniądza gotówkowego w M1, liczba transakcji bezgotówkowych dokonywanych na rachunkach bieżących, liczba kart płatniczych/mieszkańca oraz wartość transakcji bezgotówkowych przypadających na 1 kartę.

W drugiej części artykułu przedstawiono poziom rozwoju sektora FinTech w skali międzynarodowej, a także główne kierunki aktywności przedsiębiorstw dostarczających innowacji dla sektora finansowego. Szczególną uwagę poświęcono wpływowi dynamicznego rozwoju sektora FinTech na instytucje bankowe, w tym wskazano możliwe koegzystencji banków i przedsiębiorstw FinTech na rynku usług finansowych.

Ostatnia część artykułu odnosi się do wpływu rozwoju sektora FinTech na krajowy segment płatności bezgotówkowych. W tej części tej przedstawiono ponadto przykłady innowacyjnych rozwiązań z zakresu płatności opracowane przez banki krajowe.

Słowa kluczowe
obrót bezgotówkowy, rynek płatności, FinTech, nowoczesne technologie

Non-cash payments in Poland in the light of FinTech's development (Summary)

The article presents an analysis of the impact of FinTech's development on the banks' activity and the level of development of the non-cash payments market in Poland. The first part of the article analyzes the level of non-cash turnover in Poland in 2001–2016, taking into account the dynamics of development against selected European markets. The analysis includes the basic absolute and relative non-cash turnover measures, including: the share of cash in M1, the number of non-cash transactions on current accounts, the number of payment cards per capita and the value of non-cash transactions per card.

The second part of the article presents the level of development of the FinTech sector on an international market as well as the main areas of activity of FinTech. Particular attention was paid to the impact of FinTech's dynamic development on banking institutions, including the possible forms of coexistence of FinTech and banks at financial market.

The last part of the article refers to the impact of FinTech's development on the Polish non-cash payment market. This part also presents examples of innovative payment solutions developed by national banks.

Keywords
cashless turnover, non-cash payments, payment market, FinTech, modern technology

Marta Postuła*
Andrzej Mielcarz**

Metodyka projektowania programów rządowych finansowanych z krajowych środków publicznych narzędziem niezbędnym do ich skutecznej i efektywnej realizacji

Wstęp

Wydatkowanie środków publicznych i wykorzystywane w ramach tego procesu narzędzia zarządzania winny służyć podniesieniu efektywności realizacji usług publicznych względem obywateli. Na podstawie analiz badawczych oraz doświadczeń praktycznych wyodrębnia się najbardziej uniwersalny, powszechny paradygmat budżetowania zadaniowego. Metoda ta inkorporuje w swoich ramach podstawowe zasady dobrego, racjonalnego oraz transparentnego planowania i wydatkowania środków publicznych, które powinny zostać wsparte właściwymi rozwiązaniami instytucjonalnymi [Lubińska, 2010, s. 131]. W tym miejscu warto zauważyć, że wyodrębniony zespół kluczowych zasad należytego dysponowania środkami publicznymi zapewnia solidne podstawy teoretyczne, które powinny być rozwijane i doskonalone przy jednoczesnej aktywnej, otwartej (inkluzywnej) postawie zorientowanej na poznawanie i adaptowanie dobrych praktyk w całym zakresie prowadzenia działań budżetowych. Wykorzystanie tego dorobku pozwala bowiem na osiąganie efektu synergii, w postaci wypracowania zespołu teoretycznych i praktycznych wskazówek dotyczących metodyki opracowywania, wdrażania i optymalizowania rozwiązań systemów budżetowych. Tego rodzaju konkluzje znajdują swoje przełożenie w postaci niekwestionowanego wpływu administracji na jakość struktury wydatków. Istotne jest ukierunkowanie środków na priorytetowe cele rozwojowe, co może oznaczać szersze perspektywy i możliwości podnoszenia poziomu świadczenia usług publicznych, a tym samym jakości życia obywateli.

* Prof. UW, dr hab., Katedra Finansów i Rachunkowosci, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Warszawski; 02-678 Warszawa, ul. Szturmowa 1/3, mpostula@wz.uw.edu.pl
** Mgr, absolwent niestacjonarnych studiów doktoranckich o profilu ekonomicznym w Kolegium Ekonomiczno-Społecznym Szkoły Głównej Handlowej, 02-554 Warszawa, Aleja Niepodległosci 162

W artykule skoncentrowano się na przeprowadzeniu analizy funkcjonowania jednego z podstawowych narzędzi służących spełnieniu kryteriów dobrego zarządzania środkami publicznymi łączącego planowanie średniookresowe, zarządzanie przez cele i ewaluację. Metody te winny być coraz częściej wykorzystywane w celu efektywniejszego i sprawniejszego wydatkowania środków publicznych. W tym kontekście starano się w artykule zidentyfikować użyteczne mechanizmy przeprowadzanych już na świecie przeglądów wydatkowych, których wykorzystanie może zwiększyć skuteczność tego procesu budżetowego i pomóc tym samym wypełnić postulaty paradygmatu budżetowania zorientowanego na rezultaty, a jednocześnie spełniać postulat zapewnienia racjonalności gospodarki budżetowej na poziomie operacyjnym [Komorowski, 2012, s. 87].

Celem artykułu jest zatem wskazanie ogólnych kierunków rozwoju metodyki projektowania programów rządowych, dzięki którym mogłyby one zyskać doskonalsze i bardziej jednorodne (spójne) podstawy metodologiczne służące ich konstruowaniu. Działania takie przyczyniałyby się do wzrostu skuteczności, a jednocześnie sprawiły, by programy te nie były postrzegane poprzez pryzmat jedynie formalnoprawnego obowiązku czy też biurokratycznego obciążenia angażującego zasoby publiczne i potencjał administracji publicznej. Zasadne jest wykorzystanie w tym celu analiz, opracowań i rekomendacji OECD, IMF, KE oraz WB, które corocznie dokonują przeglądu i oceny poszczególnych rozwiązań proceduralnych i instytucjonalnych celem podniesienia efektywności wydatkowania środków publicznych na usługi dla obywateli.

1. Geneza rozwoju programowania zadań publicznych w Polsce w kontekście implementacji narzędzi nowoczesnego zarządzania publicznego

Instytucja programu wieloletniego została wprowadzona do polskich finansów publicznych na mocy ustawy z dnia 26 listopada 1998 r. o finansach publicznych, w celu wprowadzenia możliwości wieloletniego planowania wydatków na realizację zadań w określonych obszarach działalności państwa. Deklaracje rządowe przedstawiały tę konstrukcję prawa finansowego jako „przełom w gospodarce budżetowej", pozwalający na odejście od sztywnego schematu rocznych budżetów – dający możliwość długookresowego planowania finansowego [Malinowska-Misiąg, Misiąg, 2007, s. 453–459].

Na przestrzeni kilkunastu lat – wraz z kolejnymi nowelizacjami tej ustawy – zasady funkcjonowania programów wieloletnich w sposób istotny były zmieniane, przy czym znaczenie i zakres ich stosowania znacząco

się rozszerzył, wykazując stałą tendencję do ogólnego wzrostu wartości i liczby tych programów [Pakoński, 2000, s. 142].

Jednocześnie coraz chętniej administracja rządowa sięgała po program jako formę projektowania i realizacji zadań publicznych także w odniesieniu do tych działań, które prowadzono w okresie przekraczającym perspektywę jednego roku budżetowego, a których nie dotyczyła instytucja programu wieloletniego, w ścisłym ustawowym rozumieniu tego terminu (obecnie art. 136 ust. 2 ustawy o finansach publicznych z dnia 27 sierpnia 2009 r.). W konsekwencji system programów wieloletnich *sensu stricto* jest obecnie w naszym kraju skutecznie uzupełniany przez zespół programów rządowych powołanych na podstawie innych przepisów niż art. 136 ww. ustawy, a przy tym także wykorzystujących w coraz doskonalszy, choć niesformalizowany sposób zbiorczą metodologię wykorzystującą instrumentarium wywodzące się z m.in. z nowego zarządzania publicznego.

1.1. Sprawność funkcjonowania programów wieloletnich wyznacznikiem zaawansowania zastosowania nowoczesnych metod zarządzania publicznego

Należy podkreślić, że wybór za obiekt analizy w pierwszym rzędzie programów wieloletnich w kontekście nowoczesnych metod zarządzania w sektorze publicznym (*New Public Management* – NPM) uwarunkowany jest nie tylko ich przeznaczeniem i specyfiką. Programy wieloletnie stanowią bowiem zarazem wyjątkowo dobry obiekt dla przetestowania i zastosowania użyteczności metod, rozwiązań metodologicznych oraz innowacji zarządczych. Ze względu na ich specyfikę określoną w ustawie o finansach publicznych posiadają strukturę zadaniową; istnieje też więc prawny wymóg określania celu istnienia danego programu, a zatem (co jak się okazuje w praktyce nie jest już takie oczywiste) jego zakładanych rezultatów i efektów, a także prowadzenia jego bieżącego monitoringu oraz ewaluacji. W szczególności, co ma zwłaszcza znaczenie dla reformy budżetowania, programy wieloletnie posiadają cechę planowania o perspektywie dalszej niż jednorocznej, a taki atrybut jest uznawany powszechnie za jeden z podstawowych wymogów budżetowania zadaniowego. Jednocześnie te cechy programów wieloletnich sprzyjają dalszemu doskonaleniu i rozwojowi zastosowania nowoczesnych metod ewaluacji w przedmiocie badań nad wydatkowaniem środków publicznych w jednostkach sektora finansów publicznych.

Poprzez elementy NPM [Postuła, 2015] przyjmujemy w ramach tego opracowania następujące procesy zarządcze wdrożone (lub wdrażane obecnie) na potrzeby zarządzania sektorem publicznym w Polsce, które posiadają swoją genezę w rozwiązaniach krajów wysoko rozwiniętych, w tym także (co jest szczególną cechą NPM) zaczerpnięte z metod zarządzania

praktykowanych (w swej genezie i aktualnie) w sektorze prywatnym. Wśród tych elementów – wybranych z uwagi na ich szczególny wpływ na perspektywy usprawniania instytucji programu wieloletniego – wyróżnić należy:

- planowanie wieloletnie strategiczne i finansowe;
- budżetowanie zadaniowe (zarządzanie przez cele w oparciu o mierzalne rezultaty);
- budżetowanie programowe (program *based budgeting*);
- zarządzanie ryzykiem i kontrola zarządcza (w tym tzw. audyt efektywnościowy – *performance audit*);
- ewaluacja i monitoring, w tym ewaluacja *ex ante* (również w zakresie oceny skutków regulacji, logika interwencji, kontrola i nadzór – art. 175 ust. 1 pkt 4, analiza SWOT itp.), ewaluacja *on-going*, a także *ex post*;
- zarządzanie projektami;
- zarządzanie jakością;
- kontraktowanie lub outsourcing zadań organizacji odpowiedzialnej za realizację zadań/przedsięwzięć/procesów biznesowych, a także partnerstwo publiczno-prywatne (PPP).

1.2. Stan i potrzeby w zakresie kontynuacji podejmowania analiz oraz badań nad programami wieloletnimi w Polsce

W kontekście powyższego katalogu, co ma szczególne znaczenie dla dalszych rozważań zawartych w artykule, należy podkreślić wzajemne zależności, ale też i faktyczną odrębność pomiędzy budżetowaniem zadaniowym a budżetowaniem programowym. Dodatkowo w artykule zostanie rozważona możliwość zastosowania rozwiązań analogicznych do przeglądów wydatkowych (*spending reviews*) w zakresie oceny programów wieloletnich – w szczególności dotyczy to mechanizmów zbliżonych do funkcjonalnego (a więc prooszczędnościowego) typu przeglądów wydatków[1].

Istnieją przesłanki świadczące o tym, że część wcześniej wymienionych instrumentów wspierających procesy zarządcze jest już obecnie w pewnym stopniu wykorzystywana w Polsce w ramach instrumentu programów wieloletnich. Problematyka ta wymaga jednak bardziej szczegółowych studiów, gdyż dotychczasowy stan badań jest w tym zakresie dalece niewystarczający. Wynika to m.in. z faktu, że stan rozwoju piśmiennictwa dotyczący problematyki tak klasycznej instytucji prawa finansowego publicznego, jaką są programy wieloletnie (a także pozostałe programy rządowe), jest nieaktualny, znikomy, a tym samym wysoce niewystarczający z punktu widzenia rangi tej problematyki oraz potrzeb sektora publicznego. Brak

[1] Doskonałym przykładem może być tutaj przegląd programów federalnych w USA, dokonywany w postaci załącznika do ustawy budżetowej.

ten jest tym bardziej dotkliwy, że dorobek ten z wyjątkiem (literalnie) pojedynczych opracowań o wysokich walorach poznawczych, ale niestety zarazem o wstępnym, ogólnym lub przyczynkowym charakterze niestety prawie w ogóle nie dotyczy prac z zakresu nauk o zarządzaniu[2].

Przykładem wartościowych prac w tym obszarze są opracowania przygotowane w ramach projektu badawczego realizowanego przez Uniwersytet Szczeciński. Wynikiem tych studiów była publikacja dotycząca programów wieloletnich jako przykładu zastosowania wieloletniego planowania budżetowego, a ponadto publikacja, w której podjęto próbę oceny użyteczności zastosowania budżetowania zadaniowego na rzecz pomiaru efektywności i skuteczności programów wieloletnich [Franek, 2012, s. 43]. Prace te, które oceniać można jako ważny, chociaż mający charakter ogólny (tj. dotyczący wybranych aspektów problematyki projektowania programów w Polsce), punkt wyjściowy do dyskusji nad omawianą problematyką, nie doczekały się jednakże zbyt wielu kontynuacji, wobec czego aktualny stan badań tego przedmiotu dotyczy okresu sprzed 2015 r. Mając na uwadze powyższe, istnieje potrzeba kontynuowania badań nad projektowaniem zadań publicznych w Polsce. Istotne jest zbadanie szerszej perspektywy odnoszącej się do ogółu programów inicjowanych w podsektorze rządowym (także realizowanych przez jednostki tzw. pozabudżetowe).

2. Budżet zadaniowy a budżet programowy jako dwie równoległe i uzupełniające się metody budżetowania wspierające tworzenie państwa efektywnego

We współczesnym świecie decydenci winni podejmować dyskusję nad metodami efektywnego zarządzaniem finansami na rzecz realizacji idei państwa efektywnego (tzw. *performing state*) [Postuła, 2017, s. 168]. Uznaje się, że w Polsce dotyczy to w pierwszym rzędzie instytucji budżetu zadaniowego, w szczególności metody budżetowania (lub wspierania budżetowania) polegającej na powiązaniu rezultatów zadań z projektowanymi alokacjami zasobów pochodzących z budżetu państwa. Takie podejście eksponujące prymat budżetu zadaniowego byłoby uzasadnione z uwagi na pierwszoplanową rolę, jaka wynika ze sformalizowanego przeznaczenia funkcjonalnego tego narzędzia, które zostało określone już u genezy, tj. na wstępnym etapie kształtowania się podstaw jego wprowadzenia w Polsce. Podstawą ówczesnych działań było stwierdzenie, że instrument ten ma wypełniać warunki implementacji metody określnej w terminologii

[2] Prace dotyczące tak ważnej problematyki dla zarządzania systemem finansów publicznych są tak rzadkie, że nie wykraczają poza poziom kilku opracowań o charakterze przyczynkowym, przy czym nie stanowią one już odzwierciedlenia aktualnego stanu przedmiotu badań.

międzynarodowej jako *performance budgeting* lub *performance-based budget.* Wiodącą rolę planowania w układzie zadaniowym w odniesieniu do aspektu badania skuteczności i efektywności w sektorze publicznym ugruntowały bowiem przepisy ustawy o finansach publicznych, jak też przepisy wykonawcze zawarte w rozporządzeniach Ministra Finansów.

Jednak takie ujęcie tej problematyki byłoby podejściem dalece uproszczającym, ograniczającym znacząco horyzont analizy i nieuwzględniającym faktycznej różnorodności metodologicznej oraz organizacyjnej przejawów nowoczesnych metod zarządzania w sektorze publicznym zorientowanego na rezultaty, co wynika m.in. z faktu, że na świecie uważa się, iż nie istnieje jeden model *performance budgeting* (natomiast istnieje pewien wspólny nieskodyfikowany zespół standardów, takich jak użycie celów, mierników i struktury funkcjonalno-programowej klasyfikującej wydatki publiczne) [Curristine, 2012, s. 48]. Jednocześnie, co jest szczególnie ważne dla prowadzonych tutaj rozważań – za odrębny, ale jednocześnie pełniący wobec tego budżetowania zadaniowego rolę wspomagającą, instrument nowoczesnego zarządzania finansami zorientowanego na rezultaty uznaje się budżetowanie programowe, lub oparte na programach (tzw. *program budgeting*, program *based budgeting*). Warto w tym miejscu zauważyć, że sposób definiowania programów (w tym tzw. programów budżetowych) jest w poszczególnych krajach wysoce zróżnicowany. Przykładem tej stratyfikacji jest z jednej strony szeroki „zadaniowy" (obszarowy) sposób definiowania programów, zarządzanych metodami menedżerskimi we Francji (w ramach systemu LOLF), a z drugiej strony – tematyczne ich określanie w sposób klasyczny, tj. poprzez ujmowanie w danych programach specyficznych węższych interwencji publicznych – w USA (w ramach zmodernizowanego systemu GPRAMA).

2.1. Potrzeba wzajemnej synergii dwóch aspektów metodologicznych budżetowania zorientowanego na rezultaty – budżetowania zadaniowego i budżetowania programowego

Przyjąć jednak należy, że efektywne zastosowanie budżetu programowo-funkcjonalnego, czy też organizacja zadań publicznych w formie programów wymaga jednoczesnego zastosowania mechanizmów analogicznych do części sprawnościowej budżetowania zadaniowego. Takie podejście przyczynia się do zwiększenia przejrzystości i jakości informacji o efektach strumieni wydatków kierowanych na poszczególne rodzaje działalności państwa ujęte w ramach programów [Boston i inni, 1996, s. 29–34]. Znamiennym faktem jest też to, że zastosowanie formy programów na rzecz usprawnienia planowania i efektywnego zarządzania realizacją zadań państwa w latach 60. w USA jest postrzegane jako prageneza późniejszego rozwoju budżetowania zadaniowego. Mowa tutaj o programach wdrażanych

w obszarze obrony narodowej z inicjatywy Sekretarza Stanu Roberta McNamary, które stały sie impulsem do wdrożenia metody *Planning, Programming, and Budgeting System* (PPBS), uznawanej w literaturze przedmiotu za pierwszy budżet zadaniowy na świecie. Sekretarz McNamara zasłynął m.in. proefetywnościową inicjatywą konsolidacji federalnych programów zbrojeniowych celem m.in. eliminowania dublujących się działań. Podjęto też np. starania, aby zaopatrywać siły powietrzne USA w taki sposób, aby konsolidując w jeden program wiele wcześniejszych programów lotniczych o różnych przeznaczeniach, uzyskać nowy uniwersalny samolot, którego konstrukcja odpowiadałaby tym wszystkim wszechstronnym zastosowaniom bojowym, co miało przynosić bardzo duże oszczędności (ten sposób konstruowania programów lotniczych jest kontynuowany w USA również w czasach współczesnych, w postaci „skonsolidowanych" programów konstrukcyjnych wielozadaniowego F-16 i najnowszego programu Joint Strike Fighter [Fox, 2011, s. 265].

Mimo terminologicznej autonomii budżetowania programowego jego powiązanie z budżetem zadaniowym jest bardzo silne (m.in. z uwagi na fakt, iż struktura „programowa" jest zazwyczaj postrzegana za cechę absolutnie niezbędną dla tego rodzaju planowania budżetowego, gwarantującą realizację przez ten system postulatu przejrzystości i transparentności). Istnieją nawet w piśmiennictwie solidnie uzasadnione warsztatowo przykłady, że „programowanie budżetowe" utożsamia się bezpośrednio z „budżetowaniem zadaniowym", przy czym w takich przypadkach interpretacja ta odnosi się bezpośrednio do „programowania" z perspektywy m.in. ogólnych mechanizmów budżetowania zadaniowego [Strąk, 2012, s. 142].

2.2. Problem identyfikacji odrębności budżetowania w oparciu o programy jako ważnego elementu budżetowania zadaniowego w Polsce

W tym kontekście podkreślenia wymaga, że niezależnie od wspomnianego powyżej dynamicznego rozwoju budżetu zadaniowego w naszym kraju szczególną uwagę zwrócić należy na praktyki i stan zaawansowania polskich osiągnięć w obszarze nowoczesnych metod zarządzania publicznego, jakie dokonały się już wcześniej w następstwie transformacji ustrojowej, a następnie zostały zintensyfikowane w związku z dążeniem do przyjęcia proefektywnościowej kultury zarządzania promowanej przez Unię Europejską wobec sektora publicznego (dotyczy to w szczególności organizacji sposobu realizacji zadań publicznych w strukturze programów poprzez realizację programów operacyjnych funduszy europejskich, a w związku z tym upowszechniania się praktyk i kultury ewaluacyjnej). Analizując praktyki funkcjonujące w polskim sektorze publicznym,

zauważyć należy, że w następstwie tej ewolucji (do której przyczyniła się niewątpliwie akcesja Polski do UE) w naszym kraju istnieje oraz skutecznie funkcjonuje w ramach administracji publicznej szereg innych niż „budżet zadaniowy" ważnych instrumentów, ogniw procesów/procedur zarządzania zarówno realizacją działalności państwa, jak też sposobem finansowania tych działań, a także oceny ich realizacji, które bardziej lub mniej bezpośrednio dotyczą elementów konstrukcyjnych (tzw. sprawnościowych) z obszaru szeroko rozumianego budżetu zadaniowego (*performance budgeting*). Ogniwa te powiązane są wzajemnie w większym lub mniejszym stopniu (nie zawsze formalnie), wobec czego mechanizmy wytwarzania informacji efektywnościowych i ich oceny ujęte w tych ramach prowadzone są w dużym stopniu autonomicznie od pozostałych ogniw. Proces ten uzależniony jest w dużym stopniu od konkretnych rozwiązań o charakterze operacyjnym przyjętych w danej jednostce, bazujących na praktykach, a także uregulowaniach wewnętrznych poszczególnych dysponentów.

Zadając pytania o stopień zaawansowania polskiego budżetowania zadaniowego, uwaga badaczy tej problematyki ogniskuje się niemal wyłącznie na dwu elementach – z jednej strony – na klasycznie pojmowanym budżecie zadaniowym, którego skuteczność funkcjonowania w dotychczasowej formie jest obecnie w pewnym stopniu kwestionowana, z drugiej strony natomiast na kontroli zarządczej, w takim zakresie, w jakim odnosi się ona także do tzw. sprawnościowych efektów realizacji zadań publicznych (m.in., w założeniach, do tzw. audytu efektywnościowego). W ostatnim czasie do tych dwóch filarów budżetowania zadaniowego dołączono także instrument przeglądu wydatkowego, który spełnia ewaluacyjną funkcjonalność wobec budżetu zadaniowego, będąc jego finalizującym ogniwem, służącym do najbardziej zagregowanej, a zarazem prospektywnej analizy, bazującej na wykorzystaniu w prowadzonych w jego ramach analiz m.in. informacji efektywnościowych, tj. wytworzonych w procesach monitorowania oraz sprawozdawczości planów finansowych w układzie zadaniowym. Jednak tak nakreślony powyżej obraz ogniw budżetowania zadaniowego w Polsce wskazywałby na stan wysoce uproszczony i nieoddający rzeczywistego stanu zaawansowania w tym zakresie.

Niezależnie bowiem od wąsko pojmowanego budżetu zadaniowego, a także procedur kontroli zarządczej, zarządzania ryzkiem, programowania strategicznego, jak również praktyk ewaluacji, oceny skuteczności i efektywności zarządzania jakością usług publicznych, w Polsce istnieją także zaawansowane praktyki programowego (i projektowego) podejścia do realizacji zadań państwa.

Niniejszy artykuł ogniskuje przy tym swą uwagę w pierwszym rzędzie na tym ostatnim (z przywołanych metod zarządczych) ogniwie, starając

się m.in. zarysować tezę o charakterze roboczym, że w tym przypadku, na przestrzeni kilku ostatnich dekad w Polsce – w sposób niezależny od reformatorskich starań polegających na wdrażaniu („wąsko pojmowanego") budżetowania zadaniowego. Dzięki temu ukształtowała się w sposób dynamiczny (metodą tzw. *bottom-up*) niesformalizowana metodologia, metodyka i zespół dobrych praktyk zarządzania realizacją zadań publicznych w ramach nowoczesnych programów rządowych (w tym w ramach programów wieloletnich), poprzez cele w oparciu o mierzalne rezultaty stopnia ich osiągnięcia (w tym także przy odniesieniu do kryteriów efektywności i skuteczności wydatkowania środków publicznych)[3]. W konsekwencji, wystąpił także rozwój budżetowania przy wykorzystaniu programów, połączona z implementacją (w przypadku programów wieloletnich – bezpośrednią) elementów metodologii i funkcjonalności właściwej dla budżetowania zadaniowego.

Zdaniem autorów artykułu przyczyną braku dotychczasowego zainteresowania doktryny tym zagadnieniem jest po części zogniskowanie jej uwagi na bardziej spektakularnych instrumentach reformujących sposób zarządzania realizacją zadań publicznych i ich finansowaniem (budżet zadaniowy, kontrola zarządcza), po części dlatego, że ta gruntowna zmiana jakościowa w zarządzaniu programami nastąpiła w sposób – co do zasady – samorzutnie, stopniowo (w długim okresie) i bez scentralizowanej „przełomowej" inicjatywy odgórnej. Okoliczność, że nie powstała bowiem żadna krajowa „skodyfikowana" metodologia czy też metodyka stanowienia szeroko pojętych programów rządowych dodatkowo nie stanowiła „impulsu" do podjęcia takich badań, w przeciwnym przypadku bowiem istniałoby zapewne wiele opracowań krytycznych odnoszących się do takiego rodzaju dokumentu i tym samym do metodologii programowania zadań publicznych w Polsce.

3. Specyfika projektowania zadań publicznych w formie programów, w tym programów wieloletnich w obecnej praktyce zarządzania w sektorze finansów publicznych

W związku z tym, że jak już wyżej wspomniano w ciągu ostatnich dziesięciu lat w Polsce nastąpił bardzo dynamiczny i, co warte podkreślenia, samorzutny rozwój procesów zastosowania zaawansowanego, nowoczesnego programowania zadań publicznych przez polską administrację

[3] Mówimy w tym przypadku o nowoczesnych programach rządowych, tj. posiadających wszystkie nowoczesne elementy konstrukcyjne dotyczące, przy czym należy zaznaczyć, że idea programowania realizacji zadań państwa nie jest ideą nową – w II Rzeczpospolitej tworzono plany.

publiczną[4], zastosowanie programów rządowych, a zwłaszcza programów wieloletnich, ulegało stopniowemu upowszechnianiu, rozwojowi i doskonaleniu.

Zjawisko to świadczy dobitnie – wbrew opiniom sceptyków (także w środowisku znanych ekspertów międzynarodowych) – o konsekwentnie postępującej oraz wzmacniającej się kulturze ewaluacyjnej i tym samym o pogłębiającej się świadomości proefektywnościowej polskiej administracji publicznej. Stanowi to swoisty fenomen, gdyż obecne wysokie zaawansowanie metodologii zarządzania realizacją zadań państwa poprzez programy (nie tylko wieloletnie) powstało w polskiej administracji rządowej w dużym stopniu samorzutnie. Była to metoda ewolucji polegającej na bazowaniu na dobrych praktykach, budowie umiejętności, potencjału wiedzy i wymianie doświadczeń w tym zakresie, a także dzięki odpowiedniej adaptacji elementów metodologii promowanej przez Komisję Europejską w programowaniu funduszy europejskich, jak też poprzez wykorzystywanie uniwersalnych reguł teorii zarządzania. W tym zakresie do tej pory nie wypracowano bowiem wspólnych jednolitych standardów, w postaci uszczegółowionych przepisów wykonawczych lub dokumentów wprowadzających ogólne wskazania o charakterze metodologicznym lub metodycznym (np. typu *quideliness*) dotyczących sposobu konstruowania/projektowania programów zarówno wieloletnich, jak też pozostałych programów rządowych.

3.1. Istniejące ogniwa ram prawnych, metodologicznych i metodycznych stanowienia programów w Polsce

Obecnie w odróżnieniu od budżetu zadaniowego i kontroli zarządczej nie istnieją bowiem szczegółowe regulacje prawne ani też dokumenty metodologiczne lub metodyczne (w postaci zaleceń, wytycznych, wskazówek, dokumentów programowych) regulujących w sposób zbiorczy, szczegółowy, a zarazem wszechstronny funkcjonowanie programowania zadań publicznych, wykorzystujących przy tym w sposób uporządkowany i optymalny dobór najlepszych praktyk. Jedynymi i mającymi bardzo ogólny charakter zasadami, mającymi w większości przypadków odniesienie do projektowania programów wieloletnich, są:

1. Ogólne przepisy ustawy o finansach publicznych dotyczące programów wieloletnich, tj. art. 136 ustawy, który w szczególności odnosi

[4] W tym zakresie zajmujemy sie jedynie jednym z głównych pomijanych elementów budżetowania zadaniowego (*performance budgeting*) w Polsce. Niezależenie od omawianych ogniw *performance budgeting* autorzy dostrzegają takie metody m.in. także w innych niezależnych instrumentach zarządzania efektywnością stosowanych w Polsce w zakresie polityk publicznych dotyczących obszarów zdrowia, edukacji czy też polityki społecznej i pracy (związane jest to często z zastosowaniem wysoko zaawansowanych narzędzi informatycznych – służących monitorowaniu i sprawozdawczości zjawisk, np. dotyczących zatrudnienia).

się do programów o charakterze inwestycyjnym (wprowadza możliwość zaciągania zobowiązań na realizację programów).

2. Przepisy tej samej ustawy dotyczące obligatoryjnego zastosowania celów i mierników w prezentacji programów wieloletnich w projekcie ustawy budżetowej (a także *in finis* – w samej ustawie budżetowej, jak też sprawozdawania programów wieloletnich w układzie zadaniowym, a w związku z tym przepisy noty budżetowej z 13 czerwca 2017 r. wskazującego na powinność zastosowania w tym zakresie celów i mierników zgodnych z tymi, które zostały określone w podstawach prawnych poszczególnych programów wieloletnich.
3. Przepisy rangi ustawowej regulujące status programów rozwoju wskazujące na charakter tych programów w kontekście ich zgodności z celami zawartymi w dokumentach strategicznych regulujących politykę rozwoju, a ponadto obowiązek sporządzenia ewaluacji *ex post* dla programów powyżej ogólnego kosztorysu 300 mln zł (próg ten został podniesiony w 2014 r. z kwoty 100 mln zł). Jednocześnie, w przypadku opracowania lub zmiany programu rozwoju o tej wartości istnieje możliwość odstąpienia od opracowania raportu ewaluacyjnego, z uwagi w szczególności na wysoki stopień realizacji celu publicznego oraz skalę oddziaływania na gospodarkę i społeczeństwo. Warto przy tym zaznaczyć, co nie jest dostrzegane w doktrynie, iż przepisy ustawy o polityce rozwoju nie są samoistną przesłanką do ustanawiania programów wieloletnich – gdyż o ile każdy program wieloletni jest programem rozwoju, o tyle nie istnieje zależność odwrotna, tj. nie każdy program rozwoju jest programem wieloletnim.
4. Obowiązek opracowania Oceny Skutków Regulacji w przypadku gdy dany program jest przyjmowany za pośrednictwem aktu prawnego (np. uchwały Rady Ministrów w przypadku programów wieloletnich, chociaż funkcjonują jeszcze programy wieloletnie, których podstawą prawną są ustawy, albo oba rodzaje aktów prawnych jednocześnie.
5. Wytycznych dotyczących funkcjonowania programów operacyjnych wynikających z dokumentów Komisji Europejskiej), które można *per analogiam* stosować jako dobre przykłady do projektowania programów krajowych.

3.2. Wybrane aspekty projektowania ogółu programów w administracji publicznej, w kontekście kwestii funkcjonowania programów wieloletnich

Nie ulega wątpliwości, że największe znaczenie z punktu widzenia wzbogacenia metodologii (a zarazem metodyki) projektowania programów

rządowych o aspekt oceny pomiaru dokonań miało nałożenie na dysponentów obowiązku prezentacji programów wieloletnich w układzie zadaniowym (poprzez prezentację celów i mierników dla danego programu na poziomie – co do zasady – działań budżetowych). W praktyce prezentacja planowanych wyników i osiągniętych rezultatów ma charakter syntetyczny – wskazuje w sposób reprezentatywny na cel główny programu oraz miernik odnoszący się do stopnia osiągnięcia tego celu (jest to zatem pomiar o największym stopniu uogólnienia). Rozwiązanie takie wynika z potrzeby przekrojowej, prezentacyjnej formy załącznika do ustawy budżetowej, w którym zawarte są tego rodzaju informacje, a także z profilu ich odbiorcy oczekującego syntetycznej i przejrzystej informacji w formie zestawienia podstawowych rezultatów danej interwencji (opinia publiczna, parlamentarzyści).

Natomiast w przypadku zwykłych programów rządowych reguły budżetowania zadaniowego (m.in. określanie celów i mierników) stosuje się pośrednio wówczas, o ile dany program na tyle szeroko obejmuje całokształt działalności ujętej w działaniu, stanowiącym podstawową, najniższą jednostkę klasyfikacji zadaniowej (lub w wyjątkowych przypadkach jednostki wyższych poziomów klasyfikacji zadaniowej, np. podzadania). Taka szczególna sytuacja mogłaby wynikać np. w przypadku utworzenia na wniosek dysponenta specjalnie sprofilowanego działania na potrzeby ujęcia nowego programu rządowego, tak aby w intencji jego realizatora w sposób czytelny widoczne były wydatki przeznaczone na ten program. Praktyka tego rodzaju nie mogłaby stanowić jednak obecnie reguły, z uwagi na fakt, że w obecnej klasyfikacji zadaniowej dominuje w pierwszym rzędzie aspekt funkcjonalno-obszarowy (ujmuje jednolitą swym przeznaczeniem działalność), natomiast układ programowy ma w tym przypadku charakter wtórny. Dla uzyskania wszechstronnego obrazu oddziaływania danego programu na rzeczywistość społeczno-gospodarczą, a tym samym dla jego pełnej, wszechstronnej oceny pozwalającej na odniesienie się do aspektu jego skuteczności i efektywności, tego rodzaju „zadaniowy" (a więc i prezentacyjny) syntetyczny pomiar, za pomocą najogólniejszych, głównych i reprezentatywnych wskaźników, mierników lub miar powinien być uzupełniany poprzez szereg bardziej szczegółowych celów i mierników opisujących w sposób wieloaspektowy i wszechstronny istotę uzyskiwanych rezultatów.

W tym kontekście należy podkreślić, że zdecydowana część obecnie funkcjonujących wieloletnich programów rządowych (w szczególności uchwalanych w okresie ostatnich lat, to programy bardzo nowocześnie skonstruowane, które w takie dodatkowe szczegółowe cele i mierniki o charakterze eksploatacyjnym są wyposażone. Programy więc posiadają (na

postawie ustaleń zawartych w treści programów) niezależnie od celów i mierników dotyczących całokształtu programu, również cele i mierniki w zakresie ich poszczególnych części konstrukcyjnych. W konsekwencji tego rodzaju podejście umożliwia monitorowanie i ocenę efektywności danego programu nie tylko w ujęciu ogólnym, ale także w odniesieniu do jego poszczególnych części składowych. Walor taki pozwala na ocenę, w jaki sposób i w jakim stopniu poszczególne rodzaje działań w ramach nierzadko złożonych rzeczowo programów faktycznie przyczyniają się do osiągania celu ogólnego programu. Umożliwia to optymalizację doboru środków realizacji programu i weryfikację trafności ich zaplanowania oraz metod ich realizacji już w trakcie wykonywania tego programu.

Forma programów wieloletnich jest wykorzystywana w ramach poszczególnych polityk publicznych w różnej intensywności, skali i do działań o różnym charakterze, co po części wynika ze specyfiki działalności realizowanej w zakresie danych obszarów działalności państwa. Programy wieloletnie w zbiorczym ujęciu przedmiotowym obejmują raczej fragmenty (nierzadko o charakterze bardzo fundamentalnym) całokształtu działalności państwa niż (w sposób usystematyzowany) jej całokształt.

Podkreślenia przy tym wymaga także, że geneza formalnoprawna programów mogła w dużej mierze zdeterminować ich specyfikę przedmiotową. Ocenia się, że najbardziej reprezentatywnym rodzajem programu pod względem wartości i liczebności są w sposób zdecydowany programy o charakterze inwestycyjnym (do tego rodzaju programów są w pierwszym rzędzie adresowane przepisy art. 136 ustawy o finansach publicznych, dotyczące zaciągania zobowiązań w perspektywie wieloletniej). W następstwie przepisów wprowadzających nową ustawę o finansach publicznych programami stały się dotychczasowe inwestycje wieloletnie, co wyznaczyło swoisty wzorzec w praktyce dysponentów. Drugim pod względem wartości i liczebności rodzajem programów wieloletnich są programy o charakterze społecznym lub socjalnym, choć stanowią one już znacząco niewspółmiernie niższy odsetek udziału w ogólnej sumie tego rodzaju programów.

Istnieją jednocześnie przykłady zmiany statusu programów z wieloletnich na „zwykłe" programy, co wynika z praktycznych doświadczeń i pragmatycznego podejścia do procesu realizacji programu (np. tak było w przypadku Programu przeciwdziałania przemocy w rodzinie) i świadczy o tym, jak w pewnych przypadkach wąska jest granica pomiędzy tymi dwoma rodzajami programów (wyznacznikiem jest tu nierzadko jedynie ujęcie bądź nieujęcie danego programu w zakresie załącznika nr 10 do ustawy budżetowej).

W zakresie niektórych funkcji państwa (7 i 8) w ogóle nie formułuje się programów w formie określonej w art. 136 ustawy o finansach publicznych, istnieją przy tym przykłady (21 funkcja państwa), gdzie liczba programów jest znacząco wyższa niż w pozostałych funkcjach układu zadaniowego, przy czym wyposażone są one w budżety o stosunkowo niższym lub średnim (porównaniu do innych programów) poziomie finansowania. Można byłoby rozważyć wariant, takiego ewentualnego ukształtowania przyszłych zasad projektowania programów, w którym programy takie stanowiłyby poszczególne projekty ujęte w zakresie jednego szerokiego programu wieloletniego mającego na celu np. wspieranie badań naukowych na rzecz rozwoju rolnictwa i produkcji rolno-spożywczej.

W konsekwencji system programów wieloletnich, w szczególności ważnych w zakresie polityki społecznej, jest obecnie uzupełniany poprzez doniosłe społecznie i gospodarczo programy, mające charakter fundamentalny dla innych działań państwa niż inwestycyjne. Jak już wspomniano, analogicznie do dorobku nieformalnej metodyki klasycznie pojmowanych programów wieloletnich, te przyjmowane obecnie w „klasycznej" formie programy (tj. nie na bazie art. 136 ustawy) również posiadają co do zasady nowoczesne rozwiązania, takie jak: zaawansowaną diagnozę – ewaluację *ex ante* (bazującą także na analizie SWOT), uporządkowaną wewnętrzną strukturę o charakterze „subprogramowym", zespół celów (głównych i szczegółowych), mierników stopnia osiągania tych celów (zarówno mierzących rezultaty ogólne dla całego programu, jak też rezultaty szczegółowe), a także zdefiniowany system monitorowania, sprawozdawczości i ewaluacji, jak też precyzyjne harmonogramy realizacji rzeczowej, a także harmonogramy finansowania wraz z precyzyjnie określonymi źródłami ich finansowania. Można postawić zatem tezę, że na polski system budżetowania programowego składają się zespoły dwóch rodzajów programów stanowionych w poszczególnych obszarach, niezależnie od formalnoprawnych podstaw ich powołania, przy czym dotyczą ich wspólne nieskodyfikowane zasady metodologiczne i metodyczne, czerpiące w różnym stopniu z doświadczeń szerokiego instrumentarium NPM, nowoczesnych zasad zarządzania w oparciu o rezultaty, a także z dotychczasowego dorobku dobrych praktyk krajowych i zagranicznych.

Okoliczność, czy dany program jest programem wieloletnim na podstawie art. 136 ustawy, czy też innym programem rządowym nie świadczy zatem obecnie o skali społeczno-gospodarczego znaczenie tego programu (z tym że w przypadku programów inwestycyjnych chętniej wybierana jest ta pierwsza forma finansowania, z przyczyn wspomnianych powyżej). W konsekwencji również poza formułą art. 136 ustawy o finansach publicznych projektowane są w sposób nowoczesny i proefektywnościowy ważne

dla Polski programy, które – co najważniejsze – są również programami o wieloletniej perspektywie planowania i realizacji.

4. Zarys wybranych postulatów badawczych i rozwojowych z zakresu metodyki projektowania programów rządowych, ze szczególnym uwzględnieniem programów wieloletnich

Mówiąc o programowaniu zadań publicznych w Polsce, rozważamy w tym opracowaniu potrzebę i wstępne kierunki pojęcia analiz funkcjonujących praktyk w zakresie projektowania programów – przy uwzględnieniu ich niekwestionowanych walorów i zdarzających się jeszcze w niektórych przypadkach niedoskonałościach lub wadach konstrukcyjnych, a więc ogólnej ich oceny aktualnej przydatności dla realizacji, monitorowania, sprawozdawczości, a nawet ewaluacji zadań publicznych przez administrację rządową.

Punktem wyjścia badań powinny być analizy obecnie już istniejących dobrych praktyk stanowienia programów w Polsce, w tym w szczególności z wyodrębnieniem programów wieloletnich. Analizy te powinny prowadzić do próby odpowiedzi na pytania, w jakim stopniu z istniejących już zespołów programów (na przykładzie wybranych polityk publicznych) można byłoby stworzyć, doskonalić i rozwijać budżety o charakterze programowym, inkorporujące dotychczas wszystkie funkcjonujące programy (niezależnie od ich podstawy prawnej) posiadające tzw. część sprawnościową (cele i mierniki mierzące stopień osiągnięcia celu, a tym samym efektywność i skuteczność realizacji zadań). Tak skonstruowane budżety programowe obejmowałyby wydatki, które odnosiłyby się do działań, które można byłoby ująć w ramy programów, a więc z definicji byłyby to środki przeznaczone na cele o szczególnej wadze, pozwalającej m.in. na realizację strategii rządu, w tym m.in. na osiąganie celów rangi priorytetowej, a więc w szczególności celów rozwojowych. Opracowanie na bazie wyników takich studiów propozycji uniwersalnej metodologii i metodyki tworzenia programów mogłoby przyczynić się do udoskonalenia zasad projektowania programów wieloletnich, które mimo swojego przeważnie dobrego poziomu metodologicznego, nie zawsze są obecnie w pełni stanowione w sposób wzajemnie jednorodny systemowo (obejmując różne kategorie przedmiotowe zadań, działania o różnej specyfice i poziomie szczegółowości). Można też rozważyć sformułowanie tych zasad/wzorców w taki sposób, aby zachęcić dysponentów do stanowienia programów wieloletnich w zakresie tych dziedzin działalności publicznej, które dotyczą przedsięwzięć o charakterze inwestycyjnym, tj. typowych programów dotyczących działań tzw. miękkich lub badawczych (o charakterze społecznym lub socjalnym).

Podkreślenia wymaga, że nie ulega wątpliwości, iż programy wieloletnie jako programy o charakterze fundamentalnym dla realizacji polityki państwa powinny pełnić w systemie programów rządowych rolę priorytetową, stanowiąc instrument polityki rządu (a zarazem polityki budżetowej) o szczególnym strategicznym charakterze. Oznacza to także, że powinny one tym samym dotyczyć w pierwszym rzędzie realizacji celów i zadań priorytetowych, m.in. realizujących bezpośrednio politykę rozwoju, złożonych i posiadających wieloetapowy harmonogram (zarówno rzeczowy, jak i finansowy). Warto jednak zauważyć, że skala finansowania (zakładająca montaż wielu źródeł finansowania – również pozabudżetowych) powinna być adekwatna dla tego rodzaju przedsięwzięć. W ramach struktury wieloletnich programów o charakterze horyzontalnym mogłyby zostać zakotwiczane projekty rozwojowe, strategiczne i tzw. flagowe (SOR).

Programy wieloletnie mogłyby być w takim systemie programowania uzupełniane przez pełniące charakter satelitarny, wyspecjalizowane programy dotyczące poszczególnych szczegółowych, wąsko sprofilowanych działań posiadających jednak w pewnym stopniu charakter odrębny. Można byłoby też rozważyć, podobnie jak to ma miejsce w USA, dokonywanie funkcjonalnych przeglądów programów (wydatków przeznaczonych na te programy) polegających na ich konsolidacji, łączeniu oraz integracji, tak, że programy o węższym zakresie przedmiotowym, niższej rangi mogłyby być włączane w już istniejące lub nowo tworzone programy wyższej rangi, np. jako ich części składowe.

Podobnie jak w USA można byłoby rozważyć stworzenie mechanizmów naprawczych i ostrożnościowych, uruchamianych w formie stopniowych, sekwencyjnych, następujących w kolejnych latach procedur egzekwujących – w przypadkach niewykonania rocznych celów efektywnościowych – opracowanie, a następnie uruchamianie planów naprawczych, a ostatecznie – włączanie mechanizmów zabezpieczających przed nieuzasadnionym zwiększaniem środków (blokady) wobec znaczącego i trwałego braku postępów w osiąganiu celów programu (w ostateczności zamknięcie programu). Takie mechanizmy pozwalałyby też na wykorzystanie pozytywnych ocen efektywności programów na rzecz pozyskiwania dodatkowych środków w kolejnych latach ich realizacji [Mielcarz, 2012, s. 173].

Uporządkowanie metodyki i metodologii stanowienia programów (a także np. stworzenie centralnej bazy wymiany dobrych praktyk w tym zakresie) stanowić mogłoby wsparcie w realizacji polityki rozwoju, pomóc w doskonaleniu metod stanowienia nowych programów, ale także zachęcać do wyboru programu jako metody realizacji zadań publicznych, tak aby tą formą de facto budżetowania zadaniowego objąć jak największy

zakres działalności i finansów poszczególnych resortów, urzędów, ale także i jednostek pozabudżetowych. Warto byłoby objąć tą metodyką:

- programy w ramach programów operacyjnych UE;
- programy wieloletnie;
- inne, uzupełniające programy rządowe, np. posiadające charakter jednoroczny, lub dwuletni, a więc nieobejmujący perspektywą średniookresowego planowania budżetowego.

Konieczne jest wypracowanie systemowych rozwiązań o charakterze metodologicznym, spełniających rolę przewodnika dla przygotowujących, monitorujących i ewaluujących tego rodzaju programy. W tym celu należałoby przeanalizować elementy konstrukcyjne obecnie obowiązujących (lub już zamkniętych programów z wstępnej analizy dokumentów stanowiących podstawy prawne tych programów). Warto byłoby podjąć próbę zbudowania – przynajmniej teoretycznych założeń – analogicznego do modelu obowiązującego w Stanach Zjednoczonych równoległego modelu, w którym programy rządowe, mające charakter operacyjny, finansowane z budżetu państwa stanowiłyby równocześnie podstawową jednostkę klasyfikacyjną budżetu zadaniowego, przy czym podejście takie nie oznaczałoby propozycji rezygnacji z dotychczasowej klasyfikacji zadaniowej. W konsekwencji nie jest wykluczone, że w kształtowaniu budżetowania zadaniowego należałoby w przyszłości rozważyć powrót do rozwiązań systemowych, ukształtowanych na samym początku tej reformy, sięgając do podstawowych źródeł, co wiązało się kiedyś z tym, że struktura układu zadaniowego miała charakter bardziej programowy, gdyż była ona bardziej bezpośrednio kształtowana przez samych dysponentów odpowiedzialnych za realizację poszczególnych programów.

Zgodnie z metodą „brzytwy Okhama" tego rodzaju ujęcie uwalniałoby nas od problemu wyboru modelu dodatkowej priorytetyzacji wydatków w planowaniu budżetowym, gdyż priorytetowymi byłyby programy/projekty oznaczone jako rozwojowe, wobec czego priorytetyzacja wydatków nie byłaby potrzebna nie polegałaby bowiem na wyłuskiwaniu z całego rezerwuaru wydatków tych jakie płyną na zadania priorytetowe, ale wskazywała już na wstępie analizy na te środki, które są przeznaczone na programy o charakterze priorytetowym, a więc tym samym są priorytetowe.

Zakończenie

Podsumowując i rozwijając powyższe kwestie, zauważyć należy, iż planowanie oraz funkcjonowanie programów wieloletnich wymagało (i nadal wymaga) ciągłych starań zorientowanych na dalsze podnoszenie jakości ich projektowania, wprowadzanie usprawnień i modernizacji o charakterze ogólnosystemowym. Postulaty w tym zakresie można znaleźć także

w dokumentach Najwyższej Izby Kontroli, wystąpieniach poselskich (w tym na komisjach sejmowych), a także w piśmiennictwie.

Oprócz wspomnianych powyżej kierunków poszukiwania sposobów i metod doskonalenia i rozwoju budżetowania programowego w Polsce należałoby w przyszłości rozważyć podjęcie odpowiedzi na takie szczegółowe problemy i zagadnienia z zakresu funkcjonowania programów, jak przykładowo: kwestia systemowego stałego dostosowania długości okresów realizacji programów, których cele powinny wynikać z celów określonych w dokumentach strategicznych, do horyzontu wieloletniego planowania strategicznego, w tym w szczególności do strategii rozwoju. Programy wieloletnie są programami rozwoju w rozumieniu ustawy z dnia 6 grudnia 2006 r. o zasadach prowadzenia polityki rozwoju, z uwagi na argument, iż jeżeli przekraczałyby one horyzont planowania strategicznego, nie można byłoby stwierdzić, czy będą zgodne ze strategiami rządowymi w przyszłości, tj.:

1. W kontekście wieloletniego planowania finansowego możliwość zaciągania zobowiązań na całe kwoty objęte programem mogłaby być zintegrowana z perspektywą tego planowania (tj. bez wykraczania poza horyzont Wieloletniego Planu Finansowego Państwa, a jednocześnie poza okres planowania fiskalnego.
2. Poszukiwać można rozwiązań zapewniających bardziej trwałe niż dotąd gwarancje odpowiedniej kontynuacji finansowania programów poszczególnych programów wieloletnich, gdyż wydatki na te programy w latach kolejnych nie są umieszczane w sposób automatyczny – obligatoryjny w ustawach budżetowych na lata realizacji programu (ten postulat jest równoważony przez możliwość zaciągania zobowiązań, o którym mowa w art. 136 ust. 4 ustawy), przy czym inne rozwiązanie mogłoby naruszać zasadę jednoroczności budżetu państwa; w zakresie programów wieloletnich niewykorzystane w danym roku budżetowym środki są uznawane tak jak inne środki za wydatki tzw. wygasające.
3. Wskaźniki realizacji programu powinny w każdym przypadku obrazować postęp w realizacji każdego z programu (lub jego części składowej), odpowiednio w sposób narastający, lub w każdym z lat jego realizacji (w przypadku gdyby przewidziano odrębne mierniki dla każdego z tych lat) [Malinowska-Misiąg, Misiąg, 2007, s. 148].
4. Potrzeba zagwarantowania systemowego sposobu wykorzystania wyników ewaluacji – rekomendacji i zaleceń w procesach decyzyjnych i legislacyjnych związanych z decyzjami o powoływaniu do życia nowych i zamianą zasad funkcjonowania dotychczasowych,

programów wieloletnich, co dotyczy zarówno ewaluacji *ex ante*, jak też ewaluacji *ex post*.

Niezależnie od problemów, kierunków i wniosków zarysowanych w niniejszym opracowaniu niewątpliwie przełomowe i nadrzędne, jak też wiążące znaczenie dla rozwoju projektowania oraz zarządzania programami, a także projektami będą miały szczegółowe rozstrzygnięcia metodologiczne przyjęte na potrzeby operacyjnego systemu wdrażania polityki rozwoju. Niezależnie od tych przyszłych rozstrzygnięć w ramach systemu zarządzania rozwojem, a tym samym – od ustalenia przyszłego operacyjnego sposobu realizacji Strategii na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju (SOR), zasadne wydaje się dodatkowe podejmowanie i kontynuowanie dotychczasowych analiz i badań w zakresie optymalizacji metod projektowania oraz konstruowania szeroko rozumianych programów rządowych, w tym programów rozwoju, z uwzględnieniem podejścia m.in. projektowego, na którego szczególną wagę zwraca przywołany powyżej nadrzędny dokument strategiczny polityki rozwoju.

Literatura

Blondal J., *Budgting in United States* (2003), „OECD Journal of Budgeting", Vol. 3, No. 2.

Boston J., Martin J., Pallot J., Walsh P. (1996), *Public Management: The New Zealand Model*, Oxford University Press, Auckland.

Bouvier M., Esclassan M.Ch., Lassale J.P. (2006), *Finances Publiques*, LDGJ, Paryż.

Bouvier M. (2006), *Wdrożenie budżetu zadaniowego. Ocena dokumentu metodologicznego*, Opracowanie wykonane dla Kancelarii Prezesa Rady Ministrów, Warszawa.

Budgeting and Budgetary Institutions (2007), Anwar Shah (ed.), Public Sector Governance and Accountability Series, The World Bank, Washington D.C.

Budget Reform in OECD Member Countries: Common Trends. Meeting of Budget Directors from G-7 countries (2002), Berlin, Germany, 5–6 September.

Debets R. (2007), *Performance Budgeting in the Netherlands*, „OECD Journal on Budgeting", Vol. 7, No. 4.

Debets R., Vossers H., *Program budgeting in the Netherlands*, http://www.worldbank.org/INTMEXICOINSPANISH/Resources/3-1HelmerVossersFinal.pdf.

Diamond J. (2003), *From Program to Performance Budgeting: The Challenge for Emerging Market Economies*, IMF Working Paper, WP/03/169, June.

Diamond J. (2003), *Performance budgeting: Managing the Reform Process*, IMF Working Paper WP/03/33.

Diener E., Suh E. (1997), *Measurig Quality of Live: economic, social, and subjective indicators*, „Social Indicators Reseach", Vol. 40, No. 1–2.

Ex ante evaluation – a practical quide for preparing proposals for expenditure programmes (2001), Europa Commission, Budget Directorate, December.

Franek S. (2013), *Wieloletnie planowanie budżetowe w podsektorze rządowym*, Difin, Warszawa.

Haber A. (red.) (2007), *Ewaluacja ex post. Teoria i praktyka*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa.

Jong de M. (2008), *Assessing the PART. An analysis of OMB's program assessment rating tool and comparison to the NL Policy review* (2008), wyd. Ministerie van Financien, George Maison University, Erasmus Universitet Rotterdam, Haga.

Komorowski J. (2012), *Budżet zadaniowy jako narzędzie racjonalizacji gospodarki budżetowej*, w: P. Albiński (red.), *Budżetowanie zadaniowe w kontekście sanacji finansów publicznych w krajach Unii Europejskiej*, SGH, Warszawa.

Lubińska T. (2010), *Budżet a finanse publiczne*, Difin, Warszawa.

Malinowska-Misiąg E., Misiąg W., Tomalak M. (2007), *Budżet zadaniowy. Materiały szkoleniowe*, Kancelaria Prezesa Rady Ministrów, Warszawa.

Mielcarz A. (2012), *Modernizacja budżetowania zadaniowego (GPRAMA) jako działanie podejmowane przez administrację prezydenta Obamy w celu racjonalizacji Finansów publicznych w Stanach Zjednoczonych*, w: B. Woźniak, M. Postuła (red.), *Budżet zadaniowy metodą racjonalizacji wydatków*, CeDeWu, Warszawa.

Pakoński K (red.) (2000), *Budżet; Budżet jako narzędzie zarządzania w administracji samorządowej, czyli jak jak osiągać cele przy ekonomicznym wykorzystaniu zasobów*, Municipium, Warszawa.

Postula M. (2017), *Finanse publiczne w architekturze współczesnej gospodarki. Teoria a polska praktyka gospodarcza*, Difin, Warszawa.

Postula M., Perczyński P. (red.) (2011), *Budżet zadaniowy w administracji publicznej*, Ministerstwo Finansów, Warszawa.

Strąk T. (2012), *Modele dokonań jednostek sektora finansów publicznych*, Difin, Warszawa.

Streszczenie

W artykule przedstawiono instrumenty rządzenia publicznego wykorzystywane do realizacji odpowiednich funkcji państwa. Jednocześnie zwrócono uwagę na to, że istotne są nie tylko instrumenty, ale także metody zarządzania. W artykule podjęto próbę odniesienia się do zagadnień budżetowania zadaniowego oraz zasad tworzenia programów o charakterze średniookresowym. Celem głównym artykułu jest zatem wskazanie ogólnych kierunków rozwoju metodyki projektowania programów rządowych dzięki, którym programy rządowe mogłyby zyskać doskonalsze i bardziej jednorodne (spójne) podstawy metodologiczne służące ich konstruowaniu.

Słowa kluczowe

programy rządowe, budżet zadaniowy, efektywność, zarządzanie

The methodology of designing government programs financed from national public funds is an essential tool for their effective and effective implementation (Summary)

The article presents public governance instruments used to fulfil respective functions of the state. At the same time, attention is drawn to the fact that what matters is not only the instruments but also governance methods in which the same are used, which is why an attempt is made in the article to make reference mainly to the issues related to performance budgeting. However, guidelines on how to improve this tool should not overshadow the main conclusion, namely that citizens can be confident about the quality of tools used in Poland. Consequently, efforts should be made to further improve them, but they should be adapted to the realities of a given country as there is nothing more erroneous than to apply models that, admittedly, work out worldwide but can be in no way incorporated into Polish social systems and into Polish traditions, habits and culture.

Keywords
government programs, performance budget, efficiency, management

Angelika Kędzierska-Szczepaniak*

Perspektywy rozwoju crowdfundingu udziałowego w Polsce

Wstęp

Rozwój Internetu i mediów społecznościowych stworzyły możliwości dla rozwoju finansowania społecznościowego, czyli pozyskiwania środków na finansowanie projektów od społeczności [Cavajal i inni, 2012]. Crowdfunding jako forma finansowania zyskał na znaczeniu podczas kryzysu finansowego w 2007 r. Spowodowane to było tym, iż przedsiębiorstwa miały ograniczony dostęp do innych, bardziej tradycyjnych form finansowania. Na problemy z pozyskaniem kapitału były narażone przede wszystkim młode, innowacyjne firmy bez historii kredytowej, których działalność obarczona była ponadprzeciętnym ryzykiem. W rezultacie przedsiębiorstwa, początkowo głównie w Stanach Zjednoczonych, szukały innego finansowania swojej działalności. Wraz ze wzrostem popularności takiej formy finansowania rozwinęły się również jej formy – od modeli sponsorskich i charytatywnych do takich, które swoją konstrukcją przypominają właścicielskie papiery wartościowe. Crowdfunding udziałowy jest coraz częściej wykorzystywany przez przedsiębiorstwa na całym świecie, a poszczególne kraje wprowadzają specjalne regulacje prawne, aby korzystanie z niego było dostosowane do potrzeb inwestorów i poszukujących kapitału. Wśród naukowców istnieje pogląd, że w ciągu kilku lat wartość crowdfundingu udziałowego może przewyższyć wartość funduszy Private Equity i Aniołów Biznesu [Mollick, Kuppuswamy, 2014]. W związku z tym zasadna wydaje się analiza tej formy finansowania w kontekście możliwości jej zastosowania przez przedsiębiorstwa działające na polskim rynku.

Celem artykułu jest analiza udziałowego finansowania społecznościowego na rynku polskim, szans i barier jego rozwoju w przyszłości. Można postawić tezę, że w Polsce inicjatywy finansowania społecznościowego realizowane są przede wszystkim na platformach dedykowanych bezudziałowym przedsięwzięciom, a crowdfunding udziałowy rozwija się powoli. W artykule wykorzystane zostaną dane pochodzące ze stron Komisji Europejskiej, Banku Światowego, Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju oraz platform crowdfundingowych pośredniczących w udziałowym finansowaniu społecznościowym.

* Dr, Katedra Finansów i Ryzyka Finansowego, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, ul. Armii Krajowej 101, 81-824 Sopot, a.szczepaniak@ug.edu.pl

1. Przegląd literatury

Idea finansowania społecznościowego[1] realizowanego przy wykorzystaniu platform internetowych doczekała się już analiz i publikacji w różnych krajach. Crowdfunding łączy ideę mikrofinansowania z crowdsourcingiem [Mollick, 2013]. Czynnikiem, który spowodował gwałtowny rozwój finansowania społecznościowego i pozwolił na jego ukształtowanie, był kryzys finansowy [Kleeman i inni, 2008], choć przypadki inicjatyw przypominających crowdfunding znaleźć można również w historii [Dresner, 2014; Freedman, Nutting, 2015]. To, co odróżnia crowdfunding od innych form finansowania to przede wszystkim możliwość angażowania się w projekt większej liczby uczestników [Belleflamme i inni, 2014]. W literaturze można spotkać zarówno opracowania dotyczące wszystkich modeli crowdfundingu [Hemer 2011; Lambert, Schwienbacher, 2010], jak i te dotyczące tylko jego wybranych zagadnień, np. związanych z finansowaniem małych i średnich przedsiębiorstw [Moritz, Block, 2014, s. 5–20; Cunningam, 2012, s. 15]. Rozwój crowdfundingu w poszczególnych rejonach świata był tematem badań zarówno Banku Światowego [World Bank, 2013], Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju [OECD, 2015], jak i naukowców [Funk, 2016, s. 125–130; Brüntje, Gajda, 2016; Zhu, Zhou, 2016]. Czynnikiem, który jest przedmiotem badań w przypadku finansowania społecznościowego, jest asymetria informacji [Agrawal i inni, 2016, s. 111]. Zwraca się również uwagę, że finansowanie społecznościowe rozwija się bardzo szybko i staje się alternatywą dla rynku Private Equity [Löher, 2017, s. 54].

Crowdfunding udziałowy daje przedsiębiorstwom możliwość pozyskania środków na rozwój działalności od ogółu społeczeństwa poprzez emisję papierów wartościowych [Hornuf, Schwienbacher, 2016]. Problemem jest jednak to, że finansowanie społecznościowe w wielu krajach (w tym w Polsce) nie jest uregulowane prawnie. To powoduje, że niejednokrotnie napotyka się bariery i większe ryzyko związane z tego typu inwestycjami. W większości krajów podstawowe przepisy zakładały znaczną ochronę inwestorów [Borg, 2007], co powodowało ograniczenia w rozwoju crowdfundingu. Kapitałowe finansowanie społecznościowe stało się na skutek rozwoju internetu realną alternatywą dla tradycyjnych form finansowania zewnętrznego, w szczególności w krajach, które umożliwiają pozyskiwanie kapitału bez wydawania kosztownych prospektów emisyjnych [Hornuf,

[1] Crowdfunding tłumaczony jest na język polski jako finansowanie społecznościowe. Określenie to powstało z połączenia dwóch słów *crowd* rozumianego jako tłum, społeczność i *funding* jako fundowanie, finansowanie. Wyrażenie „finansowanie społecznościowe" nie oddaje w pełni znaczenia crowdfundingu, jednakże ze względu na to, że jest używane powszechnie zarówno przez ekonomistów, praktyków, jak i instytucje rządowe i pozarządowe, w niniejszym artykule będzie stosowane zamiennie.

Schwienbacher, 2017]. Co najmniej siedem jurysdykcji w Unii Europejskiej zreformowało swoje regulacje dotyczące papierów wartościowych w taki sposób, aby skuteczniej odpowiadały one potrzebom udziałowego finansowania społecznościowego, jednocześnie chroniąc inwestorów i zmniejszając niepewność prawną w odniesieniu do emitentów [Hornuf, Neuenkirch, 2017].

W polskiej literaturze również coraz częściej pojawiają się opracowania dotyczące finansowania społecznościowego. Niektóre z nich zostały wyprodukowane dzięki pozyskaniu środków poprzez internetową zbiórkę [Król, 2011; Malinowski, Giełzak, 2015]. Informacje dotyczące zachowań internautów znaleźć można w publikacji Iwankiewicz-Rak i Mróz-Goroń [2015, s. 196–204]. Finansowanie społecznościowe bardzo często wykorzystywane jest w branży filmowej [Brzozowska, 2014; Świeczyńska-Kaczor, Kossecki, 2016] oraz muzycznej [Bystrov, Gałuszka, 2012; 2013].

2. Crowdfunding udziałowy na tle innych form finansowania społecznościowego

W ujęciu ogólnym crowdfunding polega na zaproszeniu określonych grup społecznych lub też ogółu społeczeństwa internetowego do wsparcia określonego przedsięwzięcia przy wykorzystaniu platformy internetowej [Cunningham, 2012, s. 5; Cavajal i inni, 2012]. Daje to szansę na pozyskanie kapitału od wielu osób w celu sfinansowania konkretnego projektu, przedsięwzięcia czy nawet zwykłej pożyczki [Kirby, Worner, 2014, s. 4]. Popularność tego finansowania wśród społeczeństwa jest coraz większa – w ciągu 6 lat jego wartość na świecie wzrosła z 0,9 mld USD do ponad 34 mld USD (tab. 1). Worldbank szacuje, że wartość rynku finansowania społecznościowego przekroczy w 2025 r. 96 mld USD [World Bank, 2013, s. 10].

Tablica 1. Wartość transakcji crowdfundingowych na świecie w latach 2010–2015

Rok	Wartość w mld USD	Wzrost procentowy rok do roku	Wzrost procentowy (rok 2010=100%)
2010	0,9	-	100
2011	1,48	64,4	164,4
2012	2,67	80,4	296,7
2013	6,1	128,5	677,8
2014	16,2	165,6	1800
2015	34,4	112,34	3822,2

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Massolution, 2015].

Niewątpliwym atutem crowdfundingu jest to, że przy wykorzystaniu platformy internetowej pomysłodawca (inicjator projektu) ma szansę trafić do wielu osób potencjalnie zainteresowanych jego realizacją. Problemem, z którym trzeba zmierzyć się w przypadku finansowania społecznościowego, jest asymetria informacji. Polega ona na tym, że pomysłodawca projektu wie o nim więcej niż potencjalni finansujący, którzy chcą się w niego zaangażować [Bellaflemme i inni, 2013]. Asymetrię powiększa fakt, że niejednokrotnie pomysłodawcy znajdują się geograficznie w zupełnie innym miejscu niż inwestorzy [Renwick, Mossialos, 2017]. Ponadto warto zwrócić uwagę na przypadkowość inwestorów. Nie zawsze muszą oni mieć doświadczenie w tematyce inwestycji, niejednokrotnie podejmują decyzję o doinwestowaniu pomysłu spontanicznie [Agrawal i inni, 2015].

Crowdfunding udziałowy (*equity crowdfunding*) jest tylko jednym z kilku głównych modeli finansowania społecznościowego, jednym z dwóch typów crowdfundingu inwestycyjnego, w którym finansowaniu towarzyszy zwrot z zainwestowanego kapitału. Zwrot ten może być niższy niż zakładano początkowo, nierzadko – ze względu na wysokie ryzyko tego typu przedsięwzięć, może wystąpić strata finansowa. W modelu udziałowym finansujący staje się współwłaścicielem przedsięwzięcia, jednak udziały przez niego objęte nie mogą być przedmiotem oferty na rynku wtórnym. Poza crowdfundingiem udziałowym w modelach inwestycyjnych wyróżnia się model pożyczkowy (*lending crowdfunding*), gdzie finansujący jest pożyczkodawcą i oczekuje zwrotu zainwestowanego kapitału wraz z odsetkami.

Drugim podstawowym rodzajem finansowania społecznościowego jest crowdfunding bezudziałowy, gdzie nie występuje zwrot finansowy dla kapitałodawców. Wśród modeli bezudziałowych wyróżnić można model donacyjny (dotacyjny, sponsoring społecznościowy – *donation crowdfunding*) oraz model bonusowy (oparty na nagrodach – *reward crowdfunding*). W pierwszym z wymienionych finansujący przekazują dowolne datki na projekt, nie oczekując niczego w zamian [szerzej Kędzierska-Szczepaniak i inni, 2016, s. 73], natomiast w drugim finansujący otrzymuje bonus (nagrodę) za przekazane środki w postaci zdjęcia, autografu, egzemplarza książki lub ma możliwość zakupu produktu finalnego w promocyjnej cenie [Belleflamme i inni, 2013, s. 317; Gordon, 2005, s. 234].

W opracowaniach dotyczących finansowania społecznościowego można znaleźć informacje o crowdfundingu hybrydowym (będącym połączeniem dwóch lub więcej modeli) oraz opartym na przychodach (*royalty financing/revenue-based financing*), gdzie finansujący (inwestorzy) mają określony udział w przychodach spółki. W początkowym okresie rozwoju finansowania społecznościowego najbardziej popularne były modele sponsorskie

(donacyjne), jednak począwszy od 2012 r. zmieniło się to na korzyść modeli pożyczkowych (tab. 2).

Tablica 2. Wartość transakcji crowdfundingowych na świecie w latach 2010–2015

Rok	Model				
	donacyjny	bonusowy	udziałowy	pożyczkowy	hybrydowy
2010	54,65%	1,86%	5,92%	37,57%	0%
2011	48,93%	4,45%	6,44%	40,18%	0%
2012	36,81%	14,41%	4,35%	43,97%	0,47%
2013	22,05%	11,95%	6,5%	56,61%	2,9%
2014	11,96%	8,2%	6,84%	68,31%	4,69%
2015	8,28%	7,79%	7,44%	72,95%	3,53%

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Crowdfunding Industry Report 2013, 2015] oraz Business Information Industry Association 2016].

Pomimo faktu, że modele inwestycyjne zwiększają swój udział w rynku finansowania społecznościowego, crowdfunding udziałowy nadal jest na niskim poziomie – w 2015 roku nie przekraczał 10% wszystkich transakcji dokonywanych w formule finansowania społecznościowego.

3. Crowdfunding udziałowy w Polsce

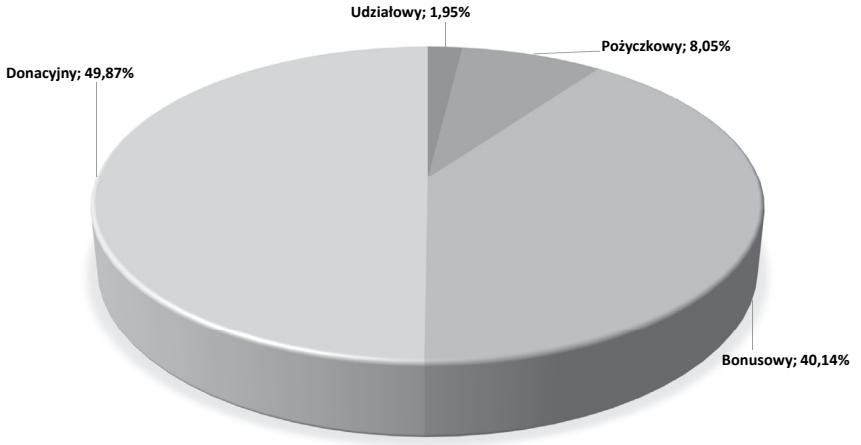
Crowdfunding udziałowy pozwala uzyskać przede wszystkim małym przedsiębiorstwom kapitał od dużej liczby inwestorów (społeczności) za pośrednictwem internetu. Jest to forma finansowania, która może być postrzegana jako sposób na problem niedoboru kapitału dla mikro, małych i średnich przedsiębiorstw.

Jak przedstawiono wcześniej, popularniejszą formą finansowania w crowdfundingu inwestycyjnym jest model pożyczkowy. Podstawowa różnica pomiędzy modelem udziałowym a pożyczkowym polega na tym, że w tym drugim inwestorzy udzielają kredytów konsumenckich lub biznesowych, aby w przyszłości otrzymać określoną wypłatę odsetek od dłużników. W crowdfundingu udziałowym inwestorzy wspierają pomysłodawcę, który pracuje nad rozwojem swojego produktu lub usługi, oczekując równocześnie zwrotu pieniężnego po wygaśnięciu kontraktu inwestycyjnego lub odkupienia firmy start-up przez inwestora venture capital. Inaczej niż w crowdfundingu bezudziałowym inwestorzy najczęściej nie dokonują zakupu produktu lub usługi, w który zainwestowali.

Udział poszczególnych modeli crowdfundingowych w rynku różni się w Polsce od tendencji ogólnoświatowych. Najczęściej wykorzystywane są modele bezudziałowe, które w 2014 r. stanowiły łącznie ponad

90% wszystkich tego typu transakcji. Pomimo rosnącego zainteresowania ogólną ideą finansowania społecznościowego, modele inwestycyjne, które mogą stać się alternatywą dla innych źródeł finansowania przedsiębiorstw stanowiły 10% wszystkich transakcji, w tym modele udziałowe niespełna 2% (rys. 1).

Rysunek 1. Udział poszczególnych modeli crowdfundingowych w rynku finansowania społecznościowego w Polsce w 2014 r.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie [European Commission, 2015].

Mimo to można spodziewać się, że zainteresowanie przedsiębiorców pozyskaniem kapitału od społeczeństwa będzie rosło. O ile w 2014 r. odnotowano zaledwie 5 tego typu transakcji, to w latach kolejnych było ich już kilkanaście. Rosła nie tylko liczba transakcji, ale i wartość kapitału, o jaki ubiegali się emitenci. Nie wszystkie takie inicjatywy zakończyły się sukcesem, niektórym nie udało się pozyskać 100% zakładanego kapitału.

Nie każda spółka może dokonać emisji na każdej platformie. Z platformy Beesfund.pl mogą korzystać wyłącznie spółki akcyjne, na Crowdangels finansowania poszukują spółki z ograniczoną odpowiedzialnością (bez limitu oferty), natomiast platforma Crowdway.pl obsługuje zarówno spółki akcyjne, jak i spółki z ograniczoną odpowiedzialnością. W zależności od tego, czy emisje mogą być dokonywane przez spółki akcyjne czy z ograniczoną odpowiedzialnością inne są procedury prawne. W przypadku spółek akcyjnych przekazanie akcji odbywa się bez udziału notariusza, jednak koszty założenia i prowadzenia spółki są wyższe, a wartość oferty nie może przekroczyć równowartości 100 tys. EUR (przekroczenie tej kwoty oznacza konieczność sporządzenia prospektu emisyjnego zgodnie z art. 7 ust. 4 ustawy o ofercie publicznej). W przypadku spółek z ograniczoną odpowiedzialnością konieczna jest obecność notariusza przy nabyciu i sprzedaży

udziałów, ale koszty założenia spółki są niższe, a wysokość zbiórki nie jest niczym ograniczona. Wybrane przedsięwzięcia realizowane na trzech najbardziej popularnych platformach crowdfundingu udziałowego w Polsce przedstawiono w tablicy 3.

Tablica 3. Wybrane przedsięwzięcia finansowane crowdfundingiem udziałowym w Polsce w latach 2013–2017

Firma	Przedsięwziecie	Wartość emisji w PLN	Platforma
Bivrost	profesjonalny sprzęt video	1 600 000	Crowdway.pl
Herba Pharma/ Willo	organiczna aspiryna	1 572 000	Crowdangels.pl
Faktorama Sp. Z o.o. S.K.A.	faktoring	401 500	Beesfund.com
Cydrownia S.A.	produkcja cydru	402 000	Beesfund.com
Inne beczki	akcja browar	400 000	Beesfund.com
Towarzystwa biznesowe S.A.	grupy networkingowe	400 000	Beesfund.com
IniJOB.com		400 000	Beesfund.com
Disco WTMH S.A.	salony dostarczające rozrywkę w wirtualnej rzeczywistości	400 000	Beesfund.com
MAZASKA Sp. z o.o. S.K.A.	technologiczne funkcjonalności poprawiające efektywność relacji pracownik–pracodawca	400 000	Beesfund.com
ACR Systems S.A.	produkcja urządzeń do stabilizacji obrazu	400 000	Beesfund.com
TakeTask S.A.	aplikacja do mikrozadań	400 000	Beesfund.com
Migam RKPK Sp.z o.o. S.K.A.	technologie do pomocy niesłyszącym	302 200	Beesfund.com
uBirds	inteligente paski do zegarków	348 432	Crowdway.pl
Red Dev Studio Sp. z o.o.	technologie mobilne	216 759	Findfunds.pl
DrBarbara	aplikacja dietetyczna do smartfonów	214 609	Crowdway.pl
In Pay	platforma obrotu wirtualnym pieniądzem	200 000	Beesfund.com
Scabrosus Sp. Z.o.o.	biotechnologia, produkcja, żywność	192 375	Findfunds.pl
Justchopped Polska S.A.	e-commerce – rynek dostaw odmierzonych składników i przepisów do gotowania	184 710	Beesfund.com

Firma	Przedsięwziecie	Wartość emisji w PLN	Platforma
KWG Superfood S.A.	sieć grill barów	165 015	Beesfund.com
Allcool.pl Sp.z.o.o.	portal sprzedażowy piw regionalnych	76 750	Crowdangels.pl

Źródło: Opracowanie własne na podstawie stron internetowych platform crowdfundingowych.

W 2017 r. transakcje crowdfundingowe na polskim rynku osiągnęły wartości niespotykane do tej pory. W lutym spółka Herba Pharma, która chciała pozyskać środki na promocję produktów Willo (np. organiczna aspiryna), uzyskała z emisji na platformie Crowdangels.pl kwotę ponad 1,5 mln zł. Minimalnym celem emisji było pozyskanie 500 tys. zł, maksymalnym 2 mln zł. W czerwcu spółka Bivrost, produkująca profesjonalny sprzęt do tworzenia video 360 stopni, uzyskała ponad 1,6 mln zł. Zbiórka odbywała się na platformie Crowdway.pl w ciągu 42 dni.

Jest to bardzo dobry sygnał dla tego rynku, jednak aby mógł on się rozwijać, potrzebne są odpowiednie regulacje prawne. Brak odpowiedniego ustawodawstwa daje pewną swobodę możliwości wykorzystania, jednak równocześnie niesie ze sobą ryzyko, że podejmowane działania mogą zostać inaczej zinterpretowane przez instytucje nadzorujące (przede wszystkim Komisję Nadzoru Finansowego).

Jeszcze w 2014 r. Komisja Europejska sugerowała krajom Unii Europejskiej, aby nie tworzyły restrykcyjnych i wąskich uregulowań prawnych w zakresie finansowania społecznościowego, ponieważ wbrew zamiarom może przyczynić się to do ograniczenia jego rozwoju. Wskazywano, że warto dać czas i możliwości uczestnikom rynku, aby praktyka gospodarcza pokazała, jakie regulacje prawne są najbardziej potrzebne. Jednak organy regulacyjne w poszczególnych krajach zaczynają zdawać sobie sprawę z ekonomicznego potencjału finansowania społecznościowego i rozpoczynają łagodzenie krajowych przepisów dotyczących papierów wartościowych w odniesieniu do działań crowdfundingowych, które mają miejsce w Internecie [Hornuf, Schwienbacher, 2017]. W USA kapitałowe finansowanie społecznościowe było przez długi czas ograniczone do akredytowanych inwestorów. W 2012 r. Stany Zjednoczone były pierwszą jurysdykcją, która uchwaliła ustawę regulującą finansowanie społecznościowe. Jednak Komisja Papierów Wartościowych i Giełd wdrożyła szczegółowe zasady dotyczące tytułu III ustawy o uruchomieniu działalności gospodarczej „Szybki start" (JOBS) dopiero w maju 2016 r. [Hornuf, Neuenkirch, 2017]. W krajach Europy Zachodniej podmioty przeprowadzające emisje udziałów lub

akcji w ramach udziałowego finansowania społecznościowego korzystają ze zwolnień określonych w krajowych przepisach dotyczących wymogów rejestracyjnych i prospektu emisyjnego [Hornuf, Schwienbacher, 2017]. Takie zwolnienia powodują, że przedsiębiorcy ci nie ponoszą kosztów związanych z procedurą emisyjną, ale z drugiej strony transakcje te są rejestrowane i podlegają przepisom prawnym. Ponadto w wielu krajach kapitał pozyskany w kampaniach finansowania społecznościowego podlega zwolnieniom, przede wszystkim w odniesieniu do całkowitej kwoty oferty. Inne zwolnienia odnoszą się do maksymalnej liczby inwestorów, którym złożono ofertę, minimalnej składki nałożonej na inwestorów, minimalnego nominału oferowanych papierów wartościowych i tego, czy oferta jest skierowana wyłącznie do inwestorów kwalifikowanych.

Wysiłki regulacyjne często mają na celu ułatwienie działalności przedsiębiorczej przy jednoczesnym zapewnieniu minimalnego poziomu ochrony inwestorów. Aby zrównoważyć ten kompromis, organy nadzoru muszą brać pod uwagę faktyczne zachowanie inwestorów na tych rynkach [Hornuf, Neuenkirch, 2017].

W Polsce także wprowadzane są stopniowe zmiany związane z działalnością platform i inwestycyjnym crowdfundingiem. Pierwszym krokiem, który miał ułatwić zawieranie transakcji crowdfundingu udziałowego, było wprowadzenie do Kodeksu spółek handlowych art. 180 par. 2 w kwietniu 2016 r. Paragraf ten określał, że „możliwe będzie zbycie udziałów w systemie teleinformatycznym pod warunkiem wykorzystania wzorca umowy i zastosowania bezpiecznego podpisu elektronicznego ePUAP" [ustawa, 2000, art. 180 § 2]. Zanim wprowadzono ten przepis jakiekolwiek zbycie udziałów musiało być przeprowadzone pisemnie, a podpisy poświadczone u notariusza. Takie regulacje powodowały, że realizacja transakcji crowdfundigowych była bardzo problematyczna [Wojdyło, Czarnecki, 2015].

Czynnikiem, który utrudnia pozyskanie kapitału, jest minimalna wysokość udziału w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością wynosząca 50 zł [ustawa, 2000, art. 154 § 2). Planowane były zmiany w Kodeksie spółek handlowych wprowadzające udziały beznominałowe i obniżające kapitał zakładowy do 1 zł oraz wprowadzenie tzw. Prostej Spółki Akcyjnej (PSA), która łączyłaby zalety spółek akcyjnych i z ograniczoną odpowiedzialnością. Takie rozwiązania przyczyniłyby się do zwiększenia elastyczności finansowania przedsiębiorstw z wykorzystaniem crowdfundingu.

Ważną inicjatywą wspierającą rozwój crowdfundingu udziałowego jest uruchomienie przez Giełdę Papierów Wartościowych przy współpracy z jedną z platform finansowania społecznościowego Beesfund.com akceleratora dla start-upów. Zadaniem akceleratora będzie przede wszystkim zainteresowanie spółek notowanych na giełdzie powstającymi start-upami,

wsparcie w budowaniu relacji oraz usprawnienie kontaktu powstających start-upów z inwestorami czy też przedstawianie alternatywnych ścieżek pozyskiwania środków na rynku kapitałowym [Beesfund.com].

Przepisy prawnopodatkowe związane z transakcjami finansowania społecznościowego w Polsce należą do najbardziej skomplikowanych elementów tego rodzaju umów, co może zniechęcać potencjalnych inwestorów i pomysłodawców do podejmowania decyzji o zainteresowaniu finansowaniem społecznościowym [Kędzierska-Szczepaniak, Szczepaniak, 2015].

Kolejnym czynnikiem powodującym, że polskie platformy udziałowe rozwijają się wolniej jest to, że przedsiębiorcy niejednokrotnie wybierają pozyskanie kapitału na platformach zagranicznych. Atutem pokazania pomysłu na międzynarodowej platformie internetowej jest szansa na przedstawienie produktu i odniesienie ewentualnego sukcesu również poza granicami kraju. Ponadto przedsiębiorcy zdają sobie sprawę, że społeczeństwo polskie nie jest jeszcze tak otwarte na tego typu projekty jak obywatele Europy Zachodniej czy Stanów Zjednoczonych, gdzie rynek ten jest bardziej dojrzały. Ponadto w Polsce zaledwie 12% społeczeństwa deklaruje, że potrafi odłożyć na przyszłość jakąś część miesięcznych dochodów [Czapiński, Panek, 2015]. Oznacza to, że pozostałe 88% nie posiada realnie środków, które mogłaby przekazać na tego typu projekt. Nawet ci, którzy jakieś oszczędności posiadają, wybierają tradycyjne formy lokowania kapitału zamiast niepewnych, nieuregulowanych w przepisach prawnych innowacyjnych udziałowych modeli crowdfundingowych. Tym samym przedsiębiorcy decydują się na platformy zagraniczne również dlatego, że widzą w nich większą szansę na zdobycie środków na rozwój swojej inicjatywy.

Zakończenie

Crowdfunding udziałowy stanowił w 2014 r. niespełna 2% wszystkich transakcji crowdfundingowych w Polsce. Jest to jednak szybko rozwijająca się forma pozyskania kapitału, przeznaczona przede wszystkim dla młodych, innowacyjnych przedsiębiorstw. Warto rozważyć, jakie praktyki można zaczerpnąć z innych krajów europejskich, aby ułatwić rozwój tej formy finansowania w Polsce, równocześnie chroniąc interesy potencjalnych inwestorów.

Dobrym pomysłem byłoby wprowadzenie zachęt podatkowych dla przedsiębiorców i osób fizycznych inwestujących w nowe przedsiębiorstwa czy też uproszczenie zasad dotyczących zakładania spółek oraz minimalnej wartości udziału.

Pozytywny wpływ na rozwój udziałowego finansowania społecznościowego będą miały na pewno inicjatywy, w których inwestorzy rzeczywiście

otrzymali zwrot na zainwestowanym kapitale. Crowdfunding udziałowy istnieje w Polsce zaledwie kilka lat, co powoduje, że nie można jeszcze prezentować dobrych praktyk, przykładów zakończonych sukcesem. Wspomniana wcześniej spółka Herba Pharma oferuje inwestorom wykup udziałów po dwóch latach z zyskiem na poziomie 20%. W ciągu 5 lat spółka planuje przejęcie 1% rynku farmaceutycznego wartego 11 mld PLN. Jak rzeczywiście będzie wyglądał zwrot na kapitale, inwestorzy przekonają się na początku 2019 r.

Im więcej będzie pojawiało się pozytywnych przykładów crowdfundingu, tym szybciej będzie się on rozwijał, stając się jednym z najważniejszych sposobów pozyskania kapitału, w szczególności dla innowacyjnych przedsiębiorstw na wczesnym etapie rozwoju.

Literatura

Agrawal A., Catalini Ch., Goldfarb A. (2016), *Are Sidicates the Killer App of Equity Crowdfunding?*, „California Management Review", Vol. 58, No. 2, http://journals.sagepub.com/doi/pdf/10.1525/cmr.2016.58.2.111, dostęp: 28.09.2017.

Bank Światowy (2013), *Crowdfunding Potential for the Developing World,* http://documents.worldbank.org/curated/en/409841468327411701/pdf/840000WP0Box380crowdfunding0study00.pdf, dostęp: 12.09.2017.

Belleflamme P., Lambert T., Schwienbacher A. (2014), *Crowdfunding. Tapping the right crown*, „Journal of Business Veturing", Vol. 29, No. 5.

Belleflamme P., Lambert T., Schwienbacher A. (2013), *Individual Crowdfunding Practices,* „Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance", Vol. 15, No. 4.

Borg J. (2007), *Protecting Investors and the Integrity of Capital Markets'*, „Journal of Investment Compliance", Vol. 8, No. 2.

Brüntje D., Gajda O. (2016), *FGF Studies in Small Business and Entrepreneurship*, Springer, London.

Brzozowska B. (2014), *Crowdfunding. Nowe perspektywy produkcji i promocji filmowej*, „Kwartalnik Filmowy", nr 85.

Business Information Industry Association (2016), *Crowdfunding: Peer-to-peer Lending Expects to Triple in 2015, https://www.biia.com/crowdfunding-peer-to-peer-lending-expect-to-triple-in-2015*, dostęp: 13.09.2017.

Bystrov V., Gałuszka P. (2012), *Społecznościowe finansowanie produkcji dóbr kultury na przykładzie serwisu MegaTotal.pl*, „Zarządzanie w Kulturze", nr 4.

Bystrov V., Gałuszka P. (2013), *Platforma finansowania społecznościowego jako nowy typ przedsiębiorstwa na rynku kultury*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH", nr 125.

Cavajal M., Garcia-Aviles J.A., Gonzalez J.L. (2012), *Crowdfunding and Non-Profit Media: The Emergence of New Models for Public Interest Journalism*, „Journalism Practice", Vol. 6, No. 5–6.

Cunningham W.M. (2012), *The Jobs Act Crowdfunding for Small Businesses and Startups*, Apres, New York.

Czapiński J., Panek T. (red.) (2015), *Warunki i jakość życia Polaków, Diagnoza Społeczna*, http://ce.vizja.pl/en/issues/volume/9/issue/4, dostęp: 6.09.2017

Dresner S. (2014), *Crowdfunding. A Guide to Raising Capital on the Internet*, John Wiley&Son, New Jersey.

European Commission (2015), *Mapping EU Markets and Events Study*, DOI 10.2874/37466, http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/20150930-crowdfunding-study_en.pdf, dostęp: 22.09.2017.

Freedman D.M., Nutting M.R. (2015), *Equity Crowdfunding for Investors*, John Wiley & Sons, New Jersey.

Funk A.S. (2016), *Institutions Influencing the Evolution of Crowdfunding in China: A Review of the World Bank Report on Crowdfunding's Potential for the Developing World* w: D. Brüntje, O. Gajda (red.), *Crowdfunding in Europe*, FGF Studies in Small Business and Entrepreneurship, Springer, London.

Hemer J. (2011), *A snapshot on crowdfunding*, Working Papers Firms and Region, No. R2, Karlsruhe: Fraunhofer Institute for Systems and Innovation Research ISI.

Hornuf L., Neuenkirch M. (2017), *Pricing shares in equity crowdfunging*, „Small Business Economics", Vol. 48, No. 4.

Hornuf L., Schwienbacher A. (2017), *Should securities regulation promote equity crowdfunding?*, „Small Business Economics", Vol. 49, No. 3.

Iwankiewicz-Rak B., Mróz-Gorgoń B. (2015), *Crowdfundig – nowe zachowania internautów*, „Marketing i Rynek", nr 8.

Kędzierska-Szczepaniak A., Szopik-Depczyńska K., Łazorko K. (2016), *Innowacje w organizacjach*, Texter, Warszawa.

Kędzierska-Szczepaniak A., Szczepaniak K. (2015), *Podatkowe aspekty crowdfundingu*, „Zarządzanie i Finanse", nr 4, cz. 1.

Kirby E., Worner S. (2014), *Shane Crowd-Funding: An Infant Industry Growing Fast*, Staff Working Paper of the International Organisation of Securities Commissions Research Department, SWP3/2014.

Kleeman F., Gunter Voss G., Rieder K. (2008), *Un(der)paid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work Throuh Crowdsourcing*, „Science, Technology&Innovation Studies", Vol. 4, No. 1.

Król K. (2011), *Finansowanie społecznościowe jako źródło finansowania przedsięwzięć w Polsce*, Crowdfunding.pl, Poznań.

Lambert T., Schwienbacher A. (2010), *An Empirical Analysis of Crowdfunding*, http://ssrn.com/abstract=1578175, dostęp: 8.09.2017.

Löher J. (2017), *The Interaction of Equity Crowdfunding Platforms and Ventures: an analysis of the preselection process*, „Venture Capital Journal", Vol. 19.

Malinowski B.F., Giełzak M. (2015), *Crowdfunding – Zrealizuj swój pomysł ze wsparciem cyfrowego tłumu*, Helion, Gliwice.

Massolution (2015), *Crowdfunding Industry Report*, Massolution.com.

Mollick E., Kuppuswamy V. (2014), *After the Campaign: Outcomes of Crowdfunding*; „Social Science Research Network", http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2376997, dostęp: 13.09.2017.

Mollick E. (2013). *Swept away by the crowd? Crowdfunding, venture capital, and the selection of entrepreneurs*, SSRN Working Paper, http://ssrn.com/abstract=2239204, dostęp: 13.09.2017.

Moritz A., Block J. (2014), *Crowdfunding: A Literature Review and Research Directions*, „Social Science Research Networks", http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2554444, dostęp: 10.10.2017.

Nehme M. (2017), *The rise of crowd equity funding: where to now*?, „International Journal Law in Context", Vol. 13, No. 3.

OECD (2015), *New Approaches to SME and Enterpreneurship Financing: Broading the Range of Instruments*; http://www.oecd.org/cfe/smes/New-Approaches--SME-full-report.pdf, dostęp z dnia 23.09.2017.

Platforma finansowania społecznościowego beesfund.com.

Platforma finansowania społecznościowego Findfunds.pl.

Platforma finansowania społecznościowego Crowdangels.pl.

Platforma finansowania społecznościowego Crowdway.pl.

Renwick M.J., Mossialos E. (2017), *Crowdfunding our health: Economic risks and benefits*, „Social Science & Medicine", Vol. 191, October.

Świerczyńska-Kaczor U., Kossecki P. (2016), *The role of Polish crowdfunding platforms in film productions – an exploratory study*, Federated Conference on Computer Science and Information Systems (FedCSIS), http://ieeexplore.ieee.org/document/7733412/, dostęp: 22.09.2017.

Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, t.j. Dz.U. z 2017 r. poz. 1577 z późn. zm.

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, t.j. Dz.U. z 2018 r. poz. 512 z późn. zm.

Wojdyło K., Czarnecki J. (2015), *Nowe i planowane regulacje crowdfundingu inwestycyjnego*, http://www.wardynski.com.pl/biuletyn_nowych_technologii dostęp: 14.09.2017.

World Bank (2013), *Crowdfunding's Potential for Developing World*, http://www.infodev.org/infodev-files/wb_crowdfundingreport-v12.pdf, dostęp: 22.09.2017.

Zhu H., Zhou Z. (2016), *Analysis and Outlook of Applications of Blockchain Technology to Equity Crowdfunding in China*, „Financial Innovation", https://jfin-swufe.springeropen.com/articles/10.1186/s40854-016-0044-7, dostęp: 19.09.2017.

Streszczenie

Media społecznościowe i Internet stworzyły warunki dla rozwoju finansowania społecznościowego, czyli pozyskiwania od szeroko rozumianej społeczności kapitału na realizację różnego rodzaju przedsięwzięć. Crowdfunding udziałowy jest coraz częściej wykorzystywany do pozyskania kapitału w szczególności przez młode innowacyjne firmy. W Polsce znajduje się dopiero na wczesnym etapie rozwoju, jednak w ciągu kilku lat może stać się alternatywą dla finansowania typu venture i aniołów biznesu, a nawet dla publicznych emisji. Czy tak się stanie zależy w dużej mierze od podejścia społeczeństwa do tego rodzaju inwestycji,

ale i od regulacji prawnych, które mogą ułatwić bądź utrudnić funkcjonowanie crowdfundingu udziałowego w Polsce.

Słowa kluczowe
finansowanie społecznościowe, rynek kapitałowy, udziałowe finansowanie, innowacyjne finansowanie

Perspectives of Equity Crowdfunding Development in Poland (Summary)

Social media and the internet have created conditions for the development of crowdfunding. Crowdfunding means using of small amounts of money from a large number of individuals (crowd) to finance a new business. Crowdfunding is used to raise capital by young innovative companies first of all. It is only at an early stage of development in Poland, but it can become an alternative to venture capital and business angels and even to public offers in a few years. Whether this will happen depends largely on the approach of the public to this type of investment, but also on the legal regulations that can make or impede the functioning of crowdfunding in Poland.

Keywords
equity crowdfunding, crowdinvesting, capital market, innovative financing, startup

Dorota Buchnowska*

Systemy CRM w dobie konwergencji nowoczesnych technologii informacyjnych

Wstęp

Podstawą funkcjonowania każdej firmy, niezależnie od wielkości czy rodzaju działalności, jest posiadanie usatysfakcjonowanych i lojalnych klientów. Ich pozyskanie wymaga zapewnienia wysokiej jakości obsługi przy jednocześnie niskich jej kosztach, jak również dobrej znajomości klientów i rynku, zrozumienia oczekiwań, potrzeb, motywacji i zachowań nabywców. Jest to szczególnie ważne i zarazem trudne ze względu na zmiany, jakie zachodzą w zachowaniach zakupowych konsumentów, związane z powszechnym wykorzystaniem nowoczesnych technologii, a w szczególności mobilnych i społecznościowych. Konsumenci z biernych nabywców przekształcają się w zaangażowanych prosumentów, a na proces zakupowy klienta wpływają nie tylko racjonalne przesłanki, ale również odczucia i emocje, które łącznie składają się na jego doświadczenia nabywcze [Kacprzak i inni, 2015]. W dodatku podjęcie decyzji zakupowej to często kwestia tzw. mikromomentu, podczas którego należy do klienta dotrzeć z odpowiednim przekazem, w przeciwnym wypadku dokona on zakupu u innego dostawcy, bądź też zrezygnuje z produktu/usługi.

Żeby utrzymać się na rynku, przedsiębiorcy muszą mieć świadomość zachodzących zmian, znać potrzeby i oczekiwania swoich klientów oraz aktywnie na nie reagować. To z kolei wymaga wykorzystania nowoczesnych rozwiązań IT. Dostępnych jest szereg technologii pozwalających podnieść poziom obsługi klienta oraz dynamicznie i indywidualnie reagować na działania klientów czy potencjalnych klientów. Najbardziej kompleksowymi rozwiązaniami są systemy CRM (*Customer Relationship Management* – zarządzanie relacjami z klientami).

Celem artykułu jest zidentyfikowanie nowych rozwiązań ICT wykorzystywanych w obszarze CRM oraz wskazanie ich zalet i wad. Scharakteryzowano w nim najszybciej rozwijające się i najbardziej znaczące technologie informatyczne oraz wskazano możliwości i znaczenie ich wykorzystania w realizacji najnowszych trendów w zarządzaniu relacjami z klientami – budowaniu zaangażowania klientów oraz zarządzaniu doświadczeniem

* Dr, Katedra Informatyki Ekonomicznej, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, ul. Armii Krajowej 101, 81-824 Sopot, dorota.buchnowska@univ.gda.pl

klienta. Wykorzystane metody badawcze to: analiza i studiowanie literatury, analiza raportów badawczych, analiza funkcjonalności aplikacji informatycznych oraz ich zastosowania w biznesie.

1. Kierunki rozwoju zarządzania relacjami z klientami

Systemy CRM pojawiły się w latach 90. XX wieku jako technologiczne wsparcie realizacji założeń strategii zarządzania relacjami z klientami, będącej rozwinięciem popularnych wówczas koncepcji marketingowych, takich jak marketing relacji, baz danych, bezpośredni, czy holistyczny, których wspólną cechą jest orientacja na klienta. CRM to strategia biznesowa polegająca na selekcjonowaniu i zarządzaniu klientami w celu optymalizacji długoterminowych korzyści. Jako strategia zarządzania organizacją CRM wymaga podporządkowania procesów zachodzących w organizacji, zaangażowania wszystkich pracowników oraz wprowadzenia kultury organizacyjnej zorientowanej na klienta (cechy takiej kultury prezentuje między innymi Bojanowska [2016]). Realizacja strategii CRM wiąże się z dobrą znajomością klientów, indywidualnym ich traktowaniem czy wysoką jakością oferowanych usług, dlatego też wymaga zastosowania systemów informatycznych CRM.

Zadaniem rozwiązań CRM jest automatyzacja procesów na styku firma–klient, gromadzenie informacji o klientach i potencjalnych klientach, przekształcenie ich w wiedzę oraz umożliwienie jej właściwego wykorzystania, przede wszystkim w celu zwiększenia satysfakcji i lojalności klientów oraz podnoszenia ich wartości. Funkcjonalność systemu CRM z reguły pokrywa trzy obszary funkcjonalne przedsiębiorstwa: marketing, sprzedaż i obsługę klienta. Tym samym obejmuje wszystkie etapy cyklu sprzedażowego, łącznie z działaniami przed (badania rynku, promocja, kampanie marketingowe), jak i po sprzedaży produktu/usługi klientowi (serwisowanie, doradzanie).

Od czasów powstania strategii CRM pojawiły się nowe koncepcje biznesowe zorientowane na klienta, takie jak: CVM (*Customer Value Management* – zarządzanie wartością klienta), KAM (*Key Account Management* – zarządzanie kluczowymi klientami) czy CEM (*Customer Equity Management* – zarządzanie kapitałem klientów). Wszystkie jednak opierają się na tych samych założeniach co CRM – jedynie niewielka część klientów generuje znaczną część zysków przedsiębiorstwa (zasada Pareto) oraz lojalni klienci zapewniają firmie wyższy zysk. Dlatego też wymagają zastosowania podobnych rozwiązań IT. Podstawowe założenia koncepcji CRM ciągle są aktualne, aktualne są również główne zadania tych systemów. Systemy CRM pozostają podstawowymi rozwiązaniami umożliwiającymi

przedsiębiorstwom budowanie swojej pozycji na rynku w oparciu o podejście zorientowane na klienta.

Wraz z rozwojem, powszechnością dostępu i wzrostem zastosowania technologii informatycznych w różnych obszarach działalności biznesowej i życia codziennego aplikacje CRM podlegają jednak ciągłej ewolucji (tab. 1). W jej wyniku organizacje mają pełniejszą wiedzę o klientach, większe możliwości w zakresie jej wykorzystania w celu realizacji przyjętej strategii zarządzania relacjami z klientami oraz angażowania klientów w rozwój marki.

Tablica 1. Kierunki rozwoju strategii i systemów CRM

Trendy w strategii CRM	Trendy w systemach CRM	Powiązane strategie/ modele	Wykorzystywane technologie	Wpływ IT na kształtowanie relacji z klientami
Zaangażowanie klienta *Customer Engagement*	CRM społecznościowy	– *omni-channel*, – *crowdsourcing*, – grywalizacja	– serwisy społecznościowe – *big data*,	– większa wiedza o kliencie – dotycząca zachowań, zwyczajów, wiedza od klientów; – możliwość reagowania w czasie rzeczywistym na oczekiwania i działania klientów; – zindywidualizowana interakcja z klientem
Zarządzanie doświadczeniem klienta *Customer Experience Management*	CRM mobilny	– *omni-channel*, – grywalizacja	– urządzenia mobilne i ultramobilne, – geolokalizacja	
	CRM of *things*	B2I	– IoT, *wearables*, – *big data*,	
Analityka wokół klienta *Customer Intelligence*	Zaawansowana analityka w CRM analitycznym	B2I	– *big data*, – zaawansowana analityka biznesowa	

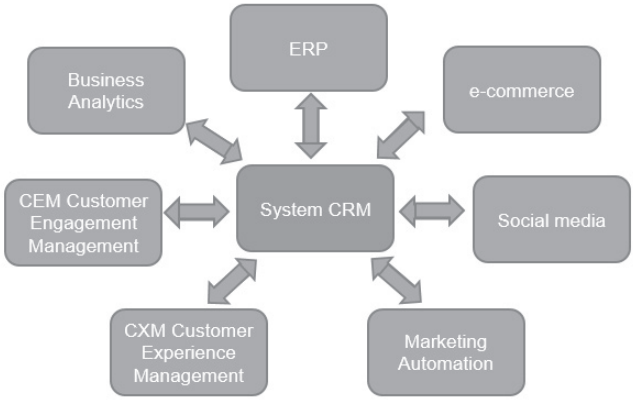
Źródło: Opracowanie własne.

Podstawowym źródłem innowacji biznesowych i zarazem podstawą tworzenia przewagi konkurencyjnej współczesnych przedsiębiorstw jest sześć technologii – społecznościowe, mobilne, analityczne i chmurowe (SMAC – *Social, Mobile, Analytics & Cloud*) oraz *big data* i Internet rzeczy (IoT – *Internet of Things*). Z jednej strony wpływają one na zachowania konsumentów i wymuszają zmiany w funkcjonowaniu przedsiębiorstw,

z drugiej zaś umożliwiają coraz lepsze poznawanie klientów i ich potrzeb oraz coraz precyzyjniejsze ich realizowanie, a nawet przewidywanie. Tym samym wyznaczają one również podstawowe kierunki ewolucji systemów CRM, z których najważniejsze to: CRM społecznościowy, CRM mobilny, integracja CRM z IoT (CRM of Things) oraz wykorzystanie zaawansowanej analityki biznesowej [Chapalamadugu, 2018].

Dzięki szybkiemu rozwojowi IT systemy CRM stopniowo wzbogacane są o nowe funkcje, są też rozbudowywane poprzez integrację z innymi autonomicznymi rozwiązaniami. Rysunek 1 prezentuje podstawowe systemy/aplikacje wykorzystywane w przedsiębiorstwie, z którymi współpracować powinna aplikacja CRM, aby kompleksowo zarządzać relacjami ze współczesnym klientem.

Rysunek 1. Rozwiązania IT wspierające orientację na klienta



Źródło: Opracowanie własne.

Integracja nowoczesnych technologii informatycznych powoduje, że organizacje mają większe możliwości w zakresie świadomego kształtowania relacji z klientami. Internet rzeczy, serwisy społecznościowe są źródłem informacji o klientach, ich oczekiwaniach, zachowaniach, opiniach czy planach. Technologia *big data* oraz analityka biznesowa pozwalają odpowiednio dane gromadzić i przetwarzać w wiedzę, która wykorzystywana jest w realizacji takich strategii, jak: zaangażowanie klientów i zarządzanie doświadczeniami klientów oraz współdziałanie z klientami w modelu B2I (*Business to Individual*).

Systemy CRM mają za zadanie wspieranie strategii i procesów realizowanych w przedsiębiorstwie. Należy więc podkreślić, że wymienione technologie (SMAC, IoT) nie tylko wpłynęły na powstanie nowych rozwiązań CRM, ale przede wszystkim pozwoliły na wprowadzenie i realizację nowych trendów w strategii zaradzania relacjami z klientami – budowanie

zaangażowania klienta oraz zarządzanie doświadczeniem klienta. Zostaną one opisane w dalszej części artykułu.

2. Budowanie zaangażowania z wykorzystaniem systemu CRM

2.1. CRM społecznościowy w budowaniu zaangażowania klienta

Jednym z pierwszych, ale wciąż pogłębianym, kierunkiem rozwoju systemów CRM jest CRM społecznościowy. CRM społecznościowy (CRM 2.0, *social* CRM, sCRM) to strategia biznesowa oraz wspierająca ją technologia informatyczna, mające na celu zaangażowanie klienta w proces kształtowania relacji z firmą. W praktyce CRM 2.0 oznacza integrację „klasycznego" CRM z serwisami społecznościowymi [Wrycza, 2010].

Serwisy społecznościowe są elementem mediów społecznościowych (SM – *social media*), które z kolei Kaplan i Haenlein [2010, s. 61] definiują jako aplikacje internetowe oparte na ideologicznych i technologicznych założeniach Web 2.0, pozwalające na tworzenie i wymianę treści przez użytkowników (UGC – *User Generated Content*). Interaktywny charakter SM pozwala na budowanie zaangażowania klientów, a także pracowników przez przedsiębiorstwa.

Inne cechy wyróżniające *social media* od pozostałych mediów to [Szymański i inni, 2016]:

- dostępność – brak ograniczeń organizacyjnych, technologicznych i kosztowych, informacja z zasady zdecentralizowana i niezależna; w mediach tradycyjnych jest ona ograniczana przez jednostki zarządzające (rządy lub korporacje), SM są darmowe i dostępne dla każdego;
- zasięg – o zasięgu decyduje atrakcyjność treści dla odbiorców, treści rozprzestrzeniane są poprzez społeczną interakcję (wirusowy charakter);
- użyteczność – nie wymagają odpowiedniego przygotowania i umiejętności, brak koordynacji pomiędzy twórcami treści;
- natychmiastowość – informacja pojawia się i rozchodzi znacznie szybciej;
- trwałość – w mediach tradycyjnych treści po opublikowaniu nie mogą być już zmienione, w SM informacja może być aktualizowana na bieżąco, przekaz nie kończy „procesu mediowego".

Wymienione cechy sprawiają, że SM wykorzystywane są coraz częściej, zarówno przez małe, jak i duże przedsiębiorstwa, przede wszystkim w czterech obszarach – komunikacji zewnętrznej, komunikacji wewnętrznej, współdzielenia wiedzy oraz w rekrutacji [Charoen-sukmongkol, Sasatanun, 2017, s. 26]. W tablicy 2 zaprezentowano przykładowe zastosowania poszczególnych rodzajów SM w komunikacji wewnętrznej oraz w komunikacji zewnętrznej.

Tablica 2. Wykorzystanie wybranych SM w komunikacji wewnętrznej i zewnętrznej

Rodzaj SM	Komunikacja wewnętrzna	Komunikacja zewnętrzna
Serwisy społecznościowe	– firmowa platforma komunikacyjna, – budowanie grup zadaniowych, – zarządzanie profilami pracowników, – kontakt z partnerami biznesowymi;	– uruchamianie firmowych fanpagów, – uruchamianie firmowych profili na portalach społecznościowych, – możliwość wchodzenia w interakcję z użytkownikami portali społecznościowych, – prowadzenie akcji promocyjnych, charytatywnych;
Serwisy współdzielenia i wymiany plików audio, wideo, multimediów, dokumentów	– dzielenie się plikami multimedialnymi, – uczestnictwo w szkoleniach on-line, – wymiana uwag na temat publikowanych materiałów i ocena ich jakości i przydatności dla przedsiębiorstwa;	– udostępnianie plików, próbek, testerów klientom, – udostępnianie specjalistycznych danych określonym grupom eksperckim, np. tekstury materiałów dekoracyjnych do wykorzystania w oprogramowaniu do projektowania wnętrz;
Blog	– generowanie pomysłów i ich weryfikacja, – inspiracja zaangażowania pracowników i rozwijania ich wzajemnych kontaktów, – komunikacja zespołu i grup projektowych z całą firmą, wewnątrz zespołu i w realizacji projektu;	– śledzenie wpisów na klientów w komentarzach, – możliwość dodawana wpisów przez najbardziej lojalnych klientów, – możliwość wspólnego umieszczania wpisów pracownika firmy i wybranego klienta, np. testera – możliwość śledzenia tzw. echa społecznego i podejmowanie reakcji na otrzymany feedback;
Wiki	– praca grupowa, – publikowanie informacji dla pracowników, – zarządzanie projektami, – tworzenie dokumentacji, – wsparcie on-line;	– umożliwienie klientom dodawana: opisów produktów, opisów możliwości zastosowania danego produktu, cech szczególnych, korzyści ze stosowania.

Źródło: [Szczepańczyk, 2014].

Duża liczba użytkowników serwisów społecznościowych sprawia, że wykorzystanie SM widoczne jest szczególnie w zakresie komunikacji z klientami, którzy coraz częściej informacji o produktach, usługach czy samej firmie szukają w mediach społecznościowych, ale również coraz chętniej wypowiadają się za ich pośrednictwem [Jamieson, 2014]. W tablicy 3 wskazano możliwości, jakie generują SM w kontaktach na linii firma–klient dla obu stron.

Tablica 3. Efekty wykorzystania mediów społecznościowych w komunikacji pomiędzy firmą a klientem

Znaczenie da klientów	Znaczenie dla firmy
Pozytywne: – możliwość szybkiego kontaktu z firmą; – możliwość oceniania działań firmy, publikowania opinii i rekomendacji produktów i firmy; – możliwość pozyskiwania opinii i rekomendacji o produktach i firmie; – wyszukiwanie produktów i usług oraz dostawców; – śledzenie informacji o wybranych firmach i produktach – rzadsze odwiedzanie firmowych stron www i e-sklepów w poszukiwaniu informacji; – otrzymywanie spersonalizowanych treści (w tym reklam); – możliwość angażowania się w rozwój i udoskonalanie produktów – zgłaszanie sugestii, wskazówek, opinii; Negatywne: – brak anonimowości., – duża liczba niechcianych treści.	Pozytywne: – możliwość dotarcia do dużej liczby klientów i potencjalnych klientów; – różnorodność form komunikacji, interaktywność; – możliwość personalizowania przekazu i działań; – marketing wirusowy – możliwość szybkiego rozprzestrzeniania informacji i opinii o firmie i jej produktach – konieczność monitorowania i szybkiego reagowania; – crowdsourcing – możliwość angażowania klientów w celu udoskonalanie oferty – jako współtwórców, pomysłodawców, recenzentów; – duża liczba różnorodnych informacji o klientach i klientach i potencjalnych – potrzebach, preferencjach, zainteresowaniach, poglądach, opiniach, działaniach. Negatywne: – konieczność szybkiego reagowania na zapytania i działania klientów; – mniejsza rola sprzedawcy w procesie zakupowym, większe znaczenie opinii innych klientów o firmie i jej produktach.

Źródło: Opracowanie własne.

Dzięki zintegrowaniu systemu CRM z *social media* może on pełnić rolę:
- źródła wiedzy o klientach – poza transakcyjnymi czy demograficznymi danymi *social media* dostarczają danych behawioralnych, informacji dotyczących oczekiwaniach, potrzeb, poglądów klientów i potencjalnych klientów;
- źródła opinii klientów na temat firmy, jej produktów i usług oraz badania nastrojów (*social listening*, analizy sentymentu);
- kanału marketingowego, za pośrednictwem którego można dotrzeć do szerokiego grona odbiorców ze spersonalizowanym przekazem;
- kanału sprzedaży i obsługi klienta – zgodnie ze strategią *omni-channel* („wszechkanałowość"), należy integrować wszystkie kanały interakcji z klientami, zapewniając im tym samym spójne i płynne doświadczenia na każdym etapie cyklu obsługi klienta (w tym ścieżki zakupowej);
- platformy crowdsourcingowej.

Crowdsourcing to model funkcjonowania przedsiębiorstwa, który opiera się na zlecaniu wybranych zadań na zewnątrz, jednak nie do grup eksperckich (jak w klasycznym outsourcingu), ale do „tłumu" aktywizowanego poprzez publiczne ogłoszenie oferty za pośrednictwem platformy elektronicznej Web 2.0 [Dziuba, 2012].

Crowdsourcing wykorzystywany jest do pozyskiwania: zasobów informacji, dóbr niematerialnych (cyfrowych), środków finansowych (crowdfunding, czyli finansowanie społecznościowe), usług (zlecanie zadań), wiedzy i pomysłów, zasobów technicznych [Mazurek, 2015]. W ramach CRM 2.0 serwisy społecznościowe wykorzystywane są w celu angażowania klientów do takich działań, jak:
- recenzowanie, ocenianie produktów i usług, tworzenie rankingów popularności,
- rekomendowanie produktów i usług firmy,
- kreowanie pozytywnego wizerunku firmy, zmiana klienta w rzecznika firmy,
- tworzenie bazy wiedzy związanej z produktami i usługami organizacji,
- zgłaszanie pomysłów w zakresie możliwości usprawnienia funkcjonowania organizacji,
- współuczestniczenie w procesie projektowania oraz rozwijania produktów i usług firmy (prosumpcja).

Systemy *social* CRM pozwalają realizować koncepcję *customer-centric service*, która zakłada, że firmy nie skupiają się na sprzedaży, ale budowaniu trwałych relacji z klientami i przekształcaniu ich w adwokatów, co jest koniecznością w czasach, kiedy klienci wykazują dużą samodzielność

zakupową, często nie mają kontaktu ze sprzedawcą, a rekomendacji i opinii szukają samodzielnie [Goldenberg, 2015, s. 2].

2.2. Mechanizmy grywalizacji w budowaniu zaangażowania klientów i pracowników

Do budowania zaangażowania klientów coraz częściej wykorzystywana jest grywalizacja. Grywalizacja (*gamification*, polskie odpowiedniki: gamifikacja, gryfikacja) oznacza wykorzystanie charakterystycznych dla gier mechanizmów (szybkie informacje zwrotne, cele, nagrody, poziomy, rywalizacja i współpraca, społeczność) i technik (tablice rekordów, rankingi, awatary) w celach nierozrywkowych oraz w kontekstach niezwiązanych z grami.

Grywalizacja jest techniką wywierania wpływu na zachowania człowieka, a w szczególności uzyskiwania jego zaangażowania poprzez motywowanie, wprowadzanie rywalizacji czy też pobudzanie kreatywności [Cewińska, Krasnova, 2014]. Najpopularniejszym obszarem zastosowania grywalizacji jest edukacja, jednak w ostatnich latach coraz więcej zastosowań obserwuje się w biznesie [Paharia, 2014]. Grywalizacja biznesowa (*enterprise gamification*) może być kierowana do pracowników i współpracowników (grywalizacja wewnętrzna) lub klientów, potencjalnych klientów czy partnerów handlowych (grywalizacja zewnętrzna) i ma na celu podniesienie efektywności procesów oraz skuteczności osiągania celów biznesowych.

Angażowanie klientów w mediach społecznościowych w oparciu o grywalizację realizowane jest poprzez organizowanie różnego rodzaju konkursów, quizów oraz udostępnianie gier zaprojektowanych na potrzeby marki (*advergaming*), w których przykładowo można uzyskać dodatkowe bonusy (np. punkty, zdolności, odznaki, które można umieścić na swoim profilu) w zamian za aktywność związaną z marką (np. stworzenie hasła reklamującego produkt, udostępnienie informacji na swoim profilu czy też zakup produktu). Podobne metody grywalizacji powszechnie wykorzystywane są w ramach programów lojalnościowych i kampanii marketingowych. Ich celem jest kreowanie pozytywnych, a zarazem unikalnych i wzbudzających zainteresowanie doświadczeń klientów, zwiększanie rozpoznawalności marki, edukacja konsumentów w zakresie produktów i usług, budowanie społeczności wokół marki oraz pozyskiwanie wartościowych informacji na temat postrzegania firmy i jej produktów.

Przykładami narzędzi wspierającymi projektowanie i realizację projektów grywalizacyjnych są rozwiązanie *Comarch Customer Engagement* oraz platforma Gamfi (http://gamfi.pl/), która została wykorzystana do promocji marki w ramach kampanii „Warzywne inspiracje" na portalu Facebook

(rys. 2). Są one integrowane z systemami CRM. Mechanizmy grywalizacji wbudowywane są również bezpośrednio w rozwiązania CRM.

Grywalizacja w systemach CRM wykorzystywana jest również do motywowania pracowników (głównie handlowców) do innowacyjności i sprawniejszego działania. Organizowane są w tym celu różnego rodzaju misje oraz tworzone i publikowane są rankingi pracowników, które mają zachęcać do rywalizacji. Wyniki dostępne są w czasie rzeczywistym i na ich podstawie przyznawane są nagrody. Celem zastosowania takich form grywalizacji jest usprawnienie procesów operacyjnych, wzrost sprzedaży oraz poprawa jakości obsługi klientów.

Rysunek 2. Grywalizacja w ramach kampanii „Warzywne inspiracje" na portalu Facebook

Źródło: [https://apps.facebook.com/warzywne-inspiracje/index, dostęp: 20.03.2016].

3. Zarządzanie doświadczeniem klienta z wykorzystaniem systemu CRM

3.1. Technologie mobilne w zarządzaniu doświadczeniem klienta

Rozwój i wykorzystanie technologii mobilnych od kilku lat nieustannie rośnie. Według raportu *Digital in 2017. Eastern Europe* [We Are Social and Hootsuite, 2017] 50% światowej populacji aktywnie korzysta z Internetu, a 66% jest posiadaczem smartfona. W Polsce te wskaźniki są jeszcze wyższe. Według danych GUS [2017] 72% gospodarstw domowych posiada dostęp do Internetu, przy czym odsetek ten w przypadku gospodarstw

z dziećmi poniżej 16 roku wzrasta do blisko 98%. Natomiast raport *Polska jest mobi 2015* [jestem.mobi, 2017] podaje, że spośród osób w wieku 15+ aż 58% posiada smartfona, a liczba ta rośnie w tempie 3–4% rocznie. Z tableta korzysta natomiast 21% Polaków. Najczęściej Polacy używają smartfonów w celu korzystania z mediów społecznościowych (16%), oglądania wideo (14%), wykorzystywania jako lokalizatora (13%) oraz grania w gry (12%). Przeciętnie korzystanie ze smartfona zajmuje jego użytkownikom blisko trzy godziny dziennie.

Korzystanie z urządzeń mobilnych spowodowało zmiany w zachowaniach nabywczych konsumentów (tab. 4), a przede wszystkim wpłynęło na przyspieszenie procesu podejmowania decyzji o zakupie i realizacji zakupu.

Tablica 4. Znaczenie upowszechnienia technologii mobilnych dla klientów i firm

Znaczenie da klientów	Znaczenie dla firmy
Pozytywne: – dostęp z dowolnego miejsca do informacji o firmie i jej produktach; – możliwość nabycia produktów i usług w dowolnym momencie (tzw. mikromomenty); – możliwość nawiązywania komunikacji z firmą w czasie rzeczywistym; – *multichanelling* – realizacja procesu zakupowego z wykorzystaniem różnych urządzeń; – *multiscreening* – korzystanie z kilku ekranów (urządzeń) jednocześnie (np. robienie zakupów na skutek obejrzenia reklamy w telewizji). Negatywne: – zbyt duża liczba powiadomień, reklam i ofert; – brak anonimowości.	Pozytywne: – wzrost jakości obsługi klienta – poprzez wyposażenie pracowników w urządzenia mobilne, możliwość szybkiego odpowiadania na zapytania klientów; – geolokalizacja, *geotargeting, geofencing* – docieranie do klientów znajdujących się w określonej lokalizacji, możliwość dotarcia do klienta np. podczas robienia zakupów w konkretnym sklepie, konkretnych produktów); – pozyskiwanie wiedzy o zwyczajach i preferencjach klienta; Negatywne: – konieczność natychmiastowego reagowania na zapytania i potrzeby klientów; – konieczność obsługi *multiscreeningu*.

Źródło: Opracowanie własne.

Współczesny konsument natychmiastowo reaguje na pojawiającą się potrzebę czy pomysł nabycia produktu/usługi, dlatego ważne jest, żeby dotrzeć z ofertą do niego w tym konkretnym mikromomencie (*value through micro-moments*), kiedy to poszukuje informacji niezbędnych do podjęcia decyzji i dokonania zakupu. Nowoczesne sposoby komunikacji z urządzeniami – komunikacja głosowa, wyszukiwanie semantyczne, rozpoznawanie

obrazów i kształtów (na podstawie zdjęcia produktu możliwość jego odszukania i zakupu – np. iTraff) – również ułatwiają i przyspieszają czynności zakupowe i okołozakupowe. Innym trendem jest wieloekranowe korzystanie z Internetu (*multiscreening*). Liczba urządzeń, z których korzysta średnio polski konsument, wynosi 4,6 (średnia światowa – 3,60). Oznacza to konieczność zapewnienia klientom możliwości komunikacji z firmą i podejmowania czy kontynuowania działań multikanałowo, ze wszystkich urządzeń i umożliwienia im płynnego kontynuowania działań na różnych urządzeniach [jestem.mobi, 2017].

Z drugiej strony powszechność korzystania z urządzeń mobilnych przez klientów podczas dokonywania czynności związanych z zakupem dała firmom nowe możliwości w zakresie komunikacji z klientami, realizacji działań marketingowych, sprzedażowych i posprzedażowych, czy też poznawania zwyczajów i potrzeb klientów. Smartfony są przede wszystkim wykorzystywane do dostarczania informacji o lokalizacji ich użytkowników. Dane o aktualnej lokalizacji, przemieszczaniu się oraz historii lokalizacji są cennymi informacjami, które pozwalają budować spersonalizowaną ofertę, uwzględniającą nie tylko profil klienta, ale również aktualne miejsce i czas pobytu [Oleksiak, 2014]. Pojawiło się szereg trendów w zarządzaniu bazujących na możliwości wykorzystania nowoczesnych technik lokalizacyjnych:

- SoLoMo (*social, local, mobile* – społeczność, lokalizacja, mobilność) i SiSoMo (*sigh, sound, motion* – obraz, dźwięk, ruch) – kontekst lokalizacyjny, społecznościowy i sytuacyjny wykorzystywany w marketingu, docieranie do klientów lokalnie, poprzez *social media* za pośrednictwem urządzeń mobilnych oraz proponowanie im towarów/usług dopasowanych do aktualnej potrzeby dzięki aplikacjom, które „znają" cel i przyczyny obecności klienta w danym miejscu [Królewski, Sala, 2016, s. 143–144];
- *geofencing* (geoogrodzenie) – tworzenie wirtualnej przestrzeni (poprzez określenie granic) wokół obszaru geograficznego w świecie rzeczywistym, co pozwala na wysyłanie powiadomień w obrębie danej strefy; działa w oparciu o technologie łączności radiowej, jak: GPS, GSM, RFID, Wi-Fi, bluetooth), daje możliwość dotarcia z ofertą do klientów znajdujących się w konkretnej lokalizacji [Baran, Galka, 2016];
- *proximity marketing* (marketing sąsiedztwa), *hyperlocal marketing* (marketing zbliżeniowy), marketing mobilny – formy marketingu bazujące na wykorzystaniu technologii bezprzewodowych i geolokalizacji, celem dotarcia do klientów znajdujących się w konkretnej, ściśle określonej lokalizacji i czasie [Szulc, Ciszewski, 2013];

– *multichanneling/all channels experience* – docieranie do klientów za pośrednictwem różnych mediów/urządzeń i budowanie pozytywnych doświadczeń [Ståhlberg, Maila, 2014].

Doświadczenie klienta (*customer experience*) to postrzeganie firmy przez klienta przez pryzmat zapamiętanych zdarzeń (pozytywnych i negatywnych), które zaistniały pomiędzy nim a firmą w trakcie trwania ich wzajemnej relacji. Według założeń marketingu doświadczeń konsumenci nabywają nie produkty czy usługi, lecz towarzyszące im doznania [Dziewanowska, 2013]. Doświadczenie klienta, w połączeniu z jego osobistym systemem wartości, stanowi czynnik kształtujący jego postawę wobec przedsiębiorstwa i wpływa na przyszłe decyzje o kontynuowaniu współpracy i budowaniu długotrwałych relacji [Markiewicz, 2014, s. 156].

Zarządzanie doświadczeniem klienta polega na kształtowaniu pozytywnych doświadczeń klienta poprzez opracowanie i optymalizację procesów obsługi, tak aby na każdym etapie cyklu życia relacji z klientem zapewnić jak najwięcej wyróżniających się na tle konkurencji i dających maksimum satysfakcji interakcji z klientem.

Ze względu na dającą się zauważyć coraz większą samodzielność zakupową klienta i tym samym coraz mniejszą rolę sprzedawcy w całym procesie zakupowym zmienia się podejście do obsługi klienta w systemach CRM – z perspektywy przedsiębiorstwa na perspektywę klienta. Klasyczny lejek sprzedaży (odzwierciedlający proces przechodzenia klienta przez kolejne etapy cyklu sprzedaży) zastępowany jest tzw. mapą podróży klienta (CJM – *Customer Journey Map).* CJM, nazywana też mapą doświadczeń (CEM – *Customer Experience Map*), to diagram ilustrujący kolejne kroki (etapy podróży, punkty styczności z klientem), które muszą pokonać klienci, zanim dokonają transakcji. Mapa pozwala na śledzenie postępów „podróży klienta". Z kolei monitorowanie, na jakim etapie „podróży" znajduje się każdy klient, pozwala we właściwym momencie dotrzeć do niego z odpowiednią informacją.

Mapa pokazuje nie tylko etapy podróży, ale również, jakie są motywacje, oczekiwania i doświadczenia klienta. Zbudowanie mapy pozwala więc na zrozumienie potrzeb klientów, wzięcie pod uwagę emocji osób korzystających z usług/produktów firmy, a w rezultacie zidentyfikowanie rozwiązań pozwalających budować pozytywne doświadczenia klienta na każdym etapie współpracy. W systemie CRM podróż klienta można przełożyć na konkretne działania operacyjne, w dużej części zautomatyzowane, tzn. dla każdego etapu podróży można zdefiniować zadania (wysłanie e-maila, SMS, przeprowadzenie rozmowy telefonicznej), które należy zrealizować, aby wpłynąć na lepsze doświadczenie klienta i przyspieszyć jego przejście do następnego etapu podróży.

Powszechne korzystanie z urządzeń mobilnych przez klienta oznacza, że można do niego dotrzeć niemal w każdym momencie. Jeszcze większe możliwości w tym zakresie daje rozwój Internetu rzeczy.

3.2. Internet rzeczy w zarządzaniu doświadczeniem klienta

Internet Rzeczy (IoT – *Internet of Things*, Internet przedmiotów) to komunikacja między urządzeniami (M2M – *Machine-To-Machine*) w czasie rzeczywistym. Urządzenia nie muszą być podłączone do Internetu, często połączone są za pośrednictwem protokołów łączności bezprzewodowej (WiFi, bluetooth) lub za pomocą czujników. Podłączone urządzenia określa się jako inteligentne, komunikują się one ze sobą, zbierają i udostępniają dane (dzięki odpowiednim aplikacjom). Internet rzeczy może łączyć różnego rodzaju urządzenia [Miller, 2016]:

- domowe urządzenia elektroniczne (np. telewizory),
- sprzęty domowe (np. lodówki, pralki),
- urządzenia automatyki domowej (np. termostaty, systemy alarmowe, czujniki dymu),
- samochody, samoloty,
- sprzęty medyczne (np. rozruszniki i implanty monitorujące pracę serca),
- domy,
- miasta, a nawet kraje poprzez łączenie lokalnych sieci IoT.

W ramach Internetu rzeczy można podłączać w zasadzie wszystko, każdy przedmiot (np. elementy odzieży), a nawet zwierzęta, wyposażając je w odpowiednie transpondery. Dlatego też coraz częściej używa się określenia IoE (*Internet of Everything*), czyli Internet wszystkiego.

Rosnąca różnorodność (smartfony, tablety, biżuteria i elementy odzieży, sprzęt domowy, samochody, *beacony*) oraz liczba urządzeń podłączonych do Internetu sprawia, że z jednej strony można śledzić zachowania klienta, z drugiej zaś można komunikować się z nim w czasie rzeczywistym oraz zarządzać doświadczeniem klienta. Zarządzanie doświadczeniem klienta wymaga integracji wszystkich kanałów i form komunikacji, także za pośrednictwem inteligentnych urządzeń (*smart devices*), po to, aby przekazywać dostosowane do miejsca i czasu spersonalizowane informacje i oferty oraz wpływać na zachowania klienta.

Przykładami zastosowania IoT w tworzeniu pozytywnych doświadczeń klienta mogą być:

- wykorzystanie beaconów w sklepie tradycyjnym do informowania klienta (wyposażonego w telefon z urządzeniem bluetooth), który znalazł się w pobliżu, o aktualnej spersonalizowanej ofercie (np. promocji produktu, który klient ostatnio oglądał w sklepie internetowym lub czekającym kuponie rabatowym za aktywność dokonaną na

portalu społecznościowym) czy też nawigowanie go do sklepu lub konkretnego działu;
– wykorzystanie technologii ubieralnych (*wearable*) do przyśpieszenia procesu zakupowego dzięki liście zakupów (stworzonej np. na podstawie tygodniowego menu dostosowanego do aktywności sportowej klienta) czy też płatnościom zbliżeniowym w oparciu o technologię NFC (*Near Field Communication*).

IoT oznacza dostęp do dużej ilości danych z różnych źródeł. Dzięki ich integracji i zastosowaniu zaawansowanej analityki biznesowej można prowadzić pogłębioną analizę behawioralną klienta [Wilson, 2017]. Można przykładowo:
– analizować nawyki i preferencje zakupowe klienta na podstawie sposobu jego zachowania w sklepie (jak dużo czasu spędza w sklepie, które produkty najczęściej ogląda, jak długo podejmuje decyzje o zakupie), a następnie zestawiać je z danymi demograficznymi klienta;
– badać zależności pomiędzy skutecznością sprzedaży (liczbą klientów, którzy dokonali zakupu w stosunku do liczby klientów, którzy weszli do sklepu) poszczególnych produktów a danymi pogodowymi;
– analizować podobieństwa i różnice pomiędzy przebiegiem procesu zakupowego w sklepie tradycyjnym i on-line.

Wyniki tego typu analiz pozwalają przewidywać zachowania i reakcje klientów oraz dostosowywać działania marketingowe do konkretnych sytuacji – czasu, miejsca, kanału sprzedaży. Taka wiedza pozwala skuteczniej zarządzać doświadczeniem klienta.

Internet rzeczy odgrywa coraz większą rolę w zarządzaniu doświadczeniem klienta, jednak żeby w pełni wykorzystać jego potencjał konieczne jest połączenie możliwości wszystkich nowoczesnych technologii, które łącznie określane są akronimem I-SMAC (*IoT in Social, Mobility, Analytics and Cloud* lub *Internet of Everything, Social, Mobility, Analytics and the Cloud*).

Zakończenie

Nowe technologie wpływają na funkcjonowanie wszystkich obszarów życia prywatnego, jak i działalności biznesowej. Automatyzują codzienne czynności, umożliwiają dostęp do różnego rodzaju informacji z dowolnego miejsca i w dowolnym czasie, a tym samym wpływają również na usprawnienie i przyspieszenie procesu zakupowego klienta oraz na trafniejsze decyzje zakupowe. Konsumenci coraz bardziej cenią swój czas i oczekują wysokiej jakości produktów i obsługi oraz spersonalizowanej oferty. Porównywanie ofert, wymiana opinii o firmie i jej produktach i usługach z innymi klientami czy w końcu zmiana dostawcy nie wymaga

od współczesnego konsumenta dużego wysiłku i poświęcenia dużej ilości czasu.

Pozyskanie lojalnych klientów staje się dla przedsiębiorstwa koniecznością i zarazem wyzwaniem. Wymaga to zarządzania doświadczeniem klienta na każdym etapie współpracy oraz angażowania klientów w różne aspekty działalności firmy (np. promocja, rozwój nowych produktów). To z kolei nie jest możliwe bez znajomości oczekiwań, potrzeb i zwyczajów klienta oraz możliwości dotarcia do niego w odpowiednim momencie, miejscu i za pośrednictwem właściwego kanału. Przedsiębiorstwa muszą w tym celu korzystać z najnowszych technologii – mobilnych, mediów społecznościowych, analitycznych, Internetu rzeczy, big data, które we współpracy z systemami CRM mogą pomóc tym wyzwaniom sprostać.

W artykule wskazano najważniejsze trendy w wykorzystaniu nowoczesnych technologii informatycznych w zakresie zarządzania relacjami z klientami oraz krótko je scharakteryzowano. Ze względu na aktualność i ważność tematyki, a zarazem brak opracowań w tym zakresie, szersze omówienie poszczególnych technologii i ich wpływu na realizację koncepcji CRM dokonane zostanie w osobnych artykułach.

Literatura

Bojanowska A. (2016), *Tworzenie kultury organizacyjnej zorientowanej na klienta*, „Handel Wewnętrzny", nr 1.

Baran R.J., Galka R.J. (2016), *Customer Relationship Management: The Foundation of Contemporary Marketing Strategy*, Routledge, New York.

Cewińska J., Krasnova A. (2014), *Grywalizacja w rozwoju edukacji – szanse i zagrożenia*, w: M. Stor, A. Fornalczyk (red.), *Sukces w zarządzaniu kadrami. Różnorodność w zarządzaniu kapitałem ludzkim – podejścia, metody, narzędzia. Problemy zarządczo-psychologiczne*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu", nr 350, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław.

Chapalamadugu M. (2018), *6 CRM Trends to Watch in 2018. Here's how technology's continuing evolution (mobile, AI, the IoT) will impact CRM systems in the coming year and beyond*, http://www.destinationcrm.com/Articles/Web-Exclusives/Viewpoints/6-CRM-Trends-to-Watch-in-2018-122717.aspx, dostęp: 8.02.2018.

Charoensukmongkol P., Sasatanun P. (2017), *Social media use for CRM and business performance satisfaction: The moderating roles of social skills and social media sales intensity*, „Asia Pacific Management Review", Vol. 22, No. 1.

Jamieson C.M. (2014), *The Small Business' Guide to Social CRM, Build customer relationships that will accelerate your business*, Impackt Publishing Ltd., Livery Place.

Dziewanowska K. (2013), *Nowe oblicze marketingu — koncepcja marketingu doświadczeń*, „Marketing i Rynek", nr 20.

Dziuba D.T. (2012), *Crowdsourcing internetowy i jego ekonomiczno-społeczne implikacje. Segment rynku odpłatnego crowdsourcingu*, „Informatyka Ekonomiczna", nr 4/26.

Goldenberg B.J. (2015), *The Definitive Guide to Social CRM: Maximizing Customer Relationships with Social Media to Gain Market Insights, Customers, and Profits*, Pearson Education LTD, New Jersey.

GUS (2017), *Wykorzystanie technologii informacyjno-telekomunikacyjnych w przedsiębiorstwach i gospodarstwach-domowych w 2016*, http://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/nauka-i-technika-spoleczenstwo-informacyjne/spoleczenstwo-informacyjne/wykorzystanie-technologii-informacyjno-telekomunikacyjnych-w--przedsiebiorstwach-i-gospodarstwach-domowych-w-2016-roku,3,14.html, dostęp: 19.06.2017.

jestem.mobi (2017), *POLSKA_JEST_MOBI_2015*, http://www.tnsglobal.pl/coslychac/files/2015/05/POLSKA_JEST_MOBI_2015.pdf, dostęp: 10.06.2017.

KacprzakA., Dziewanowska K., Skorek M. (2015), *Gospodarka doświadczeń. Perspektywa polskiego konsumenta*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Kaplan A.M., Haenlein M. (2010), *Users of the world, unite! The challenges and opportunities of Social Media*, „Business Horizons", Vol. 53, http://michaelhaenlein.eu/Publications/Kaplan,%20Andreas%20-%20Users%20of%20the%20world,%20unite.pdf, dostęp: 27.06.2017.

Królewski J., Sala P. (red.) (2016), *E-marketing. Współczesne trendy. Pakiet startowy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Markiewicz (2014), *Nowa rola klienta w procesie tworzenia wartości*, „Acta Universitatis Nicolai Copernici", nr 2.

Mazurek Sz. (2015), *Crowdsourcing, czyli pozyskiwanie zasobów na rynkach sieciowych*, „Ekonomia XXI Wieku", nr 1, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, Wrocław.

Miller M. (red.) (2016), *Internet rzeczy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Oleksiak P. (2014), *Badanie zastosowania geolokalizacji w celu budowania relacji z klientami – analiza przypadku*, w: B.A. Basińska, I. Garnik (red.), *Zarządzanie informacyjnym środowiskiem pracy*, Wydział Zarządzania i Ekonomii Politechniki Gdańskiej, Gdańsk, https://depot.ceon.pl/bitstream/handle/123456789/6028/Oleksiak_Rozdzia%C5%82_7%20%281%29.pdf?sequence=1&isAllowed=y, dostęp: 20.06.2017.

Paharia R. (2014), *Lojalność 3.0. Jak zrewolucjonizować zaangażowanie klientów i pracowników dzięki big data i grywalizacji*, MT Biznes Ltd, Warszawa.

Ståhlberg M., Maila V. (eds.) (2014), *Multichannel Marketing Ecosystems: Creating Connected Customer Experiences*, London.

Szczepańczyk M. (2014), *Innowacyjne sposoby wykorzystania mediów społecznościowych w komunikacji wewnętrznej i zewnętrznej organizacji*, w: „Studia Ekonomiczne", nr 183, cz. 2, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Katowice, http://www.ue.katowice.pl/fileadmin/_migrated/content_uploads/17_M.Szczepanczyk_Innowacyjne_sposoby_wykorzystania....pdf, dostęp: 20.06.2017.

Szymański G., Grębosz M., Siuda D. (2016), *Social Media Marketing*, Wydawnictwo Politechniki Łódzkiej, Łódź.

Szulc R., Ciszewski P. (2013), *Marketing sąsiedztwa – stosowanie metod komunikacji mobilnej w działaniach marketingowych*, „Marketing i Rynek", nr 20 (9), http://

www.pwe.com.pl/files/1276809751/file/szulc_ciszewski_mir9_2013.pdf, dostęp: 10.06.2017.
Wilson A. (2017), *Internet of Things & The Future of CRM*, https://www.rolustech.com/blog/internet-things-future-crm, dostęp: 8.02.2018.
Wrycza S. (red.) (2010), *Informatyka ekonomiczna. Podręcznik akademicki*, PWE, Warszawa.
We Are Social and Hootsuite (2017), *Digital in 2017: Global overview*, https://wearesocial.com/blog/2017/01/digital-in-2017-global-overview, dostęp: 30.06.2017.

Streszczenie

Systemy CRM pojawiły się w latach 90. XX wieku i od tamtej pory nieustannie ewoluują. Ostatnie lata to rozwój i wzrost popularności takich technologii, jak: technologie mobilne, media społecznościowe, chmura obliczeniowa, analityka biznesowa oraz Internet rzeczy. Za sprawą tych technologii zmieniają się potrzeby klientów, ich podejście do procesu zakupu oraz wzrastają oczekiwania względem jakości i szybkości obsługi. Z drugiej strony zmienia się sposób funkcjonowania przedsiębiorstw, które starają się tym oczekiwaniom sprostać, a nawet wyjść im naprzeciw. Umożliwiają im to systemy CRM, które w tym celu wykorzystują wymienione wyżej technologie.

W niniejszym artykule, w pierwszej kolejności, zidentyfikowano najważniejsze kierunki ewolucji koncepcji i systemów CRM wynikające z rozwoju technologii informatycznych oraz wynikających z tego zmian w zachowaniach zakupowych konsumentów. Następnie scharakteryzowano najszybciej rozwijające się i najbardziej znaczące technologie informatyczne oraz wskazano możliwości i znaczenie ich wykorzystania w realizacji najnowszych trendów w zarządzaniu relacjami z klientami. Zaprezentowano możliwości wykorzystania najnowszych technologii IT w zakresie budowania zaangażowania klientów oraz zarządzania doświadczeniem klienta.

Słowa kluczowe

social CRM, technologie mobilne, zarządzanie doświadczeniem klienta, budowanie zaangażowania klienta

CRM systems in the I-SMAC era (Summary)

CRM systems emerged in the 1990s and have evolved ever since. Recent years it has been seen the development and increase in use of such technologies as: mobile technologies, social media, cloud computing, business analytics and the Internet of Things. With these technologies, customer needs change and their expectations for quality and speed of service are increasing. On the other hand, companies are trying to meet customers' expectations. CRM systems enable them to do this. For this purpose, CRM solutions use the aforementioned technologies. The aim of the article is to identify the direction of development customer relationship management systems and indicate the possibilities of implementing innovative customer-oriented concepts. The article presents the possibilities of using

state-of-the-art IT technologies to build customer engagement and customer experience management.

Keywords
social CRM, mobile technologies, customer experience management, customer engagement