

ISSN 1895-9911
ISBN 978-83-7542-029-6

Periodyk Naukowy Akademii Polonijnej

Polonia University Scientific Journal

TOM 3

Vol. 3

**Interdyscyplinarne uwarunkowania rozwoju gospodarczego:
instrumenty rynku finansowego**

*Interdisciplinary Framework of Economic Development:
Instruments of Financial Markets*

Redaktor naukowy tomu
Editor

Maria Urbaniec

Częstochowa 2009

*Recenzenci naukowi
(Reviewer):*

Assoc. Prof. Geritt De Vylder
prof. dr hab. Zbigniew Domański
prof. dr hab. Teresa Grabińska
prof. dr hab. Brygida Grzeganeek-Więcek
dr hab. Piotr Stec, prof. AP

*Projekt okładki, redakcja techniczna
(Design and Technical Support):*
mgr inż. Marek Zych

*Korekta przekładów streszczeń w j. angielskim
(Abstracts Proofreading by):*
Susanna Johnson, BA

*Publikacja współfinansowana przez
(Supported by):*



© Copyright by Wydawnictwo „Educator”
Częstochowa 2009, wydanie I



Wydawnictwo Akademii Polonijnej w Częstochowie „Educator”
ul. Pułaskiego 4/6 42-200 Częstochowa
tel +48 34 368 42 15 fax +48 34 324 96 62
e-mail: wydawnictwo@ap.edu.pl, www.ap.edu.pl

SPIS TREŚCI

PRZEDMOWA	5
I. INSTRUMENTY RYNKU FINANSOWEGO I INWESTYCYJNEGO	7
FINANSOWANIE INNOWACJI A GLOBALIZACJA RYNKÓW FINANSOWYCH NA PRZYKŁADZIE VENTURE CAPITAL.....	9
Piotr Zasepa	
ANALIZA WPŁYWU MIĘDZYKRAJOWYCH TRANSAKCJI NA SHAREHOLDER VALUE	29
Stefan Eckert, Katarzyna Łyszczarz, Maria Urbaniec	
ANALIZA METOD OCENY RYZYKA INWESTYCJI GIEŁDOWYCH NA PODSTAWIE NOTOWAŃ WYBRANYCH SPÓŁEK WARSZAWSKIEJ GIEŁDY PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W LATACH 2006-2009.....	67
Mariusz Chudzicki, Bartosz Grzybowski	
CREDIT RATING MODELING AND WORLD FINANCIAL CRISIS	91
Bohdan Kyshakevych, Myron Babyak	
SERIOUS ETHICAL TURMOIL IN THE U.S. AND JAPANESE LIFE INSURANCE MARKETS ...	101
Robert Cooper, Mariko Nakabayashi	

**II. PRZYKŁADOWE ŹRÓDŁA FINANSOWANIA
INWESTYCJI PRZEDSIĘBIORSTW..... 129**

MOŻLIWOŚCI REALIZACJI PARTNERSTWA
PUBLICZNO-PRYWATNEGO JAKO ŹRÓDŁO
FINANSOWANIA INWESTYCJI 131
Tadeusz Jeziński

ZNACZENIE FUNDUSZY UNIJNYCH
W ROZWOJU PRZEDSIĘBIORCZOŚCI..... 139
Marcin Boborowski

**III. WYBRANE STRATEGIE ROZWOJU
PRZEDSIĘBIORCZOŚCI 151**

PROTECTION OF HUMAN RIGHTS
IN EUROPEAN LAW: THE IMPORTANCE
FOR DEVELOPMENT OF ENTREPRENEURSHIP. 153
Martin Šmíd

FILOZOFIA WALIDACJI KOMPETENCJI
MENEDŻERSKICH METODĄ SYMULACYJNEJ
GRY DECYZYJNEJ SERIO 163
Paweł Kazibudzki

PRZEDMOWA

Celem rozwoju gospodarczego jest zapewnienie wysokiego poziomu społeczno-ekonomicznego w kontekście interdyscyplinarnych uwarunkowań, dotyczących kwestii ekonomicznych, społecznych, etycznych, ekologicznych, prawnych, finansowych itp. Z uwagi na wzajemne zależności pomiędzy gospodarczymi a społecznymi zagadnieniami, coraz większe znaczenie mają rozwiązania innowacyjne, które efektywnie wspomagają rozwój przedsiębiorstw oraz funkcjonowanie sektora publicznego. Wśród takich rozwiązań ważną rolę odgrywają przede wszystkim instrumenty rynku finansowego, mające wpływ zarówno na rozwój inwestycji oraz metod i technik zarządzania na szczeblu normatywnym, operacyjnym i strategicznym.

Publikacja składa się z trzech części, zawierających wybrane instrumenty rynku finansowego, przykładowe źródła finansowania inwestycji przedsiębiorstw oraz wybrane strategie rozwoju przedsiębiorczości.

W pierwszej części przedstawione zostaną wieloaspektowe instrumenty rynku finansowego i inwestycyjnego, takie jak: *venture capital*, *shareholder value*, *credit rating* czy też metody oceny ryzyka inwestycji giełdowych. Instrumenty te odgrywają z jednej strony istotne znaczenie dla dużych przedsiębiorstw, działających na rynkach międzynarodowych, a z drugiej strony rozwój globalnego rynku finansowego ma również odzwierciedlenie w rozwoju konkretnych przedsiębiorstw, tworzących nowoczesne struktury gospodarcze i społeczne.

Druga część publikacji dotyczy przykładowych źródeł finansowania inwestycji przedsiębiorstw przy wykorzystaniu możliwości realizacji partnerstwa publiczno-prywatnego lub też funduszy unijnych, które mają szczególne znaczenie

w rozwoju przedsiębiorczości w kontekście problemów, wynikających głównie z procesu transformacji gospodarki rynkowej.

Przedmiotem trzeciej części publikacji są normatywne i strategiczne możliwości rozwoju przedsiębiorczości przedstawione zarówno w kontekście uwarunkowań administracyjno-prawnych w Unii Europejskiej w rozwoju przedsiębiorczości, jak również na przykładzie różnych metod stosowanych w zarządzaniu oraz w procesach decyzyjnych.

Prezentowane w niniejszej publikacji zagadnienia potwierdzają, że podejmowanie coraz bardziej efektywnych działań oraz opracowywanie kompleksowych rozwiązań na rzecz szeroko rozumianego rozwoju gospodarczego, wymaga uwzględniania różnych strategii i instrumentów finansowych i inwestycyjnych, wspomagających innowacyjny rozwój przedsiębiorczości.

dr, dr h.c. Maria Urbaniec

I. INSTRUMENTY RYNKU FINANSOWEGO I INWESTYCYJNEGO

**FINANSOWANIE INNOWACJI
A GLOBALIZACJA RYNKÓW
FINANSOWYCH NA PRZYKŁADZIE
VENTURE CAPITAL**

***INNOVATION FINANCING AND THE
GLOBALIZATION OF FINANCE MARKETS
EXEMPLIFIED BY VENTURE CAPITAL***

Piotr ZASĘPA*

Abstract

This paper examines the global market for venture capital and describes the current situation of national markets for venture capital. Documents show that the situation in the global venture capital market is changing rapidly and that funds have risen and, over the past years, investments have become more global than at any time previously. Studies have been made to compare the practices, investment patterns between the US and the rest of the world, particularly, with Europe and Asia. We see a significant convergence between two of the main markets, and that trend towards convergence is likely to continue due to the third substantial market, Asia. Even so, the major national markets will remain effectively strong and continue to be significant in the future. It is well-known that the US is the biggest contributor to the world venture capital market. To keep an ever-expanding portfolio, it is necessary for the US to finance new markets, especially with start-ups. Innovation is the key to global development, and an important factor remains well-worked venture capital. It is suggested that the use of venture capital is a superior strategy for the development of businesses and the stimulation of growth potential.

* dr Piotr ZASĘPA, Akademia Polonijna w Częstochowie, Wydział Interdyscyplinary, Instytut Ekonomii i Administracji.

1. Wstęp

Ważnym elementem współczesnych relacji ekonomicznych jest rozwój i globalizacja rynków finansowych. Poszczególne segmenty tego rynku spełniają istotną rolę w stabilizacji wzrostu gospodarczego oraz finansowaniu przedsiębiorstw i ich innowacyjności. Duże znaczenie rynków finansowych wynika nie tylko ze zdywersyfikowanej oferty produktowej, ale również z możliwości zaspokojenia stale rosnącego popytu na kapitał, zgłaszanego przez wiele podmiotów zarówno ze sfery publicznej, jak i prywatnej. W ostatnich dwóch dekadach można zaobserwować głębokie przemiany strukturalne na międzynarodowym rynku finansowym. Podstawową zmianą jest postępujący proces globalizacji tego rynku. Jest to bardzo istotne dla krajów rozwijających się (takich jak np. Polska), dla których międzynarodowy rynek finansowy jest miejscem, gdzie pozyskują one fundusze, aby inwestować w większym stopniu niż jest to możliwe przy wykorzystaniu tylko ich wewnętrznych oszczędności, które często bywają ograniczone. Rynki finansowe w obecnym, globalnym środowisku finansowym, w poważnym stopniu wpływają na wyniki ekonomiczne systemów gospodarczych działających w poszczególnych krajach. Intensywny wzrost międzynarodowej wymiany towarów i usług, pociągnął za sobą zwiększenie przepływów kapitałowych. Bezpośrednie inwestycje zagraniczne (BIZ) stają się siłą napędową najważniejszych gospodarek światowych, takich jak USA, UE czy Chiny. Wyraźne przyspieszenie globalizacji rynków finansowych nastąpiło w latach osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych XX wieku. Wzrost międzynarodowych przepływów kapitałowych oraz rozwój technologii informatycznych i komunikacyjnych spowodował, że inwestorzy zaczęli realizować inwestycje portfelowe oraz BIZ na rynkach międzynarodowych. Z kolei przedsiębiorstwa i banki coraz częściej pozyskiwały kapitał poza krajem macierzystym. Wzrosło też znaczenie finansowania pozabankowego przedsiębiorstw, w tym finansowania za pomocą funduszy *venture capital*. W 1980 r. przedsiębiorstwa pozyskały na rynku kapitałowym 4,5 biliona USD, podczas gdy w 2004 r. było to ponad 60 bilionów USD. Należy podkreślić, iż kapitał portfelowy w odróżnieniu od inwestycji *green-*

field lub *start up* jest bardzo mobilny i w zależności od sytuacji (makroekonomicznej lub politycznej) może szybko przemieszczać się między rynkami lokalnymi, powodując ogromną zmienność na rynkach finansowych. Prowadzi to do dużej niestabilności na rynku walutowym (powodując znaczne wahania kursów walutowych) oraz na rynkach giełdowych. Zupełnie innym instrumentem finansowania są inwestycje *venture capital*, które angażują zarządzane kapitały – w stosunkowo długim okresie czasu – w młode, dynamicznie się rozwijające przedsiębiorstwa. Szybkie wycofanie takiego kapitału jest w praktyce niemożliwe ze względu na charakter inwestycji. To właśnie takie kapitały stabilizują gospodarkę oraz wpływają na wzrost jej innowacyjności, co prowadzi do zrównoważonego, zaplanowanego i stabilnego wzrostu w długim okresie czasu.

2. Globalizacja działalności funduszy *venture capital* – ujęcie jakościowe

Do najważniejszych czynników, które wywołały zmiany w przepływach kapitałowych i strukturze światowego rynku finansowego należy zaliczyć:

- liberalizację krajowych rynków finansowych i związaną z tym rosnącą konkurencją między instytucjami finansowymi,
- postęp technologiczny w dziedzinie informatyki, biotechnologii, medycyny i telekomunikacji,
- szybszy przepływ informacji oraz standaryzację informacji,
- globalizację gospodarek krajowych w różnych wymiarach (handel, instytucje, struktura własności, kapitał, wiedza).

Liberalizacja krajowych rynków finansowych wyeliminowała ograniczenia w funkcjonowaniu zarówno krajowych, jak i zagranicznych podmiotów finansowych. Zmianie uległy regulacje dotyczące inwestycji oraz zakresu usług wykonywanych przez banki i inne instytucje finansowe. Stworzono ramy prawne umożliwiające zwiększenie aktywności niebankowych instytucji finansowych, takich jak fundusze *venture capital*. Wreszcie zmniejszono lub wyeliminowano ograniczenia w dostępie nierezydentów do krajowych

rynków finansowych. Z punktu widzenia globalizacji rynków finansowych czynnikiem o największym znaczeniu była jednak liberalizacja przepływów kapitałowych. Obejmowała ona przede wszystkim likwidowanie ograniczeń uniemożliwiających swobodny przepływ kapitału pomiędzy krajami, a w szczególności:

- zniesienie ograniczeń dotyczących bezpośrednich inwestycji zagranicznych,
- przejście przez kraje rozwinięte do reżimów z płynnym kursem walutowym,
- utworzenie strefy euro,
- zmniejszenie opodatkowania transakcji transgranicznych.

Nowoczesne technologie zwiększają zdolność kreowania i wprowadzania na rynek nowych, tańszych produktów oraz usług. Efekty globalizacji rynków finansowych są różnorodne. Otwartość gospodarek i swoboda przepływów kapitałowych sprawiają, że inwestorzy lokują środki tam, gdzie mogą one wygenerować najwyższą stopę zwrotu, co skłania fundusze *venture capital* do zawierania transakcji na nowych, słabo rozwiniętych rynkach oraz poszukiwaniu możliwości finansowania innowacyjnych i najbardziej efektywnych projektów na światowych rynkach. Globalizacja wywiera istotny wpływ na obniżenie kosztu pozyskania kapitału przez fundusze *venture capital* oraz w dalszej perspektywie także przez przedsiębiorstwa. To one właśnie korzystają coraz częściej z alternatywnych form pozyskania kapitału w stosunku do kredytu bankowego. Globalizacja pobudza zatem rozwój rynku finansowego, co z kolei zwiększa dostęp przedsiębiorstw do kapitału. Nadwyżki finansowe instytucji, takich jak fundusze emerytalne, zakłady ubezpieczeniowe czy banki, trafiają również do funduszy *venture capital*. Większa dostępność środków finansowych wpływa na ich inwestycje w przedsiębiorstwa i tym samym pobudza wzrost gospodarczy. Mobilność kapitału i działalność dużych międzynarodowych funduszy *venture capital* oznacza również zmiany instytucjonalne na rynkach lokalnych oraz wyzwania dla - odpowiedzialnych za stabilność finansową - instytucji nadzoru. Przykładem są rynki finansowe nowych krajów członkowskich UE, na których duży udział mają inwestorzy zagraniczni - instytucje o zasięgu global-

nym lub regionalnym. Obecność branżowych inwestorów instytucjonalnych przyniosła ze sobą, oprócz kapitału niezbędnego do rozwoju przedsiębiorstw, szereg innych pozytywnych efektów. Należy tu wymienić m.in. lepsze zarządzanie ryzykiem, nowoczesną gamę produktów oferowanych klientom, rozwój nowych kanałów dystrybucji, nowe metody zarządzania, wysoce wyspecjalizowaną kadrę menedżerską, wiedzę z zakresu działania na rynkach globalnych, w tym na rynku finansowym i w środowisku Internetu.

Globalizacja międzynarodowych rynków finansowych doprowadziła do wzrostu przepływów kapitałowych oraz zwiększyła różnorodność zarówno podmiotów uczestniczących w transakcjach na tym rynku, jak i instrumentów, którymi się posługują. Dzięki temu dostęp krajów rozwijających się do oszczędności zagranicznych, z których korzystają fundusze *venture capital*, stał się łatwiejszy. Umożliwia to obniżenie kosztów pożyczek oraz zwiększa możliwości inwestowania przez fundusze. Bardzo ważnym czynnikiem jest to, że źródła finansowania, jakimi są fundusze *venture capital*, są inwestycjami o charakterze udziałowym, nie powodującym wzrostu zadłużenia dla przedsiębiorstw zasilanych ich kapitałem.

Rola kapitału wysokiego ryzyka w finansowaniu innowacji została dostrzeżona na całym świecie. Inwestorzy *venture capital* sfinansowali najważniejsze amerykańskie spółki różnych branż, jak np. w branży IT: AMD, Apple, Cisco, Google, Amazon, Intel, Oracle, Netscape, Sun Microsoft, Yahoo oraz polskie firmy: IT Gadugadu, Nasza-klasa, Globtel, Mobil Rom, Computerland czy firmy działające w innych branżach jak: Eldorado (branża spożywcza) lub LPP (branża odzieżowa). Wiele rozwiązań wygenerowanych przez te spółki przyczyniło się do zmiany sposobu prowadzenia działalności gospodarczej oraz miało ogromny wpływ na poziom życia ludzkości. Innowacje wprowadzane przez firmy zasilane kapitałem wysokiego ryzyka rewolucjonizują otoczenie, podnosząc standardy życia na świecie. Bardzo ważnym czynnikiem prorozwojowym charakteryzującym fundusze *venture capital* jest ich średnio- i długoterminowy charakter inwestycji. Finansowanie przedsiębiorstw na wczesnym etapie rozwoju wymaga 5-7 letniego horyzontu inwestycyjnego, co znacznie wpływa na stabilizację przepływów kapitałowych. Inwestycje te prowadzą również do wzrostu

zatrudnienia w przedsiębiorstwach, w które inwestują. Nie tylko same przedsiębiorstwa wykazywały wzrost zatrudnienia, ale również sektory z większą koncentracją firm finansowanych przez *venture capital* rozwijały się, tworząc miejsca pracy znacznie szybciej niż sektory, którymi zainteresowanie funduszy było mniejsze. Ponadto firmy finansowane przez *venture capital* odgrywają aktywną rolę w zakresie tworzenia całkiem nowych grup zawodów i możliwości działania dla przedsiębiorstw. Przykład stanowić może grupa nowych produktów i usług związanych z uruchomieniem innowacyjnych przedsięwzięć.

Tab. 1. Nowe formy działalności i firmy zasilane *venture capital*

<i>Forma działalności</i>	<i>Przedsiębiorstwo</i>
Dostarczanie przesyłki w ciągu nocy	Federal Express
Detaliczne markety	Home Depot
Sprzedaż przez internet	Dell
Serwis internetowy	AOL
System komputerowy	Microsoft
Biotechnologia	Genetech

Źródło: www.dri-wefa.com (10.11.2009 r.)

Ponadto przedsiębiorstwa z udziałem *venture capital* rozwijają się znacznie szybciej niż ich konkurenci. Znajduje to odzwierciedlenie w wynikach, jakie osiągają te spółki. W wielu przypadkach finansowanie przedsiębiorstw pomaga we wzroście poszczególnych sektorów gospodarki i sprzyja powstawaniu nowych pomysłów oraz wspomaga przedsiębiorców w realizacji innowacji (*Towards the global economy*, 2004). W 2008 r. firmy zasilane funduszami *venture capital* zatrudniały w USA prawie 12 mln ludzi (115 mln miejsc pracy w sektorze prywatnym USA) i generowały przychody w kwocie 3 mld USD (143 mld USD dla całej gospodarki USA). Te dane stanowią 11 % zatrudnienia w USA i 21 % PKB osiągniętego w tym samym roku (*Venture Impact*, 2009). Także wzrost tempa zatrudnienia w firmach zasilanych *venture capital* wyniósł 1,6 % w latach 2006-2008, podczas gdy w całej gospodarce był na pozio-

mie 0,2 %, a wzrost przychodów ponad 5,3 % dla firm zasilanych *venture capital* i 3,5 % dla całej gospodarki.

W ostatnich dwóch dekadach rozwoju rynku finansowego, pomysł na tworzenie międzynarodowych funduszy *venture capital* rozprzestrzenił się na inne niż USA kraje. Obserwuje się systematyczne powstawanie organizacji krajowych, skupiających inwestorów *venture capital* na terenie poszczególnych państw. Na rynku globalnym najbardziej znane stowarzyszenia to amerykańskie *National Venture Capital Association* oraz europejskie *European Venture Capital Association*. Polskim przykładem jest organizacja PSIK (Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych), zrzeszające ponad trzydzieści funduszy działających na terenie Polski. Należy jednak stwierdzić, iż aktywność inwestorów amerykańskich jest znacznie bardziej rozwinięta niż jakichkolwiek innych ośrodków. Wiąże się to po pierwsze z charakterem amerykańskiej gospodarki i cechami przedsiębiorców, którzy lubią podejmować większe ryzyko. Po drugie wynika to także ze słabości uczelni europejskich, nie wspominając o uczelniach z rejonu Azji czy Afryki. Europa oraz Azja ma mniej przedsiębiorców oraz niższą dynamikę rozwoju firm innowacyjnych, brak wyspecjalizowanych laboratoriów i brak chętnych do podejmowania ponad przeciętnego ryzyka, jakim charakteryzuje się finansowanie innowacji. Fundusze europejskie w znacznym stopniu finansują rozwinięte już przedsiębiorstwa lub angażują się w wykupy lewarowane typu *leveraged buy out* (LBO).

Analizując rozmiary branży *venture capital* należy stwierdzić, iż w ujęciu globalnych przepływów finansowych inwestycje dokonywane przez fundusze nie stanowią istotnej części światowych inwestycji. Jednak ich charakter, polegający na poszukiwaniu innowacyjnych projektów i wspieraniu młodych przedsiębiorstw, jest niezastąpiony. Dane przekazywane przez fundusze wskazują, że na rynku 80 % wszystkich inwestycji stanowiły projekty związane z takimi branżami jak: IT, biomedycyna czy biotechnologia.

3. Globalizacja działalności funduszy *venture capital* – ujęcie ilościowe

Międzynarodowa działalność *venture capital* nabiera coraz większego znaczenia. O aktywności przepływu kapitału nadal decydują firmy mające siedzibę w USA, przy czym inne ośrodki europejskie i azjatyckie zaczynają być coraz bardziej aktywne w zakresie inwestowania na globalnym rynku. Historyczne dane wskazują, iż w USA w latach 1970-2008 fundusze zainwestowały 456 mld USD w ponad 27.000 przedsiębiorstw (*Venture Impact*, 2009).

Rozwój sektora *venture capital* w Europie obejmuje znacznie krótszy okres w porównaniu ze Stanami Zjednoczonymi. Sektor ten w Europie zaczął się szybciej rozwijać w latach 80., ale jego rozwój w poszczególnych krajach przebiegał w różnym tempie i następował w różnych latach. Należy podkreślić fakt, że w Europie nie można mówić o jednym rynku *venture capital*, gdyż zróżnicowanie pomiędzy krajami występuje we wszystkich aspektach jego działania, począwszy od struktury prawnej funduszy *venture capital*, a skończywszy na kwestiach opodatkowania zysków kapitałowych. W latach 1990-2008 fundusze *venture capital* zainwestowały w Europie 188 mld Euro. Ponadto charakter inwestycji na starym kontynencie jest zdecydowanie inny niż inwestycji w USA. W Europie dominują inwestycje w przedsiębiorstwa z sektora dóbr konsumpcyjnych (25 % wartości inwestycji) i telekomunikacji (15 % wartości inwestycji). Może się wydawać, że nie są to sektory wysoce innowacyjne, tak jak ma to miejsce w przypadku USA. Analizując strukturę rynku europejskiego, widać wyraźnie, iż Wielka Brytania realizuje od 25-51 % wszystkich inwestycji. Drugim odbiorcą inwestycji jest Francja, która skupia 14-21 % środków, a na trzecim miejscu są Niemcy, do których trafia od 9-18 % inwestycji funduszy rocznie. Widoczna jest więc wyraźna dominacja rynku angielskiego, który skupia większość kapitałów europejskich.

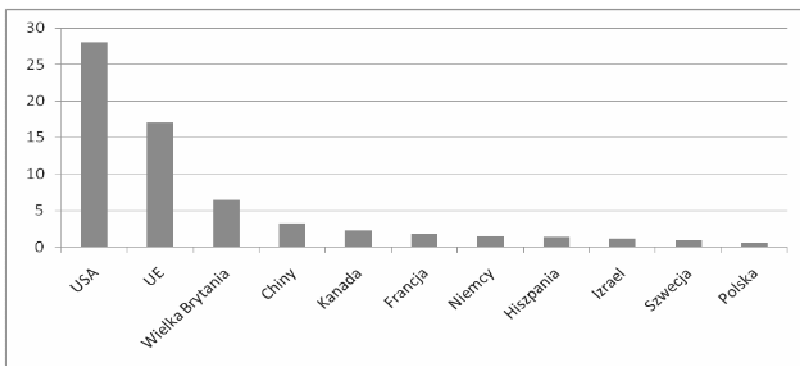
Ważnym czynnikiem charakteryzującym działalność funduszy *venture capital* jest to, iż dotyczą inwestycji w bardzo zaawansowane technologicznie przedsiębiorstwa z takich branż jak: telekomunikacja, medycyna, półprzewodniki, biotechnologia, elektronika oraz czyste technologie. Główne branże, w które inwestowały fun-

dusze w USA w roku 2008 to: usługi medyczne 20 %, oprogramowanie 14,9 %, biotechnologia 14,5 %, telekomunikacja 14 %, sprzęt medyczny 13,5 %. Nieznacznie charakterem inwestycji odbiegają te dokonywane przez fundusze z Europy. W 2008 r. były to następujące branże: produkcja przemysłowa 17 %, dobra konsumpcyjne 13 %, komunikacja 11,5 %, energia i środowisko 10,5 %, nauki medyczne 9,5 % (Rocznik EVCA, 2009).

Globalny kryzys, z jakim mierzy się także branża *venture capital* spowoduje pewne zmiany w podejściu do inwestycji. Zakłada się, że sektor czystych technologii wyjdzie na pozycję wiodącej kategorii inwestycyjnej. Na drugim miejscu pod względem wzrostu potencjału zajmuje sektor aparatury medycznej i dalej nowe media. Dalsze miejsca zajmują przedsiębiorstwa z branży dóbr konsumpcyjnych oraz biofarmaceutyków. Przeprowadzone przez firmę Deloitte badania firm zarządzających funduszami w 2009 r. (Global Venture Capital Survey, 2009) wykazały, iż 52 % funduszy inwestuje swe środki w krajach poza miejscem prowadzonej działalności. Zdaniem zarządzających funduszami w ciągu trzech najbliższych lat poziom inwestycji wzrośnie przede wszystkim w krajach Azji, Ameryce Południowej oraz Europie. Są to nadal niewielkie udziały środki finansowe, ale zauważalny jest systematyczny, choć powolny trend wzrostowy globalizacji *venture capital*.

Globalne inwestycje na świecie są domeną USA, które dostarcza około 80 % kapitału wysokiego ryzyka na świecie, dalsze 15 % pochodzi z europejskich funduszy, 4 % z azjatyckich i 1 % z izraelskich. Dodatkowo należy zaznaczyć, iż 93 % łącznych inwestycji *venture capital* w USA pochodziło właśnie z amerykańskich funduszy. Inwestycje, jakie dokonywane są w poszczególnych regionach świata przedstawia wykres 1. W roku 2008 rynek USA zdecydowanie dominuje pod względem inwestycji z wynikiem 29,8 mld USD (wewnątrz rynku USA dominuje region Doliny Krzemowej, do której trafia 40 % inwestycji rynku), następnie kraje UE z wynikiem 16,23 mld USD i Wielka Brytania 5,2 mld USD oraz Chiny z poziomem 3,28 mld USD. Polska w tym zestawieniu zajmuje dalekie miejsce z wynikiem 966 mln USD (dla krajów z UE estymacja inwestycji przy kursie pary walutowej eur/usd 1,35).

Rys. 1. Inwestycje *venture capital* w wybranych krajach w mld USD w 2008 r.



Źródło: Rocznik NVA 2009 USA, EVCA 2009, PSIK 2009.

Jak wynika z wykresu, USA pozostaje globalnym centrum inwestycji *venture capital*, jako odbiorca kapitału. Analiza danych raportów organizacji zrzeszających fundusze wskazuje, iż fundusze mające siedzibę w Stanach Zjednoczonych są także największym źródłem kapitału wysokiego ryzyka. Fundusze mające siedzibę w USA wyeksportowały w 2005 r. ok. 3 mld USD kapitału wysokiego ryzyka, z czego najwięcej pozyskały spółki europejskie (840 mln USD), a potem azjatyckie (502 mln USD). Spółki amerykańskie z kolei otrzymały 33 % inwestycji europejskich firm *venture capital* oraz 52 % inwestycji azjatyckich firm *venture capital* i 38 % inwestycji izraelskich firm *venture capital* (Szablewski, 2009, s. 178). Globalizacja przepływów kapitałowych i samej branży *venture capital* wpływa pozytywnie na rozwój gospodarek poszczególnych krajów i przedsiębiorstw zasilanych kapitałem. Filozofią *venture capital* jest wspomaganie przedsiębiorstw zasilanych wyspecjalizowaną kadrą menedżerską, co ma ogromny wpływ na ich jakość zarządzania i wyniki finansowe.

4. Wpływ funduszy *venture capital* na gospodarkę Polski

Według szacunków EVCA w 2008 r. inwestycje *private equity/venture capital* w Polsce wyniosły 628 mln euro, tj. o 8 % mniej

niż w rekordowym roku 2007. Należy podkreślić, iż poziom inwestycji w 2008 r. jest drugim, co do wielkości wynikiem w historii. Niestety przeważająca większość inwestycji trafiła do spółek dojrzałych. Wykupy lewarowane stanowiły, podobnie jak w roku ubiegłym, 80 % zainwestowanych środków. Polskie spółki pozyskały ponad jedną czwartą środków zainwestowanych w regionie Europy Środkowo-Wschodniej i stanowiły jedną trzecią ogółu firm sfinansowanych przez fundusze (63 spółki w Polsce - por. tab. 2 - w stosunku do 196 spółek ogółem).

Tab. 2. Podział inwestycji pod względem etapu rozwoju spółki w 2008 r.

Lata Etap rozwoju spółki	2007				2008			
	Kwota Inwestycji w euro x 1000	%	Liczba spółek	%	Kwota Inwestycji w euro x 1000	%	Liczba spółek	%
Zasiew	2,483	0,4 %	4	6,2 %	3,725	0,6 %	10	15,9 %
Start-up	1,815	0,3 %	9	13,8 %	14,900	2,4 %	14	22,2 %
Venture – późniejszy etap	35,911	5,3 %	17	26,2 %	35,687	5,7 %	17	27,0 %
Venture ogółem	40,208	5,9 %	30	46,2 %	54,312	8,6 %	40	63,5 %
Finansowanie wzrostu	95,375	14,0 %	8	12,3 %	72,454	11,5 %	5	7,9 %
Restrukturyzacja	1,257	0,2 %	1	1,5 %	68	0,0 %	1	1,6 %
Refinansowanie	1,118	0,2 %	1	1,5 %	0	0,0 %	0	0,0 %
Wykupy	545,560	79,8 %	27	41,5 %	501,122	79,8 %	17	27,0 %
Razem	683,518	100,0 %	65	100,0 %	627,957	100,0 %	63	100,0 %

Źródło: PSIK 2009.

Średnia wielkość inwestycji w Polsce zmniejszyła się o 0,5 mln euro w stosunku do wartości z roku ubiegłego, osiągając poziom 10 mln euro w 2008 r. Dla porównania, średnia wielkość inwestycji w regionie wynosiła 12,5 mln euro w 2008 r., a w 2007 r. - 14,7 mln euro. Na inwestycje *venture capital* przeznaczono 9 % środ-

ków, czyli finansowanie spółek we wcześniejszych etapach rozwoju, z czego 18,6 mln euro trafiło do bardzo młodych firm (typu „za-siew” i „start”); w roku ubiegłym - 4,3 mln euro, co świadczy o bardzo dobrej prognozie na przyszłość.

Analizując strukturę branżową inwestycji w Polsce, to w 2008 r. największym zainteresowaniem cieszyły się spółki transportowe oraz spółki z branży produkcji i dystrybucji dóbr konsumpcyjnych (por. tab.3).

Tab. 3. Struktura branżowa inwestycji *venture capital/private equity* w Polsce w 2008 r.

<i>Struktura branżowa</i>	2007				2008			
	<i>Kwota inwestycji w euro x 1000</i>	<i>%</i>	<i>Liczba spółek</i>	<i>%</i>	<i>Kwota inwestycji w euro x 1000</i>	<i>%</i>	<i>Liczba spółek</i>	<i>%</i>
Produkcja dla biznesu	138,227	20.2 %	11	16.9 %	81,360	13.0 %	6	9.5 %
Usługi dla biznesu	2,600	0.4 %	1	1.5 %	22,568	3.6 %	3	4.8 %
Chemia i gospodarka materiałowa	875	0.1 %	1	1.5 %	0	0.0 %	0	0.0 %
Telekomunikacja i media	11,835	1.7 %	17	26.2 %	5,931	0.9 %	17	27.0 %
IT	26,263	3.8 %	5	7.7 %	19,045	3.0 %	7	11.1 %
Budownictwo	12,763	1.9 %	3	4.6 %	5,144	0.8 %	1	1.6 %
Dobra konsumpcyjne – produkcja i dystrybucja	74,716	10.9 %	6	9.2 %	142,100	22.6 %	6	9.5 %
Branża konsumpcyjna - inne	6,261	0.9 %	4	6.2 %	1,869	0.3 %	4	6.3 %
Energetyka i surowce	62,040	9.1 %	2	3.1 %	56,139	8.9 %	2	3.2 %
Usługi finansowe	133,462	19.5 %	8	12.3 %	45,957	7.3 %	4	6.3 %
Branża medyczna, farmaceutyczna, biotechnologia	102,757	15.0 %	5	7.7 %	60,463	9.6 %	6	9.5 %
Transport	111,718	16.3 %	2	3.1 %	173,370	27.6 %	3	4.8 %
Inne	0	0.0 %	0	0.0 %	14,011	2.2 %	4	6.3 %
Inwestycje ogółem	683,518	100 %	65	100 %	627,957	100 %	63	100 %

Źródło: PSIK 2009.

Fundusze zrealizowały w tych sektorach inwestycje w wysokości odpowiednio 173 mln euro i 142 mln euro. Jeśli chodzi o liczbę spółek, które otrzymały finansowanie w 2008 r., to podobnie jak w roku ubiegłym, na pierwszym miejscu uplasowały się firmy z branży telekomunikacyjnej i mediów.

Inwestycje funduszy *venture capital* w Polsce rozwijają się bardzo dynamicznie. Od wejścia Polski do UE zanotowano rekordowy napływ funduszy. Jak wynika z ostatnich danych, inwestycje te wynoszą ok. 600 mln euro rocznie, co stanowi znaczący wzrost w porównaniu z latami 2003-2004, kiedy inwestycje wynosiły ok. 130 mln euro (por. tab. 4).

Tab. 4. Aktywność funduszy *private equity* i *venture capital* w Polsce w mln euro

<i>Lata</i>	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Inwestycje	202	150	118	134	130	154	303	684	627

Źródło: PSIK 2009.

Biorąc pod uwagę rodzaj branży, to inwestycje w Polsce są zbliżone do inwestycji europejskich. Jest to oczywiście związane z geograficznym źródłem pochodzenia kapitałów w Polsce. Źródła pochodzenia kapitałów w Polsce prezentuje tabela 5. W 60 % są to kapitały ze źródeł europejskich, w 35 % to źródła pozaeuropejskie (najczęściej amerykańskie fundusze) i jedynie 1-3 % to kapitały krajowe. Na przykładzie takich krajów jak Polska widać siłę oddziaływania globalizacji na możliwości finansowania rozwoju przedsiębiorstw przez wykorzystanie funduszy. Inwestycje typu *venture capital* bez inwestorów zagranicznych byłyby praktycznie nieobecne na rynku krajowym.

Tab. 5. Pochodzenie geograficzne kapitałów *venture capital* w Polsce w mln euro

<i>Rodzaj kapitału</i>	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Kapitały krajowe	42,3	52,2	26,7	9,9	0	5,2	0,4	3,3	35,6
Kapitały europejskie	83,1	30,7	185,4	138,8	118,7	19,2	224,4	7,9	654
Kapitały pozaeuropejskie	196,8	176,5	151	26,9	0	1,2	79	47,7	247,4
Razem	322,3	259,5	363,2	175,7	118,7	25,7	303,8	59	937

Źródło: Opracowanie własne na podstawie roczników EVCA Yearbooks 1998-2007.

Polskie fundusze *venture capital* pozyskują znaczne środki, które następnie są inwestowane w duże projekty. Jest to niepożądane zjawisko, gdyż w związku z tym rośnie luka kapitałowa. W wielu rozwiniętych gospodarkach, w celu zaspokojenia popytu na kapitał młodych innowacyjnych przedsiębiorstw, tworzy się tzw. fundusze załączkowe, które są wspomagane przez rządy poszczególnych krajów. W Polsce taką organizacją jest Krajowy Fundusz Kapitałowy. W ciągu najbliższych pięciu do siedmiu lat zamierza on przekazać na inwestycje 180 mln euro. Takie działanie może przyczynić się do ograniczenia luki kapitałowej w Polsce.

Obecnie w Polsce fundusze posiadają w swoim portfelu kilkadziesiąt spółek z różnych branż. Praktycznie codziennie korzysta się z usług lub produktów firm zasilanych *venture capital*. Do najważniejszych inwestycji w Polsce można zaliczyć inwestycje globalnych funduszy takich jak: *Advent International* 8 mld USD kapitału (Ultimo - windykacja, Bolix - przemysł chemiczny), *Innova Capital* z 60 mln euro kapitału (Euronet oraz Pol Card - usługi finansowe), *Mid Europa Partners* z 1,1 mld USD (Medycyna rodzinna i Lux-MED. - sektor usług medycznych), *Enterprice Investors* z 217 mln euro kapitału (Zelmer, Kruk).

5. Globalne fundusze *venture capital*

Na świecie istnieje ok. 1.200 funduszy *venture capital*. W USA działa aktywnie ok. 250 funduszy, które pozyskują środki na inwe-

stycje. Stowarzyszenie amerykańskich funduszy NVCA ma zarejestrowanych ok. 450 członków. Europejskie stowarzyszenie EVCA zrzesza 690 aktywnych podmiotów *venture capital*. W Polsce obecnie działają 34 fundusze. W Chinach aktywnie działać może około 120-150 funduszy, w Izraelu - 80, a w Japonii - ok. 70. Dane te są dość płynne, gdyż co roku powstaje wiele nowych funduszy, a z kolei inne kończą swój okres inwestycyjny i zostają zamykane przez firmy inwestycyjne. Ostatnie badanie funduszy globalnych z 2009 r. przeprowadzone przez firmę Deloitte opisuje zachowanie 725 funduszy.

Wielkość inwestycji jako procent PKB w poszczególnych regionach jest również zróżnicowana, chociaż wskaźnik ten dobrze odzwierciedla podejmowanie działań na rzecz innowacji. Jak wskazują dane w tabeli 6, bardzo wysoki wskaźnik inwestycji mają takie kraje jak: Dania, Szwecja, Wielka Brytania oraz USA. Inne rynki, choć dynamicznie się rozwijają, mają jeszcze stosunkowo dużo do nadrobienia względem najbardziej zaawansowanych państw w tym zakresie. Są to dane uwzględniające wyłącznie inwestycje w spółki w początkowej fazie rozwoju. Należy stwierdzić również, iż po kryzysie w 2001 r. i 2008 r. nastąpił spadek tych udziałów (np. dla USA wskaźnik ten w 2000 r. znajdował się na poziomie 1 % PKB).

Tab. 6. Wskaźnik poziomu inwestycji *venture capital* względem PKB regionu w 2008 r.

<i>Kraj</i>	<i>Inwestycje</i>
USA	0,2
Dania	0,4
GB	0,3
Szwecja	0,3
Polska	0,007
Japonia	0,05
Chiny	0,07
Australia	0,05
Średnia krajów OECD	0,12

Źródło: opracowanie własne.

11 października 2009 r. została zaprezentowana lista 100 największych funduszy *venture capital*, opracowana przez instytucję *Red Herring - Top 100 Global Venture Capitalists*. Do dziesięciu największych i najaktywniejszych funduszy *venture capital* na świecie zalicza się:

1. Accel Partners
2. Softbank
3. Index Ventures
4. Sequoia Capital
5. Kleiner Perkins Caufield & Byers
6. DCM
7. Insight Venture Partners
8. Draper Fisher Jurveston
9. Sofinnova Partners
10. Matrix Partners

W dalszej części będą opisane trzy przykładowe fundusze, które pozwolą na lepsze zrozumienie zakresu ich działania oraz ich znaczenie dla obecnych rynków finansowych.

Jednym z funduszy jest *fundusz Accel Partners*, utworzony 25 lat temu w Kalifornii. Jest to obecnie największy fundusz *venture capital*, działający w Dolinie Krzemowej, Londynie, Chinach i Indiach. W jego portfelu inwestycyjnym znajdują się takie przedsiębiorstwa jak: Facebook czy Macromedia (www.accel.com, 10.11.2009 r.).

Innym przykładem jest *fundusz Kleiner Perkins Caufield & Byers*, utworzony w 1972 r. w USA. Do tej pory zainwestował w 475 przedsiębiorstw z branży IT i biotechnologii, a do najbardziej spektakularnych inwestycji należą: Amazon.com, Segway, Sun Microsystems, Netscape, Gentech oraz Google. Najbardziej rentowne transakcje funduszu to kupno 25 % udziałów Netscape w 1994 r. oraz ich sprzedaż za pomocą IPO za 4 mld USD. W 1999 r. wraz z funduszem Sequoia Capital zakupiono 20 % akcji Google za 25 mln USD, podczas gdy w październiku 2007 kapitalizacja firmy wyniosła 222 mld USD. Z funduszem tym współpracują jako partnerzy Al Gore (były wiceprezydent USA) oraz Collin Powell (były Sekretarz Stanu USA), (www.kpcb.com, 10.11.2009 r.).

Kolejnym przykładem jest *fundusz Sequoia Capital*, założony w 1972 r. z siedzibą w Dolinie Krzemowej, USA. Działa w USA, Indiach, Chinach i Izraelu. Fundusz sfinansował rozwój takich firm jak: Cisco Systems, Oracle czy Apple. Najbardziej rentowny projekt to wyjście z 30 % pakietu akcji Youtube, zakupionego za 11 mln USD i sprzedaży go spółce Google za kwotę 1,65 mld USD.

6. Zakończenie

Globalizacja rynków finansowych, handlu, produkcji, usług i wiedzy stanowi szansę dla rozwijających się gospodarek. Dzięki temu procesowi, kraje rozwijające się mogą inwestować w innowacyjne projekty, poszukiwać możliwości zasilania kapitałem i osiągać znacznie szybsze tempo wzrostu niż w latach poprzednich. Z kolei w krajach rozwiniętych zarówno producenci, jak i konsumenci korzystają z dostępu do olbrzymiego globalnego rynku pracy, co pozwala na obniżenie kosztów produkcji, zwiększenie wydajności i w efekcie na obniżenie cen wielu towarów i usług. Zarówno konsumenci, jak i producenci są również beneficjentami globalizacji oraz działań funduszy *venture capital*, które oferują szeroką gamę innowacyjnych produktów i usług poprawiających standard życia ludzi oraz wpływają na szybsze tempo wzrostu PKB na świecie. Jak wynika z ostatnich danych, globalizacja inwestycji *venture capital* rozwija się w sposób systematyczny. Jest to związane z rozwojem rynków kapitałowych i inwestycji korporacji. Właśnie na tych rynkach inwestorzy *venture capital* znajdują możliwości zakończenia swoich inwestycji.

Dodatkowo, w wyniku inwestycji na świecie, fundusze *venture capital* mogą zdywersyfikować ryzyko oraz powielać projekty, które osiągnęły sukces na innych rynkach. Poziom rozwoju rynków wschodzących zaczyna być na tyle poważny i zaawansowany, iż skłania zarządzających funduszami do konkurowania o najlepsze projekty.

Na rozwijających się rynkach występuje jeszcze wiele barier i ograniczeń dla pełnej działalności *venture capital* (brak ochrony patentowej i odpowiednich regulacji prawnych, doświadczonej menedżerów, trudności dezinwestycji), ale wraz z postępem i glo-

balizacją powinny one tracić znaczenie. Kryzys jednak może zmieścić oblicze działalności funduszy. Wiąże się to także z ograniczeniem ilości inwestycji i koncentracją na większej pracy z przedsiębiorstwami podczas ich rozwoju, dłuższym terminem realizacji inwestycji, co w konsekwencji może prowadzić do osiągnięcia mniej spektakularnych stóp zwrotu.

Ponadto fundusze *venture capital* mogą stać się alternatywą inwestycyjną dla funduszy emerytalnych, których wyceny portfeli na rynku kapitałowym mocno spadły. Inwestycje *venture capital* to kapitał średnio i długoterminowy, co może się przyczynić do głębszego zainteresowania ze strony funduszy emerytalnych. Innowacje mimo wszystko są poszukiwane, gdyż to one wspomagają efektywność działania przedsiębiorstw i obniżają koszty ich funkcjonowania. W przypadku kryzysu i wzrostu kosztów finansowania oraz braku dostępnych funduszy, państwa narodowe powinny wspomagać rozwój przedsiębiorstw za pomocą funduszy załączkowych. Należy stwierdzić, iż w przypadku dalszej globalizacji rynków finansowych, coraz większego znaczenia nabiorą środki z państwowych funduszy inwestycyjnych oraz z krajów arabskich, Chin czy Indii, których główny kierunek inwestycji skoncentrowany jest na USA. To pozwala wysunąć wniosek, iż Stany Zjednoczone będą dalej dominowały w inwestycjach typu *venture capital* jako globalny partner wszystkich regionów świata.

Literatura

- Central and Eastern Europe Statistics*, EVCA, lipiec 2009.
- DRI-WEFA Study Identifies Venture Capital as a Key Factor Powering U.S. Economic Growth*, National Venture capital Association, Waszyngton 26 czerwca 2003.
- European Venture Capital Association, *EVCA Yearbooks 2000-2009*.
- Internet: www.accel.com
- Internet: www.kpcb.com
- Internet: www.redherring.com
- National Venture Capital Association, *Yearbook*, NVCA 2009.
- Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych, *Rocznik PSIK 2009*.
- Raport Deloitte, *Global Trends in venture capital*, NVCA 2007-2009 Surveys.
- Raport, *IPO Watch Europe Report Q3 2008*, PWC 2008.
- Regan D, Tunny G., *Venture Capital in Australia*, 2008.
- Silicon Valley Index, Silicon Valley 2008.
- Szablewski A., *Migracja kapitału w globalnej gospodarce*, Diffin 2009.
- Towards the global economy, Venture impact*, Global Insight 2004.
- US Venture Capital Index*, NVCA marzec 2009.
- Venture Impact*, 5th edition, NVCA, lipiec 2009.

**ANALIZA WPŁYWU
MIĘDZYNARODOWYCH TRANSAKCJI
NA SHAREHOLDER VALUE**

**ZUR WIRKUNG GRENZÜBERSCHREITENDER
AKQUISITIONEN AUF DEN SHAREHOLDER VALUE
DES AKQUIRIERENDEN UNTERNEHMENS**

Stefan ECKERT* , Katarzyna ŁYSZCZARZ ,**

Maria URBANIEC***

Abstract

In diesem Beitrag wird der Stand der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung zur Wirkung grenzüberschreitender Akquisitionen auf den Shareholder Value des akquirierenden Unternehmens analysiert. Hinsichtlich der durchschnittlichen Wirkung auf den Shareholder Value des Akquisiteurs kommen die Untersuchungen zu recht unterschiedlichen Ergebnissen. Auch in Bezug auf die Auswirkungen unterschiedlicher Einflussfaktoren auf den Zusammenhang zwischen der Vornahme von Auslandsakquisitionen und der Veränderung des Shareholder Value des Akquisiteurs liegen oftmals uneindeutige, nicht selten sogar widersprüchliche Ergebnisse vor. Nichtsdestotrotz lassen sich aus den bisherigen empirischen Ergebnissen zumindest in Bezug auf einige Einflussfaktoren tendenzielle Aussagen ableiten, die sich allerdings im Zuge weiterer empirischer Forschung noch bewähren müssen.

* prof. dr hab. Stefan ECKERT, Internationales Hochschulinstitut Zittau, Lehrstuhl für Internationales Management (Niemcy).

** mgr Katarzyna ŁYSZCZARZ, Towarzystwo Doradztwa Inwestycyjnego sp. z o.o. w Warszawie.

*** dr, dr h.c. Maria URBANIEC, Akademia Polonijna w Częstochowie, Wydział Interdyscyplinary, Instytut Ekonomii i Administracji.

1. Wstęp

Niniejsze opracowanie podejmuje tematykę wpływu międzynarodowych przejęć na wartość spółki z punktu widzenia akcjonariuszy przedsiębiorstwa przejmującego. Termin „przejęcie” jest stosowany w literaturze przedmiotu w sposób niejednoznaczny i wymienny z pojęciami takimi jak: fuzja czy „*Mergers & Acquisitions*” (M&A). Nie zagłębiając się w szczegółowe różnice pomiędzy poszczególnymi formami nabycia udziałów w przedsiębiorstwie lub połączenia przedsiębiorstw, w ramach niniejszego opracowania określenie „przejęcie” jest stosowane w odniesieniu do wszystkich transakcji, w wyniku których jedno przedsiębiorstwo (firma przejmująca) staje się właścicielem znacznej części akcji (udziałów) innego przedsiębiorstwa (firmy przejmowanej).

Na przestrzeni ostatnich 20. lat międzynarodowe transakcje fuzji i przejęć stały się jedną z najważniejszych form udziału w rynkach zagranicznych. Ich znaczenie dla międzynarodowych inwestycji bezpośrednich jest niezaprzeczalne, nawet w obliczu spadku wartości i ilości tych transakcji w stosunku do rekordowego roku 2000, kiedy to według danych UNCTAD (United Nations Conference on Trade and Development) zrealizowano 7.800 transakcji o łącznej wartości przekraczającej miliard USD (mowa o transakcjach zaklasyfikowanych przez UNCTAD do kategorii *Mergers & Acquisitions*). W roku 2005 udział M&A w światowej wielkości inwestycji bezpośrednich wyniósł ponad 78 % (UNCTAD, 2006, s. XVII, 14).

Udział polskich przedsiębiorstw w tych procesach jest jak dotąd niewielki. W roku 2004 polskie firmy dokonały przejęć transgranicznych na sumę 216 mln USD, natomiast wartość polskich przedsiębiorstw, które w tym samym okresie zostały przejęte przez zagranicznych inwestorów wyniosła 1,2 mld USD. W obliczu trwających procesów transformacji polskiej gospodarki i kontynuacji prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych należy się spodziewać, że zarówno liczba, jak i wartość transakcji transgranicznych, w których stroną są polskie przedsiębiorstwa, jeszcze wzrośnie. Koniecznym jest tu, aby akcjonariusze i menedżerowie, jak również politycy w Polsce zainteresowali się dotychczasowymi wynikami

badan dotyczących wpływu transgranicznych przejęć na rynkową wartość kapitału własnego, określaną jako *Shareholder Value*. Niższe opracowanie jest próbą przybliżenia wyników badań dotyczących kwestii wpływu międzynarodowych przejęć na *Shareholder Value*. W szczególności zwrócono uwagę na kwestie, czy wyniki dotychczasowych badań potwierdzają celowość międzynarodowych fuzji i przejęć z punktu widzenia akcjonariuszy podmiotu przejmującego i jakie czynniki determinują sukces tego typu transakcji.

2. Metodologia badawcza

W badaniu wykorzystano wyniki dotychczas przeprowadzonych analiz opublikowanych w takich czasopismach jak: *Journal of Banking and Finance*, *Journal of Finance*, *Journal of Financial Economics*, *Journal of International Business Studies* oraz *Management International Review*, wydane w okresie od stycznia 1985 do lipca 2007, które dotyczyły badań empirycznych w zakresie wpływu międzynarodowych przejęć na *Shareholder Value* przedsiębiorstwa przejmującego. Ponadto uwzględniono także wyniki badań, opublikowane w innych czasopismach, w których:

- badanie opisuje wpływ transgranicznych przejęć na *Shareholder Value* przedsiębiorstwa przejmującego,
- badana próba obejmuje wyłącznie transakcje międzynarodowe,
- badanie dotyczyło określenia specyfiki międzynarodowych przejęć.

W sumie zidentyfikowano w ten sposób 27 publikacji, które różnią się pod względem stosowanej metodologii. Wielkość analizowanej próby waha się pomiędzy 52 a 612 transakcjami, zidentyfikowanymi na przestrzeni od 2 do 22 lat. ERRUNZA, DOS SANTOS, MILLER (2003) i DOUKAS, KAN (2006) jako jedyni stosują metodologię badań statystyczno-porównawczych. Wszystkie pozostałe badania bazują na metodologii analizy zdarzenia (*event study*), gdzie dla porównania wyników istotny jest zarówno okres historyczny, na podstawie którego szacowane są parametry służące do wyliczenia oczekiwanej stopy zwrotu, jak również

okres, w którym występuje zdarzenie, dla którego szacowana jest skumulowana stopa zwrotu (*cumulative abnormal return - CAR*). W przypadku większości analizowanych badań okres historyczny wynosi około 200 dni i kończy się mniej więcej na miesiąc przed wystąpieniem badanego zdarzenia. Natomiast wybrane do analizy okresy zdarzenia mieszczą się w przedziale od jednego do aż 121 dni, przy czym w większości przypadków oszacowano skumulowaną stopę zwrotu dla dwudniowego okresu zdarzenia (-1;0), gdzie -1 to dzień przed oficjalną informacją o planowanym przejęciu, a 0 to dzień ogłoszenia o przejęciu. W dalszej części niniejszego opracowania będą analizowane wyniki badań dla okresu zdarzenia (-1;0) lub w przypadku ich braku dla okresu zdarzenia możliwie najbliższego. Wybór ten wynika z faktu, że tak wąsko zdefiniowany okres zdarzenia pozwala domniemywać istnienie (hipotetycznego) związku przyczynowo-skutkowego między badanym zdarzeniem a zmianą kursu akcji, ponieważ minimalizuje się niebezpieczeństwo zmian kursu akcji pod wpływem innych zdarzeń, istotnych z punktu widzenia wyceny akcji.

3. Rezultaty badań empirycznych dotyczących wpływu międzynarodowych przejęć na *Shareholder Value*

3.1. Zmiana wartości rynkowej kapitału własnego w wyniku międzynarodowych przejęć

W odniesieniu do uśrednionego wpływu międzynarodowych przejęć na wartość rynkową kapitału własnego trudno wyciągnąć - na podstawie wyników dotychczasowych badań - jednoznaczne wnioski. W ośmiu przypadkach rezultaty badań wskazują na pozytywną i statystycznie istotną reakcję rynku kapitałowego, która pozwala akcjonariuszom przedsiębiorstwa przejmującego na zrealizowanie w ciągu dwudniowego okresu zdarzenia skumulowanej stopy zwrotu sięgającej nawet 2,38 %. Cztery spośród przedstawionych w tabeli 1 badań pokazują, że międzynarodowe przejęcia wywierają statystycznie istotny negatywny wpływ na *Shareholder Value* przedsiębiorstwa przejmującego (Agrawal, Jaffe, Mandelker, 1992; Moeller, Schlingemann, Stulz, 2005). Skumulowana rzeczy-

wista stopa zwrotu dla okresu zdarzenia (-1,0) jest według DATTA, PUIA (1995) średnio o 0,42 % niższa niż oczekiwana stopa zwrotu (Dos Santos, Errunza, Miller, 2003, s. 348), a rezultaty BADAŃ KUIPERS, MILLER, PATEL (2003) wskazują na przeciętny spadek aż o 0,92 %. EUN, KOŁODNY, SCHERAGA (1996), którzy badali okres zdarzenia (-5;+5), uzyskali średni spadek wartości rynkowej kapitału własnego na poziomie - 1,2 % (Eun, Kolodny, Scheraga, 1996, s. 1570). AMIHUD, DELONG, SAUNDERS (2002) poddali analizie międzynarodowe transakcje przejęć w sektorze bankowym, uzyskując dla dwunastodniowego okresu zdarzenia (-10,+1) statystycznie istotną ujemną skumulowaną stopę zwrotu na poziomie bliskim -1 %. Autorzy kolejnych dwunastu badań dowodzą, że międzynarodowe przejęcia nie mają zasadniczo wpływu na wartość kapitału własnego przedsiębiorstw przejmujących, gdyż nie stwierdzono żadnych statystycznie istotnych różnic pomiędzy rzeczywistymi i oczekiwanymi stopami zwrotu (lub też nie stwierdzono statystycznie istotnej różnicy w wartości kapitału własnego $\Delta EV_{(-1,1)}$).

Tab. 1. Wpływ międzynarodowych przejęć na wartość rynkową kapitału własnego przedsiębiorstwa przejmującego

<i>Autor / rok</i>	<i>Kraj pochodzenia przeds. przejmującego</i>	<i>Próba*</i>	<i>Branża</i>	<i>Okres zdarzenia**</i>	<i>Wynik</i>
Pozytywny wpływ					
Morck / Yeung (1992)	USA	322 TR (1978-88)	różne	dzień wystąpienia zdarzenia	AR(0)=0,29 %
Kang (1993)	Japonia	119 PP (1975-88)	różne	(-1,0)D	CAR(-1,0)=0,59 %
Markides / Iltner (1994)	USA	276 TR (1975-88)	różne	(-1,0)D	CAR(-1,0)=0,32 %

<i>Autor / rok</i>	<i>Kraj pochodzenia przeds. przejmującego</i>	<i>Próba*</i>	<i>Branża</i>	<i>Okres zdarzenia**</i>	<i>Wynik</i>
Cakici / Hessel / Tandon (1996)	różne, USA	195 TR (1983-92)	różne	(0,+1)D	przedsiębiorstwa zagraniczne przejmujące cele z USA: CAR(0,1)=0,63 % ale: dla przedsiębiorstw z USA przejmujących cele z zagranicy nie stwierdzono istotnego statystycznie wpływu
Markides / Oyon (1998)	USA	236 TR (1975-88)	różne	(-1,0)D	CAR(-1,0)=0,38 %
Corhay / Rad (2000)	Holandia	111 TR (1990-96)	różne, poza usługami finansowymi	(-5,0)D	CAR(-5,0)=1,05 % (dla przejęć w Europie)
Goergen / Renneboog (2004)	kraje europejskie	69 informacji o zamiarze przejęcia (1993-2000)	różne	(-1,0)D	CAR (-1,0)=2,38 %
Gleason / McNulty / Pennathur (2005)	różne (notowane na NYSE, NASDAQ lub Amex)	97 TR (1980 – 2002)	różne	(-1,0)D	CAR(-1,0)=0,48 %
Negatywny wpływ					
Datta / Puia (1995)	USA	112 TR (1978-90)	różne	(-1,0)D	CAR(-1,0)=-0,42 %
Eun / Kolodny / Scheraga (1996) ¹	różne	225 TR (1979-90)	różne	(-5,+5)D	CAR(-5,+5)=-1,2 %

¹ W badaniu EUN, KOLODNY, SCHERAGA (1996) okres zdarzenia zaczyna się 5 dni przed pierwszą informacją dotyczącą pojawienia się oferty przejęcia, a kończy się pięć dni po ogłoszeniu ostatniej (zwycięskiej) oferty przejęcia (Eun, Kolodny, Scheraga, s. 1569-1570).

<i>Autor / rok</i>	<i>Kraj pochodzenia przeds. przejmującego</i>	<i>Próba*</i>	<i>Branża</i>	<i>Okres zdarzenia**</i>	<i>Wynik</i>
Amihud / DeLong / Saunders (2002)	różne	214 TR (1985 – 98)	banki (przynajmniej jeden z uczestników transakcji)	(-10,+1)D	CAR (-10,+1) = -0,98 %
Kuipers / Miller / Patel (2003)	różne	181 TR (1982-91)	różne, poza usługami finansowymi, branżami regulowanymi i przedsiębiorstwami przejmującymi, których właścicielem jest państwo	(-1,0)D	CAR (-1,0) = -0,92 %
Wynik niejednoznaczny					
Fatemi / Furtado (1987)	USA	117 PP (1974-79)	różne	(-1,0)D	brak statystycznie istotnego wpływu
Doukas / Travlos (1988)	USA	301 TR (1975-83)	różne	(-10,10)D	brak statystycznie istotnego wpływu
Conn / Connell (1990)	USA, UK	73 TR (1971-80)	różne	miesiąc, w którym wystąpiło zdarzenie	brak jednoznacznego wyniku
Biswas / Fraser / Mahajan (1997)	różne	171 TR (1977-87)	usługi finansowe	(-1,0)D	brak statystycznie istotnego wpływu
Kiyamaz / Murkherjee (2000)	USA	112 PP (1982-91)	różne, poza usługami finansowymi	(-1,0)D	brak statystycznie istotnego wpływu
Seth / Song / Pettit (2002)	różne	100 TR (1981-90)	różne	(-10,+10)D	brak informacji o statystycznej istotności
Dos Santos / Errunza / Miller (2003)	USA	136 TR (1990-99)	różne	(-1,+1)R	brak statystycznie istotnego wpływu

Autor / rok	Kraj pochodzenia przeds. przejmującego	Próba*	Branża	Okres zdarzenia**	Wynik
Beitel / Schiereck / Wahrenburg (2004)	kraje europejskie	98 TR (1985-2000)	przedsiębiorstwa przejmujące – banki; przedsiębiorstwa przejmowane – usługi finansowe	(-1,0)D	brak statystycznie istotnego wpływu
Kiyamaz (2004)	USA	207 TR (1989-99)	usługi finansowe	(-1,0)D	brak statystycznie istotnego wpływu
Campa / Hernando (2004)	kraje Unii Europejskiej	80 TR (1998-2000)	różne	(-1,+1)D	brak statystycznie istotnego wpływu
Moeller / Schlingemann	USA	383 TR (1985-95)	różne	(-1,+1)D	CAR dla całej próby transakcji międzynarodowych nie jest statystycznie istotny; pozytywny i statystycznie istotny efekt został stwierdzony dla międzynarodowych przejęć w latach 1985-1990
Elango (2006)	USA	52 TR (1997-2003)	ubezpieczenia	(-1,0)TD	brak statystycznie istotnego wpływu

* PP = Przedsiębiorstwo (-a) przejmujące; TR = Transakcja (-e), AR = *abnormal returns*; CAR = *cumulative abnormal returns*;

** D = dzień; M = miesiąc; R = rok.

W powyższej tabeli przedstawione zostały wyniki dla okresu zdarzenia możliwie najbliższego okresu (-1,0).

3.2. Wyniki badań empirycznych dotyczących przejęć krajowych i międzynarodowych

Sześć spośród ww. badań dotyczyło porównania międzynarodowych transakcji przejęć z grupą kontrolną przejęć krajowych w zakresie ich wpływu na wartość dla akcjonariuszy (por. tabela 2). Wyniki tych porównań są niestety sprzeczne. KANG dochodzi do wniosku, że przejęcia japońskich przedsiębiorstw w USA są zdecydowanie lepiej oceniane przez rynek niż krajowe przejęcia w USA. BISWAS, FRASER, MAHAJAN (1997) stwierdzają statystycznie

istotny negatywny wpływ przejęć na wartość kapitału własnego w przypadku transakcji krajowych, natomiast w przypadku transakcji międzynarodowych nie obserwują żadnej istotnej reakcji.

Tab. 2. Porównanie przejęć krajowych i międzynarodowych

<i>Autor / rok</i>	<i>Kraj</i>	<i>Wyniki</i>
Kang (1993)	Japonia, USA	CAR (-1,0) międzynarodowe - CAR (-1,0) krajowe = 0,88 %, istotny
Biswas / Fraser / Mahajan (1997)	różne	międzynarodowe: CAR (-1,0) = 0,1261 %, nieistotny; krajowe: CAR (-1,0) = -0,3991 %, istotny
Beitel / Schiereck / Wahrenburg (2004)	kraje europejskie	CAR (-1,+1) krajowe = 0,62, istotny CAR (-1,+1) międzynarodowe = -0,85, istotny CAR (-1,+1) międzynarodowe - CAR (-1,+1) krajowe = -1,47, istotny
Campa / Hernando (2004)	UE	CAR (-1,0) międzynarodowe - CAR (-1,0) krajowe = -0,56 %, nieistotny w przypadku podlegających państwowej regulacji sektorów finansowych: CAR (-1,+1) krajowe - CAR (-1,+1) międzynarodowe = 2,52 %, istotny dla przejęć w Wielkiej Brytanii w sektorach nieregulowanych: CAR (-1,+1) krajowe - CAR (-1,+1) międzynarodowe = 2,49 %, istotny
Goergen / Renneboog (2004)	kraje europejskie	międzynarodowe: CAR (-1,0) = 2,38, istotny; krajowe: CAR (-1,0) = -0,45, nieistotny
Moeller / Schlingemann (2005)	USA	cała próba: CAR (-1,+1) międzynarodowe - CAR (-1,+1) krajowe = -0,866, istotny <i>matched sample:</i> CAR (-1,+1) międzynarodowe - CAR (-1,+1) krajowe = -1,214, istotny

Wyniki badań GOERGEN, RENNEBOOG (2004) wskazują na negatywny, aczkolwiek nieistotny statystycznie wpływ przejęć na kurs akcji w przypadku transakcji krajowych przy pozytywnej re-

akcji wywołanej informacją o przejęciu transgranicznym. Stwierdzoną różnicę w ocenie transakcji krajowych i międzynarodowych udało się im także potwierdzić przy pomocy zmiennej zerojedynkowej wprowadzonej do modelu. CAMPA, HERNANDO (2004) nie stwierdzają dla badanego okresu zdarzenia (-1;+1) żadnych istotnych różnic pomiędzy krajowymi i międzynarodowymi przejęciami. Natomiast wnioski z badania MOELLER, SCHLINGEMANN (2005) są jednoznacznie niekorzystne dla transakcji międzynarodowych. Autorzy stwierdzają (podobnie jak Beitel, Schiereck, Wahrenburg, (2004), że transakcje międzynarodowe są mniej korzystne z punktu widzenia uzyskanej skumulowanej stopy zwrotu i potwierdzają swoje przypuszczenia za pomocą modelu regresji ze zmienną zerojedynkową, różnicującą pomiędzy przejęciami krajowymi i zagranicznymi.

3.3. Czynniki determinujące wpływ międzynarodowych przejęć na wartość kapitału własnego

Uwzględnione w ramach niniejszej analizy badania empiryczne podejmują próbę określenia wpływu wielu czynników na tworzenie skumulowanej wartości w międzynarodowych transakcjach przejęć. Czynniki te można podzielić na różne kategorie. W dalszej części zostaną przedstawione wyniki badań, dotyczące takich czynników jak:

- 1) cechy strukturalne podmiotu przejmującego,
- 2) cechy strukturalne podmiotu przejmowanego,
- 3) porównanie określonych cech przedsiębiorstwa przejmującego i przejmowanego.

Czynniki te mają wpływ na zmianę *Shareholder Value* przedsiębiorstwa przejmującego w wyniku międzynarodowej transakcji przejęcia.

3.3.1. Cechy strukturalne przedsiębiorstwa przejmującego

Kilka spośród omawianych badań zajmuje się m.in. kwestią, czy przejęcia będące pierwszą inwestycją zagraniczną przedsiębior-

stwa przejmującego różnią się pod względem ich oceny przez rynek kapitałowy od przejęć dokonywanych przez przedsiębiorstwa posiadające doświadczenie w zakresie bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Zgodnie z teorią wiedzy o rynkach zagranicznych (np. tzw. model uppsalski), przedsiębiorstwa aktywne na rynkach zagranicznych posiadają wiedzę i doświadczenie, które ułatwiają przebieg integracji zagranicznej firmy przejmowanej i pozytywnie wpływają na efekty ekonomiczne zaangażowania na innym rynku zagranicznym (Johanson, Vahlne, 1990, s. 11-24). Z drugiej strony istotne w tym wypadku wydają się być również teorie portfelowe, które argumentują, że wejście na pierwszy zagraniczny rynek jest szczególnie istotny z punktu widzenia redukcji ryzyka działalności gospodarczej, co korzystnie wpływa na tworzenie wartości dla akcjonariuszy przedsiębiorstwa (Errunza, Senbet, 1984, s. 727-743). Ponadto w literaturze znane są również modele sieciowe i teorie opcji realnych, zgodnie z którymi rozszerzenie sieci międzynarodowej we wczesnych stadiach internacjonalizacji przyczynia się do poszerzenia dostępnych opcji działania i w ten sposób pozytywnie wpływa na wartość przedsiębiorstwa (Kogut, 1985, s. 15-28), podczas gdy w przypadku przedsiębiorstw, których internacjonalizacja osiągnęła już pewien stopień dojrzałości, wspomniane powyżej korzyści mogą zostać zneutralizowane przez dodatkowe koszty koordynacji międzynarodowej (Geringer, Beamish, daCosta, 1989, s. 117).

Wyniki empiryczne, dotyczące różnic w ocenie przejęć będących pierwszym krokiem internacjonalizacji przedsiębiorstwa przejmującego i tych przedsiębiorstw, które nie zaliczają się do tej grupy, są w porównaniu do większości innych badań zadziwiająco spójne (por. tab. 3). Wyniki pięciu badań wskazują na to, że przejęcia przedsiębiorstw, które po raz pierwszy angażują się na rynkach zagranicznych, są gorzej oceniane przez rynki kapitałowe niż międzynarodowe przejęcia firm, które już posiadają bezpośrednie inwestycje zagraniczne. W żadnym z omawianych badań nie uzyskano wyników, które wskazywałyby na istnienie odmiennej zależności. DOUKAS, KAN (2006) stwierdzają, że międzynarodowe przejęcia dokonywane przez firmy, które przed transakcją nie były zdywersyfikowane ani pod względem geograficznym, ani produk-

towym, mają zdecydowanie negatywny wpływ na wartość rynkową kapitału własnego tychże przedsiębiorstw (Doukas, Kan, 2006, s. 362). Tą samą zależność zaobserwowali w 2003 r. DOS SANTOS, ERRUNZA, MILLER, przy czym wyniki ich badań (prawdopodobnie w związku z niewielką liczebnością próby) w większości nie były statystycznie istotne (Dos Santos, Errunza, Miller, 2003, s. 15). W badaniach MARKIDES, ITTNER (1994) oraz MARKIDES, OYON (1996) wykazano pozytywną zależność między internacjonalizacją przedsiębiorstwa przejmującego i tworzeniem wartości dodanej dla jego akcjonariuszy: transakcje przedsiębiorstw przejmujących, które posiadają bezpośrednio inwestycje zagraniczne są lepiej oceniane przez rynki kapitałowe niż transakcje, będące pierwszym krokiem w internacjonalizacji. DOUKAS, TRAVLOS (1988) stwierdzają, że przejęcia międzynarodowe tworzą wtedy wartość, gdy są związane z wejściem na nowy rynek i gdy przedsiębiorstwo przejmujące posiada już filie zagraniczne przed transakcją. Jedynie w badaniu przeprowadzonym przez FATEMI, FURTADO (1988) nie uzyskano żadnych statystycznie istotnych wyników, co może mieć związek z niewielką liczebnością próby uwzględnionej w badaniu.

Ponadto badano także zależność pomiędzy stopniem internacjonalizacji przedsiębiorstwa przejmującego (wyrażonym jako udział obrotów zagranicznych w obrotach ogółem) i wpływem międzynarodowych przejęć na wartość kapitału własnego. W dwóch spośród omawianych badań wyniki wskazują na negatywny wpływ stopnia internacjonalizacji na zmianę *Shareholder Value*, spowodowaną pojawieniem się informacji o międzynarodowym przejęciu. CORHAY, RAD (2003) twierdzą na podstawie swoich badań, że skumulowane stopy zwrotu związane z zagranicznymi przejęciami są mniejsze, jeśli przedsiębiorstwo przejmujące jest silnie umiędzynarodowione (udział obrotów zagranicznych powyżej 40 %) (Corhay, Rad, 2000, s. 169-172), co wskazuje na to, że korzyści z rozszerzenia międzynarodowej sieci po przekroczeniu pewnego stopnia umiędzynarodowienia zostają zniwelowane przez rosnące koszty kontroli i koordynacji rozproszonych działań. Zależność tą potwierdzają także DOUKAS, KAN (2006), aczkolwiek tylko w przypadku przedsiębiorstw, których stopień zadłużenia

przekracza 5 %. CAKICI, HESSEL, TANDON (1996) nie stwierdzają statystycznie istotnej zależności pomiędzy CAR (*cumulative abnormal return*), a udziałem obrotów zagranicznych w przychodach firmy. Należy jednak nadmienić, że po rozróżnieniu CAR dla słabo (udział obrotów zagranicznych poniżej 50 %) i silnie (udział obrotów zagranicznych powyżej 50 %) umiędzynarodowionych przedsiębiorstw przejmujących, okazało się, że tylko w drugiej z wymienionych grup osiągnięto pozytywne i statystycznie istotne skumulowane stopy zwrotu, co można interpretować jako sygnał o tym, że przejęcia realizowane przez przedsiębiorstwa o dużym stopniu umiędzynarodowienia są ogólnie oceniane lepiej.

W niektórych badaniach rozważana jest także kwestia, czy przejęcia międzynarodowe w krajach, w których przedsiębiorstwo przejmujące już posiada inwestycje bezpośrednie są oceniane przez rynki kapitałowe inaczej niż przejęcia związane z wejściem na nowy rynek. Z jednej strony pojawia się argumentacja, że w przypadku przejęć w krajach, w których przejmujący posiada już filie, istnieje możliwość wykorzystania zdobytych doświadczeń i wiedzy na temat specyfiki danego rynku. Z drugiej jednak strony zgodnie z teoriami sieci i opcji realnych to właśnie przejęcia na nowych rynkach powodują poszerzenie możliwości międzynarodowych przedsiębiorstw i w ten sposób generują dodatkową wartość dla akcjonariuszy. Wyniki trzech badań pokazują wyraźnie, że doświadczenie w kraju przedsiębiorstwa przejmowanego generalnie nie ma pozytywnego wpływu na powodzenie transakcji. Wynioski z badań przeprowadzonych przez KIYMAZ, MUKHERJEE (2000), DOUKAS (1995) i DOUKAS, TRAVLOS (1988) potwierdzają przypuszczenie, że przejmujący, którzy wchodzą na nowy rynek, zyskują na transakcji przejęcia więcej niż przedsiębiorstwa, które już przed transakcją były obecne w kraju pochodzenia podmiotu przejmowanego (Kiymaz, Mukherjee, 2000, s. 53). Wyniki te potwierdzają także badania FATEMI, FURTADO (1988) (Fatemi, Furtado, 1988, s. 371-372). W trzech pozostałych badaniach, które także zajmowały się powyższą kwestią nie stwierdzono statystycznie istotnej zależności pomiędzy tymi czynnikami.

Ponadto w kilku badaniach podjęto analizę wpływu wysokości wydatków na badania i rozwój i/lub marketing na powodzenie mię-

dzynarodowych przejęć. Przypuszczenie istnienia takiej zależności wynika z teorii przewag monopolistycznych przypisywanej HYMEROWI (Hymer, 1976, s. 11, 78). Teoria ta zakłada, że przedsiębiorstwa, które dysponują specyficznymi zasobami („przewagami monopolistycznymi”) dzięki ich internalizacji (wykorzystaniu w ramach własnych struktur) potrafią wygenerować dla swoich udziałowców dodatkową wartość, ponieważ dysponowanie tymi zasobami pozwala im skutecznie konkurować z przedsiębiorstwami na danym rynku lokalnym, pomimo problemów związanych ze słabszym rozpoznaniem tego rynku (Morck, Yeung, 1992, s. 42). Do operacjonalizacji tych specyficznych zasobów stosuje się zazwyczaj wysokość wydatków na badania i rozwój oraz poziom kosztów marketingu. Wyniki badań empirycznych wykorzystujących tego typu wskaźniki generalnie potwierdzają istnienie opisanej powyżej zależności (Morck, Yeung, 1992, s. 49-50). W badaniach MORCK, YEUNG (1992) i MARKIDES, OYON (1998) stwierdzono pozytywny i statystycznie istotny związek między wysokością ponoszonych wydatków na badania i rozwój, a oceną transakcji przejęcia przez rynek kapitałowy. Jednakże w dwóch innych publikacjach nie stwierdzono istotnych statystycznie zależności. W odniesieniu do wydatków na reklamę i marketing traktowanych jako miernik zasobów niematerialnych, MORCK, YEUNG (1992) stwierdzają istnienie pozytywnej i istotnej statystycznie zależności w przypadku dużych firm, natomiast MARKIDES, OYON (1998) nie potwierdzają tego wyniku.

Dotychczas stosunkowo rzadko zajmowano się kwestią przynależności branżowej oraz stopniem dywersyfikacji produktowej przedsiębiorstwa przejmującego. Nieliczne badania empiryczne w tym zakresie wymagają więc potwierdzenia w dalszych pracach badawczych.

Posiadanie przez kierownictwo podmiotu przejmującego udziałów w tym przedsiębiorstwie jest różnie interpretowane. Z jednej strony pojawia się argumentacja, że występowanie tak zwanego „*insider ownership*” wskazuje na to, że dane przedsiębiorstwo prawdopodobnie jest dobrze zarządzane, gdyż taka struktura gwarantuje zgodność interesów kadry zarządzającej i właścicieli udziałów. W związku z tym przejęcia transgraniczne realizowane przez

takie przedsiębiorstwa powinny w mniejszym stopniu wynikać z dążenia kierownictwa firmy do „budowania imperium“, a bardziej być efektem procesu decyzyjnego realizowanego w oparciu o kryteria zapewniające zabezpieczenie interesów akcjonariuszy. Tak sformułowany pozytywny wpływ posiadania przez kadre zarządzającą udziałów w przedsiębiorstwie przejmującym na skumulowane stopy zwrotu realizowane przez akcjonariuszy w związku z przejęciem został potwierdzony w ramach badań przeprowadzonych przez MORCK, YEUNG (1992), aczkolwiek tylko w przypadku, gdy łączne udziały znajdujące się w rękach menedżerów nie przekraczały 20 % kapitału własnego. Inny sposób interpretacji „*insider ownership*“ zaproponowali DOUKAS, KAN (2006), którzy doszli do wniosku, że posiadanie przez kierownictwo udziałów w przedsiębiorstwie ma negatywny wpływ na kreowanie dodatkowej wartości dla akcjonariuszy w wyniku międzynarodowych przejęć, gdyż dzięki temu łatwiej jest kadrze zarządzającej przeforsować realizację transakcji ukierunkowanych na realizację ich prywatnych celów (Doukas, Kan, 2006, s. 364). W publikacji KANGA nie stwierdzono statystycznie istotnego efektu związanego z występowaniem „*insider ownership*”. Podsumowując należy stwierdzić, że kwestia wpływu „*insider ownership*“ na tworzenie wartości dodanej w przejęciach transgranicznych wymaga dalszych badań.

Z drugiej strony, MARKIDES, OYON (1998) zbadali także wpływ innych czynników, które obok ww. zmiennej „*insider ownership*“ mogą zostać zaklasyfikowane do kategorii *Corporate Governance*, takich jak liczba członków zarządu, liczba akcjonariuszy, którzy posiadają ponad 5 % akcji przedsiębiorstwa oraz wiek dyrektora generalnego. Wyniki ich badań potwierdzają przypuszczenie, że w ocenie rynku kapitałowego prawdopodobieństwo, że międzynarodowe przejęcia są realizowane wbrew interesom akcjonariuszy, wzrasta wraz z liczbą kadry kierowniczej będącej członkami zarządu. Jednocześnie obecność akcjonariuszy, których udziały w kapitale własnym przekraczają 5 % wpływa wyraźnie na poprawę efektywności kontroli sprawowanej nad kadrą zarządzającą, na co wskazuje pozytywna relacja między liczbą ww. akcjonariuszy i tworzeniem wartości dodanej w transakcjach międzynarodowych przejęć (Markides, Oyon, 1998, s. 132). Wpływ specyfiki japoń-

skich struktur *Corporate Governance*, a w szczególności sieci Keiretsu, analizowany jest w badaniu KANGA. Jednak poza wpływem stopnia zadłużenia, który w japońskich przedsiębiorstwach przemysłowych wciąż utrzymuje się na dość wysokim poziomie (m.in. ze względu na bliskie powiązania z finansowymi przedsiębiorstwami należącymi do Keiretsu (Kang, 1993, s. 346), nie udało się KANGOWI zidentyfikować żadnych istotnych zależności.

Kolejna linia argumentacji stosowana do uzasadnienia wpływu przejęć międzynarodowych na wartość rynkową kapitału własnego przedsiębiorstwa przejmującego bazuje na teorii agencji (Jensen, 1988, s. 28-29). Stwierdzony przez MORCK, YEUNG (1992), MARKIDES, ITTNER (1994) oraz GLEASON, MCNULTY, Penathur (2005) negatywny wpływ wielkości przedsiębiorstwa przejmującego na skumulowaną stopę zwrotu osiąganą w powiązaniu z transakcją przejęcia wskazuje na fakt występowania w większych przedsiębiorstwach problemu niedostatecznej kontroli, przejawiającego się realizowaniem transakcji godzących w interesy akcjonariuszy (Moeller, Schlingemann, Stulz, 2004, s. 201-228). Natomiast KANG (1993) i KIYMAZ (2004) dochodzą do odmiennych wniosków, wskazując na pozytywną zależność między wielkością przedsiębiorstwa przejmującego a wpływem przejęcia na wartość rynkową jego kapitału własnego.

Kolejną cechą przedsiębiorstwa przejmującego, która została uwzględniona w badaniach empirycznych jest struktura finansowania. KANG (1993) argumentuje (w oparciu o teorię agencji), że przejmujący o wysokim udziale finansowania kapitałem obcym podlegają dokładniejszej kontroli ze strony wierzycieli i z tego względu rzadziej dokonują transakcji mających negatywny wpływ na wartość rynkową kapitału własnego (Kang, 1993, s. 361-363). DOUKAS, KAN (2006) dochodzą natomiast do wniosku, że finansowanie kapitałem obcym ma negatywny wpływ na tworzenie *Shareholder Value* w ramach międzynarodowych przejęć (Doukas, Kan, 2006, s. 364), ponieważ dywersyfikacja geograficzna działalności zwiększa wartość rynkową długu kosztem wartości rynkowej kapitału własnego (tzw. *Contingent Claims Hypothesis*) (Doukas, Kan, 2006, s. 353).

Tab. 3. Wybrane cechy przedsiębiorstwa przejmującego jako czynniki wpływające na *Shareholder Value* w międzynarodowych transakcjach przejęć

<i>Czynniki</i>	<i>Autorzy (rok publikacji)</i>	<i>Wynik²</i>
doświadczenie w kraju pochodzenia celu przejęcia	Doukas / Travlos (1988)	negatywny (-1,0)
	Doukas (1995)	negatywny (-1,0)
	Kyimaz / Mukherjee (2000)	negatywny (-1,0)
	Fatemi / Furtado (1988)	brak istotnych statystycznie CAR w przedsiębiorstwach, które przed transakcją posiadały bezpośrednie inwestycje w kraju pochodzenia celu przejęcia; dla grupy kontrolnej, w przypadku której nie wiadomo, czy przedsiębiorstwa posiadały inwestycje bezpośrednie w kraju docelowym, uzyskano istotnie pozytywną wartość CAR (0)
	Lin / Madura / Picou (1994)	nieistotny (-1,0)
	Eun / Kolodny / Scheraga (1996)	nieistotny (-5,+5)
Stopień internacjonalizacji przedsiębiorstwa przejmującego	Biswas / Fraser / Mahajan (1997)	nieistotny (-1,0)
	Cakici / Hessel / Tandon (1996)	przy porównaniu słabo i silnie zinternacjonalizowanych przejmujących: wynik pozytywny; na podstawie modelu regresji wpływ nieistotny (0,+1)
	Corhay / Rad (2003)	negatywny (-1,+1)
	Doukas / Kan (2006)	negatywny (w przypadku gdy stopień zadłużenia przedsiębiorstwa przejmującego przekracza 5 %)
wydatki na badania i rozwój	Morck / Yeung (1992)	pozytywny, w przypadku dużych przedsiębiorstw nieistotny statystycznie (0)
	Markides / Oyon (1998)	pozytywny (-1,0)
	Cakici / Hessel / Tandon (1996)	nieistotny (0,+1)
	Eun / Kolodny / Scheraga (1996)	nieistotny (-5,+5)
wydatki marketingowe	Morck / Yeung (1992)	istotnie pozytywny w przypadku dużych przedsiębiorstw (0)
	Markides / Oyon (1998)	nieistotny (7-1,0)

² W nawiasach umieszczono okres zdarzenia, któremu odpowiada podany w tabeli wynik.

Czynniki	Autorzy (rok publikacji)	Wynik²
przynależność branżowa przedsiębiorstwa przejmującego	Kang (1993)	w sektorze produkcyjnym istotnie pozytywny (-2,+1)
	Cakici / Hessel / Tandon (1996)	istotnie pozytywny tylko w przypadku energetyki (0,+1)
	Goergen / Renneboog (2004)	istotnie ujemny CAR dla przejmujących z sektora energetycznego i usługowego, istotnie dodatni CAR dla przejmujących z sektora produkcyjnego i handlu, CAR dla przejmujących z branży bankowej nieistotny statystycznie (-1,0)
	Kiyamaz (2004)	istotne statystycznie różnice między podgrupami instytucji finansowych (-1,0)
	Gleason / McNulty / Pennathur (2005)	W przypadku przejęć przedsiębiorstw z sektora usług finansowych przeznaczonych do prywatyzacji, dla przejmujących pochodzących spoza USA stwierdzono istotnie dodatni CAR tylko w odniesieniu do przejmujących niebędących bankami komercyjnymi, podczas gdy w przypadku banków nie uzyskano statystycznie istotnych wyników. Dla przejmujących pochodzących z USA nie uzyskano istotnych statystycznie wyników ani w przypadku banków komercyjnych, ani pozostałych przedsiębiorstw (-1,0) Na podstawie modelu regresji stwierdzono negatywny wpływ w przypadku przejmujących z sektora bankowości komercyjnej (-1,0)
doświadczenie przedsiębiorstwa przejmującego w transakcjach przejęć	Beitel / Schiereck / Wahrenburg (2004)	nieistotny (-1,+1)
wielkość przedsiębiorstwa	Morck / Yeung (1992)	negatywny (0)
	Kang (1993)	pozytywny (-2,+1)
	Markides / Ittner (1994)	negatywny (-1,0)
	Kiyamaz (2004)	pozytywny (-1,0)
	Gleason / McNulty / Pennathur (2005)	negatywny (-1,0)

Czynniki	Autorzy (rok publikacji)	Wynik ²
stosunek wartości rynkowej i księgowej kapitału własnego	Moeller / Schlingemann (2005)	nieistotny (-1,+1)
wolne przepływy gotówkowe	Doukas (1995)	negatywny (-1,0); w wyniku podziału próby na przejmujących z $q > 1$ i $q < 1$ uzyskano dla tych drugich istotnie statystycznie ujemne CAR (-1,0)
	Moeller / Schlingemann (2005)	nieistotny (-1,+1)
stopień finansowania kapitałem obcym [kapitał obcy/wartość rynkowa przedsiębiorstwa]	Kang (1993)	pozytywny (-2,+1)
	Doukas / Kan (2006)	negatywny

3.3.2. Charakterystyka przedsiębiorstwa przejmowanego

Problem znaczenia aktywów niematerialnych, znajdujących się w posiadaniu przedsiębiorstwa będącego celem przejęcia został poruszony już w ramach kilku badań, które charakteryzują się zastosowaniem różnych wskaźników. KUIPERS, MILLER, PATEL (2003) nie stwierdzili występowania statystycznie istotnego związku pomiędzy udziałem aktywów niematerialnych w bilansowej wartości majątku firmy przejmowanej a reakcją rynków kapitałowych na pojawienie się informacji o przejęciu.

EUN, KOLODNY, SCHERAGA (1996) wskazują na pozytywny związek między wysokością wydatków na badania i rozwój firmy przejmowanej a skumulowanymi stopami zwrotu dla akcjonariuszy przedsiębiorstwa przejmującego. Wynik ten może wskazywać na fakt, że przedsiębiorstwo przejmujące czerpie korzyści z internalizacji kompetencji technologicznych podmiotu przejmowanego (Eun, Kolodny, Scheraga, 1996, s. 1577-1578). Natomiast CAKICI, HESSEL, TANDON (1996) nie potwierdzili w ramach swoich badań istnienia powyższej zależności (Cakici, Hessel, Tandon, 1996, s. 326). SETH, SONG, PETTIT (2002) rozróżniają w swoich badaniach pomiędzy przejęciami, w których przedsiębiorstwo przejmujące dąży do realizacji efektów synergii (= przejęcia, w których można zaobserwować pozytywny wpływ na wartość

rynkową kapitału własnego przedsiębiorstwa przejmującego), przejęciami realizowanymi w wyniku dążenia kadry zarządzającej do realizacji własnych celów (=przejęcia, w których suma wartości dodanej dla akcjonariuszy przedsiębiorstwa przejmującego i przejmowanego jest ujemna) oraz przejęciami będącymi wynikiem błędnych decyzji kadry zarządzającej przedsiębiorstwa przejmującego (tj. przejęcia, w których efekt całkowity będący sumą skumulowanych stóp zwrotu dla akcjonariuszy przedsiębiorstwa przejmującego i przejmowanego jest dodatni, podczas gdy skumulowana stopa zwrotu dla akcjonariuszy przedsiębiorstwa przejmującego ma wartość ujemną), (Roll, 1986, s. 197-216). Dla pierwszej grupy badanych transakcji stwierdzono pozytywną relację między wysokością wydatków na badania i rozwój oraz marketing a oceną transakcji przez rynki kapitałowe, co jest interpretowane jako dowód na prawdziwość teorii odwrotnej internalizacji (*reverse-internalization hypothesis*).

Wnioski z badań przeprowadzonych przez MOELLER, SCHLINGEMANN (2005) wskazują na występowanie różnic we wpływie przejęć na wartość dla akcjonariuszy w zależności od formy prawnej przedsiębiorstwa przejmowanego oraz od tego, czy celem przejęcia jest spółka-córka innego przedsiębiorstwa. Na podstawie ww. badań stwierdzono, że jeśli celem była firma prywatna, to wpływ na wartość dla akcjonariuszy przedsiębiorstwa przejmowanego był istotnie lepszy niż w przypadku firm państwowych. Ponadto MOELLER, SCHLINGEMANN (2005) zauważają, że przejęcia byłych spółek-córek są lepiej oceniane przez rynki kapitałowe niż przejęcia innych przedsiębiorstw, przy czym DOUKAS, KAN (2006) nie potwierdzają istnienia tej zależności (por. tab. 4).

Tab. 4. Cechy przedsiębiorstwa przejmowanego jako czynniki wpływające na Shareholder Value w międzynarodowych transakcjach przejęć

<i>Czynniki</i>	<i>Autorzy</i>	<i>Wynik³</i>
przynależność branżowa celu przejęcia	Campa / Hernando (2004)	usługi finansowe negatywny (-1,+1)
	Goergen / Renneboog (2004)	energetyka i usługi negatywny (-1,0); produkcja i handel detaliczny pozytywny (-1,0); bankowość nieistotny (-1,0), ale: na podstawie modelu regresji (-1,0) wpływ żadnej z branż nie okazuje się istotny
	Gleason / McNulty / Pennathur (2005)	dla przedsiębiorstw przejmowanych z sektora usług finansowych, które jednocześnie nie są bankami stwierdzono istotnie pozytywne CAR, dla przedsiębiorstw przejmowanych z sektora usług finansowych, które są bankami nie uzyskano istotnych statystycznie CAR (-1,0)
przejęcie wymaga uzyskania zgody administracji państwowej w USA	Kuipers / Miller / Patel (2003)	negatywny (20 dni przed pojawieniem się pierwszej informacji do 5 dni po złożeniu ostatecznej oferty)
udział aktywów niematerialnych w sumie aktywów	Kuipers / Miller / Patel (2003)	nieistotny (20 dni przed pojawieniem się pierwszej informacji do 5 dni po złożeniu ostatecznej oferty)
wydatki na badania i rozwój	Eun / Kolodny / Scheraga (1996)	pozytywny (-5,+5)
	Cakici / Hessel / Tandon (1996)	nieistotny (0,+1)
wydatki na badania i rozwój oraz nakłady na marketing	Seth / Song / Pettit (2002)	pozytywny dla transakcji mających na celu wykorzystanie efektów synergii nieistotny dla transakcji, których motywacją są prywatne interesy oraz błędne decyzje kadry kierowniczej przedsiębiorstwa przejmującego (-10,+10)
wyniki przedsiębiorstwa przejmowanego na rynku kapitałowym przed przejęciem	Beitel / Schierack / Wahrenburg (2004)	negatywny dla zależności dwóch zmiennych (-1,+1); w modelu wielozmiennym nieistotny
rentowność kapitału własnego	Goergen / Renneboog (2004)	nieistotny

³ W nawiasach umieszczono okres zdarzenia, któremu odpowiada podany w tabeli wynik.

<i>Czynniki</i>	<i>Autorzy</i>	<i>Wynik³</i>
przedsiębiorstwo przejmowane jako przedsiębiorstwo publiczne przed transakcją	Moeller / Schlingemann (2005)	wyższa dodatkowa wartość dla akcjonariuszy w przypadku przejmowania przedsiębiorstw niepublicznych (-1,+1)
przedsiębiorstwo przejmowane jako spółka zależna przed transakcją	Moeller / Schlingemann (2005)	wyższa dodatkowa wartość dla akcjonariuszy w przypadku spółek zależnych (-1,+1)
	Doukas / Kan (2006)	nieistotny

3.3.3. Porównanie wybranych cech przedsiębiorstwa przejmującego i przejmowanego

Wpływ dywersyfikacji produktowej na *Shareholder Value* już od dłuższego czasu był przedmiotem licznych badań empirycznych (Campa, Kedia, 2002, s. 1731-1762; Berger, Ofek, 1995, s. 39-65; Denis, Denis, Sarin, 1997, s. 135-160). Pomimo pojawiania się pewnych sprzeczności w wynikach, większość istotnych badań wskazuje na występowanie „dyskonta” związanego z produktową dywersyfikacją działalności, co w praktyce sprowadza się do tego, że rozszerzenie oferty produktowej (czy też zakresu świadczonych usług) przez przedsiębiorstwo powoduje zmniejszenie jego wartości dla akcjonariuszy. Fenomen ten znajduje swoje uzasadnienie w teorii agencji, zgodnie z którą zróżnicowanie interesów akcjonariuszy i kadry zarządzającej w połączeniu z przewagą informacyjną i decyzyjną kadry zarządzającej prowadzi do poszerzenia zakresu oferty przedsiębiorstwa, co wpływa na redukcję prywatnego ryzyka kierownictwa, natomiast niekoniecznie jest zgodne z preferencjami akcjonariuszy. Przenosząc tą zależność na badania dotyczące wpływu międzynarodowych przejęć na *Shareholder Value* przedsiębiorstwa przejmującego należy przypuszczać, że transakcje mające na celu rozszerzenie zakresu działalności o nowe produkty/usługi wpłyną negatywnie na *Shareholder Value*, natomiast przejęcia podmiotów o pokrewnym profilu będą w najgorszym wypadku neutralne pod względem ich wpływu na wartość rynkową kapitału własnego (Megginson, Morgan, Nail, 2004, s. 523-552; Morck, Shleifer, Vishny, 1990, s. 31-48).

Wyniki badań empirycznych dotyczących wpływu stopnia pokrewieństwa branż, do których należą podmioty biorące udział w transakcji, na wartość dla akcjonariuszy przedsiębiorstwa przejmującego nie są jednoznaczne. Siedem spośród omawianych badań potwierdza, że przejęcia przedsiębiorstw o zbliżonym profilu zostały ocenione przez rynek pozytywnie (ewentualnie lepiej niż pozostałe) (Markides, Ittner, 1994; Markides, Oyon, 1998; Beitel, Schiereck, Wahrenburg, 2003; Moeller, Schlingemann, 2005; Dos Santos, Errunza, Miller, 2003; Elango, 2006 oraz przynajmniej dla dnia zdarzenia (0): Fatemi, Furtado, 1988), natomiast w trzech przypadkach wnioski są odwrotne, a mianowicie, że międzynarodowe przejęcia w nowych - z punktu widzenia przedsiębiorstwa przejmującego - branżach są oceniane lepiej (Corhay, Rad, 2000; Datta, Puia, 1995; Eun, Kolodny, Scheraga, 1996). Ponadto w ramach pozostałych ośmiu badań nie stwierdzono istotnego wpływu pokrewieństwa branż, w których działają przedsiębiorstwo przejmujące i przejmowane, na ocenę transakcji międzynarodowych przez rynek kapitałowy.

Problem wpływu redukcji ryzyka wynikającego z geograficznej i produktowej dywersyfikacji na skumulowaną stopę zwrotu przedsiębiorstwa przejmującego jest przedmiotem następujących badań: AMIHUD, DELONG, SAUNDERS (2002) oraz GLEASON, MCNULTY, PENNATHUR (2005) wprowadzają rozróżnienie między ryzykiem całkowitym i ryzykiem systematycznym przedsiębiorstwa przejmującego, przy czym żadne z badań nie potwierdza istnienia statystycznie istotnej zależności między zmianą ryzyka systematycznego a skumulowaną stopą zwrotu. Jednakże w obydwu badaniach stwierdzono występowanie pozytywnej zależności między ryzykiem całkowitym (wyrażonym jako wariancja stopy zwrotu z akcji przedsiębiorstwa przejmującego) a skumulowaną stopą zwrotu dla akcjonariuszy przedsiębiorstwa przejmującego. Wyniki badań BEITEL, SCHIERECK, WAHRENBURG (2004) oraz SETH, SONG, PETTIT (2002) generalnie potwierdzają istnienie omówionej powyżej zależności. SETH, SONG, PETTIT (2002) skonstruowali zmienną będącą (oczekiwaną) zmianą wariancji kursu akcji i uwzględnili ją w wielozmiennym modelu regresji. Zmienna ta okazuje się wprawdzie nieistotna dla całej badanej pró-

by oraz dla przejęć motywowanych chęcią wykorzystania efektów synergii i będących wynikiem błędnych decyzji kadry zarządzającej, ale w przypadku przejęć będących wynikiem osobistych dążeń kierownictwa stwierdzono istotny statystycznie, negatywny wpływ spowodowanej przejęciem redukcji wariancji kursu akcji na skumulowaną stopę zwrotu. Zależność ta jest interpretowana jako przejaw rozbieżności interesów kierownictwa i udziałowców w procesach międzynarodowych przejęć (Seth, Song, Pettit, 2002, s. 936).

Analizując stosunek wielkości przedsiębiorstwa przejmującego i przejmowanego wyniki badań są również niejednoznaczne. KANG (1993), CORHAY, RAD (2000), BEITEL, SCHIERECK, WAHRENBURG (2004) i GOERGEN, RENNEBOOG (2004) nie stwierdzają występowania istotnej statystycznie korelacji. Także w badaniu CAKICI, HESSEL, TANDON (1996) relatywna wielkość przedsiębiorstw, umieszczona jako zmienna w modelu regresji, okazuje się nie mieć wpływu na tworzenie wartości dodanej dla akcjonariuszy przedsiębiorstwa przejmującego. Należy jednak zwrócić uwagę, że w ramach tego samego badania stwierdzono, że (tylko) wartości CAR wyliczone dla stosunku wielkości pomiędzy 10 % a 25 % są pozytywne i istotne statystycznie dla okresu zdarzenia (0;+1), co z kolei można interpretować jako oznakę pozytywnego wpływu przejęć przedsiębiorstw, których kapitał własny stanowi od 10-25 % wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa przejmującego na generowanie wartości dodanej dla akcjonariuszy. W publikacjach MARKIDES, ITTNER (1994), CAMPA, HERNANDO (2004) i MOELLER, SCHLINGEMANN (2005) stwierdzono istotnie pozytywny związek między relatywną wielkością przedsiębiorstwa przejmowanego i wpływem przejęcia na *Shareholder Value*. W szczególności MARKIDES, ITTNER (1994) wskazują na szczególne znaczenie względnej wielkości dla wyjaśnienia kształtowania się skumulowanej stopy zwrotu. W ramach prowadzonych badań stwierdzili oni, że R^2 równania regresji wzrasta po uwzględnieniu zmiennej obrazującej względną wielkość z około 15 % do nieco ponad 40 % (Markides, Ittner, 1994, s. 361). Natomiast EUN, KOŁODNY, SCHERAGA (1996) oraz SETH, SONG, PETTIT (2002) stwierdzają istotną statystycznie, negatywną relację między względną wielkością i skumulowaną stopą zwo-

tu. SETH, SONG, PETTIT (2002) dzielą ponadto próbę na trzy grupy: przejęcia mające na celu wykorzystanie efektów synergii, przejęcia realizowane ze względu na osobiste cele kierownictwa oraz przejęcia będące efektem błędnych decyzji kadry kierowniczej. Dla części próby reprezentującej transakcje motywowane osobistymi korzyściami kadry zarządzającej uzyskano statystycznie istotną, pozytywną relację między względną wielkością przedsiębiorstwa przejmowanego, a skumulowaną stopą zwrotu dla akcjonariuszy przedsiębiorstwa przejmującego.

Badania dotyczące wydatków na badania i rozwój przedsiębiorstwa przeprowadzili EUN, KOŁODNY, SCHERAGA (1996), którzy przeanalizowali wpływ wydatków na badania oraz rozwój przedsiębiorstwa przejmującego i przejmowanego (kombinacja teorii internalizacji i re-internalizacji) na skumulowane stopy zwrotu. Wyniki te potwierdzają występowanie pozytywnego wpływu na skumulowaną stopę zwrotu dla akcjonariuszy przedsiębiorstwa przejmującego (por. tab. 5).

Tab. 5. Relacja określonych cech przedsiębiorstwa przejmującego i przejmowanego jako czynnik wpływający na Shareholder Value w międzynarodowych transakcjach przejęć

Czynniki	Autorzy	Wynik ⁴
Pokrewieństwo obszarów działania przedsiębiorstw biorących udział w transakcji	Markides / Ittner (1994)	pozytywny (-1,0)
	Datta / Puia (1995)	istotnie negatywna reakcja kursu w przypadku przejęć w pokrewnych obszarach (-1,0), natomiast brak istotnego statystycznie wpływu dla przejęć w obszarach niespokrewnionych (-1,0) ale: istotnie negatywna reakcja kursu akcji dla przejęć w obszarach niespokrewnionych dla okresu zdarzenia (-15,+15), (-20,+20) i (-30,+30) oraz brak istotnej reakcji kursu dla przejęć w obszarach pokrewnych w tych samych okresach zdarzenia
	Biswas / Fraser / Mahajan (1997)	różnica między przejęciami bank-bank i bank-inne nieistotna (-1,0)
	Markides / Oyon (1998)	pozytywny (-1,0)

⁴ W nawiasach umieszczono okres zdarzenia, któremu odpowiada podany w tabeli wynik.

Czynniki	Autorzy	Wynik^d
	Dos Santos / Errunza / Miller (2003)	dla przejęć w branżach pokrewnych brak wpływu, dla przejęć w innych branżach wpływ istotnie negatywny
	Kuipers / Miller / Patel (2003)	nieistotny (20 dni przed pojawieniem się pierwszej informacji o przejęciu do 5 dni po złożeniu ostatecznej oferty)
	Elango (2006)	pozytywny (-1,+10)
	Eun / Kolodny / Scheraga (1996)	istotnie negatywny wpływ pokrewnych branż (-5,+5)
	Corhay / Rad (2000)	negatywny (-1,+1)
	Fatemi / Furtado (1988)	brak istotnego statystycznie związku w okresie zdarzenia (-1;0), ale istotne dodatnie skumulowane skumulowane stopy zwrotu w dniu 0 dla przejęć w branżach pokrewnych
	Doukas / Travlos (1988)	nieistotny (-1,0)
	Doukas (1995)	nieistotny (-1,0)
	Kiyamaz / Mukherjee (2000)	nieistotny (-1,0)
	Beitel / Schiereck / Wahrenburg (2004)	pozytywny (-1,+1)
	Campa / Hernando (2004)	nieistotny (-1,+1)
	Goergen / Renneboog (2004)	nieistotny (-1,0)
	Moeller / Schlingemann (2005)	istotnie negatywny wpływ przejęć w nowych obszarach (1,+1)
	Doukas / Kan (2006)	nieistotny
zmiana zakresu dywersyfikacji produktowej wynikająca z transakcji przejęcia	Moeller / Schlingemann (2005)	negatywny (-1,+1)
zmiana zakresu dywersyfikacji geograficznej wynikająca z transakcji przejęcia	Beitel / Schiereck / Wahrenburg	brak istotnego wpływu zmiennej zerojedynkowej różniącej między przejęciami krajowymi i międzynarodowymi umieszczonej w modelu wielozmiennym (-1,+1)
	Moeller / Schlingemann (2005)	negatywny (-1,+1)
łączny wzrost dywersyfikacji geograficznej i produktowej przedsiębiorstwa przejmującego	Moeller / Schlingemann (2005)	negatywny (-1,+1)

Czynniki	Autorzy	Wynik^d
zmiana wariancji kursu akcji przedsiębiorstwa przejmującego spowodowana transakcją przejęcia	Seth / Song / Pettit (2002)	dla przejęć motywowanych prywatnymi celami kadry zarządzającej przedsiębiorstwa przejmującego wpływ redukcji ryzyka jest negatywny nieistotny dla przejęć, których celem jest realizacja efektów synergii i przejęć wynikających z błędnych decyzji zarządu przedsiębiorstwa przejmującego (-10,+10)
	Amihud / DeLong / Saunders (2002)	zmiana współczynnika wariancji dziennej stopy zwrotu danej akcji do wariancji dziennej stopy zwrotu sektora bankowego na rynku krajowym przedsiębiorstwa przejmującego istotnie pozytywna (-10,+1)
	Beitel / Schiereck / Wahenburg (2004)	w przypadku porównania dwóch zmiennych: negatywny wpływ redukcji ryzyka (-1,+1); w modelu wielozmiennym wpływ nieistotny (-1,+1)
	Gleason / Mc Nulty / Pennathur (2005)	wzrost ryzyka jest oceniany pozytywnie (-1,0)
zmiana ryzyka systematycznego przedsiębiorstwa przejmującego spowodowana transakcją przejęcia	Amihud / DeLong / Saunders (2002)	nieistotny dla przejmujących z Wielkiej Brytanii, dla przejmujących z Europy, którzy kupują przedsiębiorstwa europejskie, dla przejmujących z Europy dokonujących transakcji poza kontynentem oraz dla transakcji w grupie określanej jako „reszta świata”; dla próby obejmującej przejmujących z USA zmiana ryzyka systematycznego w odniesieniu do indeksu światowego i w odniesieniu do indeksu rynku kraju pochodzenia przedsiębiorstwa przejmującego nieistotna, natomiast istotnie pozytywny wynik w przypadku zmiany ryzyka systematycznego w odniesieniu do rynku kraju pochodzenia przedsiębiorstwa przejmującego (-10,+1)
	Gleason / McNulty / Pennathur (2005)	nieistotny (-1,0)
względna wielkość celu przejęcia	Markides / Itner (1994)	pozytywny (-1,0)
	Kang (1993)	nieistotny (-2,+1)
	Cakici / Hessel / Tandon (1996)	nieistotny (0,+1)
	Eun / Kolodny / Scheraga (1996)	negatywny (-5,+5)
	Corhay / Rad (2000)	nieistotny (-1,+1)

Czynniki	Autorzy	Wynik ^d
	Seth / Song / Pettit (2002)	dla całej próby negatywny, pozytywny w przypadku przejęć motywowanych osobistymi interesami kadry zarządzającej nieistotny dla przejęć mających na celu realizację efektów synergii oraz dla przejęć wynikających z błędnych decyzji kadry zarządzającej przedsiębiorstwa przejmującego (-10,+10)
	Kuipers / Miller / Patel (2003)	nieistotny (20 dni przed pojawieniem się pierwszej informacji o przejęciu do 5 dni po złożeniu ostatecznej oferty)
	Beitel / Schiereck / Wahrenburg (2004)	nieistotny (-1,+1)
	Campa / Hernando (2004)	pozytywny (-1,+1)
	Goergen / Renneboog (2004)	nieistotny
	Moeller / Schlingemann (2005)	pozytywny (-1,+1)
łączne wydatki na badania i rozwój przedsiębiorstwa przejmującego i przejmowanego	Eun / Kolodny / Scheraga (1996)	pozytywny (-5,+5)
względna rentowność przedmiotu przejęcia (rentowność kapitału własnego)	Beitel / Schiereck / Wahrenburg (2004)	w przypadku porównania dwóch zmiennych: pozytywny (-1,+1), negatywny w modelu wielozmiennym (-1,+1)
względny wskaźnik koszty/przychody	Beitel / Schiereck / Wahrenburg (2004)	w przypadku porównania dwóch zmiennych nieistotny (-1,+1)
stosunek wskaźnika „koszty operacyjne/aktywa“ dla przedsiębiorstwa przejmującego i przejmowanego	Beitel / Schiereck / Wahrenburg (2004)	Przy porównaniu dwóch zmiennych (-1,+1): przedsiębiorstwa przejmowane o (względnie) większym znaczeniu kosztów są oceniane istotnie lepiej, zależność nieistotna w modelu wielozmiennym (-1,+1)

4. Podsumowanie i perspektywy dalszych badań

Czy przejęcia międzynarodowe generują wartość dla akcjonariuszy przedsiębiorstwa przejmującego? Wyniki dotychczasowych badań pokazują wyraźnie, że odpowiedź na to pytanie nie jest prosta oraz, że pozytywny wpływ na *Shareholder Value* przedsiębior-

stwa przejmującego z pewnością nie jest tak oczywisty, jak to próbuje przedstawić kadra zarządzająca przedsiębiorstw przejmujących swoim akcjonariuszom.

Wprawdzie niektóre z omawianych badań potwierdzają, że międzynarodowe przejęcia generalnie wpływają pozytywnie na wartość dla akcjonariuszy przedsiębiorstwa przejmującego, ale jednocześnie istnieją też badania, w ramach których nie wykazano istotnego statystycznie wpływu, a także takie, które wręcz stwierdziły negatywny wpływ na *Shareholder Value* przedsiębiorstwa przejmującego.

Podsumowując, należy stwierdzić, że efekt przejęcia międzynarodowego dla akcjonariuszy przedsiębiorstwa przejmującego jest trudny do przewidzenia w momencie ogłoszenia informacji o przejęciu. Ponadto w ramach omawianych badań zauważalna była znaczna zmienność wpływu przejęć na *Shareholder Value*, w wyniku czego nawet opracowania, które potwierdzają stosunkowo pozytywny efekt przejęć, nie mogą stanowić podstawy do uogólnienia uzyskanych wyników.

Analizując wpływ określonych czynników na *Shareholder Value* przedsiębiorstwa biorącego udział w przejęciu międzynarodowym badania pokazują również niejednoznaczne wyniki, a częściowo nawet sprzeczne. Spośród wielu analizowanych czynników te, których znaczenie zostało potwierdzone przynajmniej w dwóch niezależnych badaniach i dla których nie zidentyfikowano badania, którego wynik byłby istotnie sprzeczny w odniesieniu do zależności stwierdzonej w pierwszym kroku, można na podstawie dotychczas omówionych wyników podsumować, że przejęcie międzynarodowe jest generalnie lepiej oceniane przez rynek kapitałowy, gdy:

- analizowana transakcja przejęcia transgranicznego nie jest pierwszym krokiem (działaniem) przedsiębiorstwa przejmującego na rynkach zagranicznych: wynik ten wskazuje na fakt, iż uczestnicy rynków kapitałowych traktują doświadczenie przedsiębiorstwa przejmującego na rynkach zagranicznych jako istotny czynnik powodzenia przejęcia;
- transakcja przejęcia ma na celu wejście na nowy (z punktu widzenia przejmującego) rynek zagraniczny: wniosek ten uwiarygodnia słuszność teorii internacjonalizacji opartych na teorii

- opcji, zgodnie z którymi internacjonalizacja zwiększa wartość kapitału własnego przedsiębiorstwa, jeśli dzięki niej poszerza się spektrum dostępnych opcji działania przedsiębiorstwa;
- przedsiębiorstwo przejmujące dysponuje znaczącymi aktywami niematerialnymi: niektóre spośród omawianych badań potwierdzają słuszność wywodzącej się od HYMERA teorii, zgodnie z którą umiędzynarodowienie przedsiębiorstwa jest pożądane i przynosi pozytywne efekty, gdy posiada ono przewagi monopolistyczne, które może wykorzystać na rynkach zagranicznych;
 - w wyniku przejęcia zwiększa się wariancja kursu akcji przedsiębiorstwa przejmującego: przejęcia międzynarodowe są związane z transferem bogactwa między właścicielami kapitału własnego i obcego przedsiębiorstwa przejmującego. W związku z efektami dywersyfikacji, przejęcia częstokroć prowadzą do zmniejszenia wariancji kursu akcji przedsiębiorstwa przejmującego, co wywołuje transfer bogactwa na rzecz właścicieli kapitału obcego kosztem akcjonariuszy, który to transfer związany jest z reakcją rynku kapitałowego na pojawienie się informacji o przejęciu zagranicznym;
 - przedsiębiorstwo przejmowane dysponuje znaczącymi aktywami niematerialnymi: tzw. teoria „odwróconej internalizacji“ (*reverse internalization hypothesis*) potwierdza przypuszczenie, że poprzez nabycie przewag monopolistycznych przedsiębiorstwo dokonujące ekspansji zagranicznej może zwiększyć szanse powodzenia swoich działań.

Im mniejszy stopień spełnienia powyższych warunków, tym większe zdaje się być niebezpieczeństwo, że transakcja przejęcia międzynarodowego nie zostanie uznana przez rynek kapitałowy za korzystną z punktu widzenia akcjonariuszy przedsiębiorstwa przejmującego. Jednocześnie należy mieć na uwadze, iż sformułowane powyżej wnioski z dotychczasowych badań empirycznych można z zachowaniem odpowiedniej dozy ostrożności interpretować jako tymczasowe hipotezy, które powinny zostać potwierdzone w toku dalszych badań. W szczególności wyniki empiryczne uzyskane w ramach analiz zdarzenia okazują się niezbyt stabilne. Ze

względu na potrzebę zapewnienia porównywalności w niniejszym opracowaniu ograniczono się do omówienia wyników dotyczących okresu zdarzenia (-1,0) lub możliwie najbliższego. W wielu wypadkach zastosowanie innego okresu zdarzenia daje efekt w postaci diametralnie różnych wyników. CONN, CONNELL (1990) udowadniają, jak wrażliwa jest metodologia analizy zdarzenia na zastosowanie różnych modeli i okresów czasu do szacowania oczekiwanej stopy zwrotu. Ponadto należy zauważyć, że stosowanie metodologii analizy zdarzenia opiera się na szeregu założeń dotyczących np. stabilności parametrów modelu, których prawidłowość w większości badań nie jest praktycznie analizowana, pomimo iż ich empiryczna poprawność jest raczej wątpliwa (Coutts, Mills, Roberts, 1994, s. 149-171).

Podsumowując należy stwierdzić, że badania dotyczące wpływu przejęć międzynarodowych na *Shareholder Value* przedsiębiorstwa przejmującego wciąż znajdują się na etapie rozpoznawczym. Należy zatem podjąć dalsze działania w kierunku wyjaśnienia kwestii, czy i przy spełnieniu jakich warunków przejęcia zagraniczne są korzystne dla akcjonariuszy przedsiębiorstwa przejmującego. Ponadto w literaturze przedmiotu istnieje zgodność co do tego, że zagraniczne spółki zależne pełnią w ramach struktur przedsiębiorstwa międzynarodowego różne role (Schmid, Bäurle, Kutschker, 1998), w związku z tym pojawia się przypuszczenie, że ocena przejęć międzynarodowych zależy również od tego, jaka rola w międzynarodowym łańcuchu tworzenia wartości przypisana jest przejmowanej spółce. Także w odniesieniu do kategorii „relacja określonych cech przedsiębiorstwa przejmującego i przejmowanego“ wyraźna jest potrzeba dalszych badań. Przykładowo, w związku ze stwierdzoną pozytywną zależnością pomiędzy wchodzeniem na nowe rynki zagraniczne a wartością firmy, należy zastanowić się nad określeniem wpływu uzupełniania bądź pokrywania się geograficznych obszarów działania przedsiębiorstwa przejmującego i przejmowanego. Dotychczasowe wyniki empiryczne w tej kwestii są dość szczątkowe, pomimo iż wymiar geograficzny może mieć szczególne znaczenie dla tworzenia wartości w przejęciach transgranicznych (Buckley, Ghauri, 2004, s. 81-98).

Literatura

- Agrawal A., Jaffe J.F., Mandelker G.N., *The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly*. „Journal of Finance”, 1992, T. 47, s. 1605-1621.
- Amihud Y., Lev B., Travlos N.G., *Corporate Control and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Financing*. „Journal of Finance”, 1990, T. 45 s. 603-616.
- Amihud Y., DeLong G.L., Saunders A., *The Effects of Cross-border Bank Mergers on Bank Risk and Value*. „Journal of International Money and Finance”, 2002, T. 21, s. 857-877.
- Berger P., Ofek E., *Diversification's Effect on Firm Value*. „Journal of Financial Economics”, 1995, T. 37, s. 39-65.
- Beitel P., Schiereck D., Wahrenburg M., *Explaining M&A Success in European Banks*. „European Financial Management”, 2004, T. 10, s. 109-139.
- Berkovitch E., Narayanan M.P., *Motives for Takeovers: An Empirical Investigation*. „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, 1993, T. 28, s. 347-362.
- Biswas R., Fraser D.R., Mahajan A., *The International Market for Corporate Control: Evidence from Acquisitions of Financial Firms*. „Global Finance Journal”, 1997, T. 8, s. 33-54.
- Bradley M., Desai A., Kim E.H., *Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms*. „Journal of Financial Economics”, 1988, T. 21, s. 3-40.
- Brown S.J., Warner J.B., *Measuring Security Price Performance*. „Journal of Financial Economics”, 1980, T. 8, s. 205-258.
- Brown S.J., Warner J.B., *Using Daily Stock Returns – The Case of Event Studies*. „Journal of Financial Economics”, 1985, T. 14, s. 3-31.
- Buckley P.J., Casson M., *The Future of the Multinational Enterprise*. Londyn 1976.
- Buckley P.J., Ghauri P.N., *Globalisation, Economic Geography and the Strategy of Multinational Enterprises*. „Journal of International Business Studies”, 2004, T. 35, s. 81-98.

- Cakici N., Hessel Ch., Tandon K., *Foreign Acquisitions in the United States: Effect on Shareholder Wealth of Foreign Acquiring Firms*. „Journal of Banking and Finance”, 1996, T. 20, s. 307-329.
- Campa J.M., Hernando I., *Shareholder Value Creation in European M&As*. „European Financial Management”, 2004, T. 10, s. 47-81.
- Campa J.M., Kedia, S., *Explaining the Diversification Discount*. „Journal of Finance”, 2002, T. 57, s. 1731-1762.
- Caves R.E., *International Corporations: the Industrial Economics of Foreign Direct Investment*. „Economica”, 1971, T. 38, s. 1-27.
- Conn R.L., Connell F., *International Mergers: Returns to U.S. and British Firms*. „Journal of Business Finance & Accounting”, 1990, T. 17, s. 689-711.
- Corhay A., Rad A.T., *International Acquisitions and Shareholder Wealth. Evidence from the Netherlands*. “International Review of Financial Analysis”, 2000, T. 9, s. 163-174.
- Coutts J.A., Mills T.C., Roberts J., *The Market Model and the Event Study Method: A Synthesis of the Econometric Criticisms*. „International Review of Financial Analysis”, 1994, T. 3, s. 149-171.
- Cybo-Ottone A., Murgia M., *Mergers and Shareholder Wealth in European Banking*. „Journal of Banking and Finance”, 2000, T. 24, s. 831-859.
- Datta D.K., Puia G., *Cross-border Acquisitions: An Examination of the Influence of Relatedness and Cultural Fit on Shareholder Value Creation in U.S. Acquiring Firms*. „Management International Review”, 1995, T. 35, s. 337-359.
- Datta S., Iskandar-Datta M., Raman K., *Executive Compensation and Acquisition Decisions*. „Journal of Finance”, 2001, T. 56, s. 2299-2336.
- Denis D.J., Denis D.K., Sarin A., *Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification*. „Journal of Finance” 1997, T. 52, s. 135-160.
- Dos Santos M.B., Errunza V., Miller, D., *Does Corporate International Diversification Destroy Value? Evidence from Cross-*

- Border Mergers and Acquisitions*. Working Paper, lipiec 2003.
- Doukas J., *Overinvestment, Tobin's q and Gains from Foreign Acquisitions*. „Journal of Banking and Finance”, 1995, T. 19, s. 1285-1303.
- Doukas J., Kan O., *Does Global Diversification Destroy Firm Value?* „Journal of International Business Studies”, 2006, T. 37, s. 352-371.
- Doukas J., Lang L.H.P., *Foreign Direct Investment, Diversification and Firm Performance*. „Journal of International Business Studies”, 2003, T. 34, s.153-172.
- Doukas J., Travlos N.G., *The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholders' Wealth: Evidence from International Acquisitions*. „The Journal of Finance”, 1988, T. 43, s. 1161-1175.
- Eckert S., Engelhard J., *The Impact of Shareholder Value Orientation on Internationalization Strategy – Empirical Insights and Theoretical Reflections*. International Management Working Paper Series, 2005, T. 1.
- Elango B., *When Does Cross-Border Acquisition of Insurance Firms Lead to Value Creation?* „The Journal of Risk Finance”, 2006, T. 7, s. 402-414.
- Errunza V., Senbet L., *International Corporate Diversification, Market Valuation, and Size-Adjusted Evidence*. „Journal of Finance”, 1984, T. 39, s. 727-743.
- Eun C.S., Kolodny R., Scheraga C., *Cross-Border Acquisitions and Shareholder Wealth: The Synergy and Internalization Hypotheses*. „Journal of Banking and Finance”, 1996, T. 20, s. 1559-1582.
- Fama E.F., Fisher L., Jensen M.C., Roll R., *The Adjustment of Stock Prices to New Information*. „International Economic Review”, luty 1969, s. 1-21.
- Fatemi A.M., Furtado E.P.H., *An Empirical Investigation of the Wealth Effects of Foreign Acquisitions*, w: Khoury S.J., Ghosh, A. (eds.), *Recent Developments in International Banking and Finance*. Massachusetts, Toronto 1988, s. 363-379.

- Froot K.A., Stein J.C., *Exchange Rates and Foreign Direct Investment: An Imperfect Capital Markets Approach*. „The Quarterly Journal of Economics”, listopad 1991, s. 1191-1216.
- Fuller K., Netter J., Stegemoller M., *What do Returns to Acquiring Firms Tell us? Evidence from Firms that Make Many Acquisitions*. „Journal of Finance”, 2002, T. 57, s. 1763-1793.
- Geringer J.M., Beamish P.W., daCosta R.C., *Diversification Strategy and Internationalization – Implications for MNE Performance*. „Strategic Management Journal”, 1989, T. 10, s. 109-119.
- Glauum M., *Internationalisierung und Unternehmenserfolg*, Wiesbaden 1996.
- Gleason K., McNulty J.E., Pennathur A.K., *Returns to Acquirers of Privatizing Financial Services Firms: An International Examination*. „Journal of Banking and Finance”, 2005, T. 29, s. 2043-2065.
- Goergen M., Renneboog L., *Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids*. „European Financial Management”, 2004, T. 10, s. 9-45.
- Halpern P.J., *Empirical Estimates of the Amount of Distribution of Gains to Companies in Mergers*. „Journal of Business” 1973, T. 46, s. 554-575.
- Harford J., *Corporate Cash Reserves and Acquisitions*. „Journal of Finance”, 1999, T. 54, s. 1969-1997.
- Harris R.S., Ravenscraft D., *The Role of Acquisitions in Foreign Direct Investment: Evidence from the U.S. Stock Market*. „The Journal of Finance”, 1991, T. 46, s. 825-844.
- Hymers S.H., *The International Operations of National Firms: A Study of Foreign Direct Investment*. Cambridge MA 1976.
- Jensen M.C., *Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance, and Takeovers*. „American Economic Review”, 1986, T. 76, s. 323-329.
- Jensen M.C., *Takeovers: Their Causes and Consequences*. „Journal of Economic Perspectives”, 1988, T. 2, s. 21-48.

- Jensen M.C., Meckling W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*. „Journal of Financial Economics”, 1976, T. 3, s. 305-360.
- Johanson J., Vahlne J.-E., *The Mechanism of Internationalisation*. „International Marketing Review”, 1990, T. 7, s. 11-24.
- Kang J.-K., *The International Market for Corporate Control. Mergers and Acquisitions of U.S. firms by Japanese firms*. „Journal of Financial Economics”, 1993, T. 34, s. 345-371.
- Kaplan S., Weisbach M.S., *The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures*. „Journal of Finance”, 1992, T. 47, s. 107-138.
- Kiyamaz H., *Cross-Border Acquisitions of US Financial Institutions: Impact of Macroeconomic Factors*. „Journal of Banking and Finance”, 2004, T. 28, s. 1413-1439.
- Kiyamaz H., Mukherjee T.K., *The Impact of Country Diversification on Wealth Effects in Cross-Border Mergers*. „The Financial Review”, 2000, T. 35, s. 37-58.
- Kogut B., *Designing Global Strategies – Profiting from Operational Flexibility*. „Sloan Management Review”, 1985, T. 26, s.15-28.
- Kogut B., *Foreign Direct Investment as a Sequential Process*. w: Dunning John H. (red.), *The Theory of Transnational Corporations*. London-New York 1993.
- Kuipers D.R., Miller D., Patel A., *The Legal Environment and Corporate Valuation: Evidence from Cross-Border Takeovers*. EFA 2002, Berlin Meetings Presented Papers.
- Lang L.H.P., Stulz R.M., Walkling R.A., *Managerial Performance, Tobin's Q, and the Gains from Successful Tender Offers*. „Journal of Financial Economics”, 1989, T. 24, s. 137-154.
- Lang L.H.P., Stulz R.M., Walkling R.A., *A Test of the Free Cash Flow Hypothesis – The Case of Bidder Returns*. „Journal of Financial Economics”, 1991, T. 29, s. 315-335.
- Lin J.W., Madura J., Picou A., *The Wealth Effects of International Acquisitions and the Impact of the EEC Integration*. „Global Finance Journal”, 1994, T. 5, s. 64-74.
- Linn S.C., Switzer J.A., *Are Cash Acquisitions Associated with Better Postcombination Operating Performance than Stock*

- Acquisitions?* „Journal of Banking and Finance”, 2001, T. 25, s. 1113-1138.
- Loughran T., Vijh A.M., *Do Long-Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions?* „Journal of Finance”, 1997, T. 52, s. 1765-1790.
- Madura J., Wiant K.J., *Long-Term Valuation Effects of Bank Acquisitions.* „Journal of Banking and Finance”, 1994, T. 18, s. 1135-1154.
- Mandelker G., *Risk and Return: The Case of Merging Firms.* „Journal of Financial Economics”, T. 1, s. 303-335.
- Manne H.G., *Mergers and the Market for Corporate Control.* „Journal of Political Economy”, 1965, T. 73, s. 110-120.
- Markides C.C., Iltner Ch.D., *Shareholder Benefits from Corporate International Diversification: Evidence from U.S. International Acquisitions.* „Journal of International Business Studies”, 1994, T. 25, s. 343-366.
- Markides C.C., Oyon D., *International Acquisitions: Do They Create Value for Shareholders?* „European Management Journal”, 1998, T. 16, s. 125-135.
- Megginson W.L., Morgan A., Nail L., *The Determinants of Positive Long-Term Performance in Strategic Mergers: Corporate Focus and Cash.* „Journal of Banking and Finance”, T. 28, 2004, s. 523-552.
- Moeller S.B., Schlingemann F.P., *Global Diversification and Bidder Gains: A Comparison Between Cross-Border and Domestic Acquisitions.* „Journal of Banking and Finance”, 2005, T. 29, s. 533-564.
- Moeller S.B., Schlingemann F.P., Stulz R.M., *Firm Size and the Gains from Acquisitions.* „Journal of Financial Economics” 2004, T. 73, s. 201-228.
- Moeller S.B., Schlingemann F.P., Stulz R.M., *Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave.* “Journal of Finance”, 2005, T. 60, s. 757-782.
- Morck R., Shleifer A., Vishny R.W., *Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?* „Journal of Finance”, 1990, T. 45, s. 31-48.

- Morck R., Yeung B., *Why Investors Value Multinationality*. „Journal of Business”, 1991, T. 64, s. 165-187.
- Morck R., Yeung B., *Internalization. An Event Study Test*. „Journal of International Economics”, 1992, T. 33, s. 42-56.
- Morosini P., Shane S., Singh H., *National Cultural Distance and Cross-border Acquisition Performance*. „Journal of International Business Studies”, 1998, T. 29, s. 137-158.
- UNCTAD, *World Investment Report 2006*, New York - Geneva 2006.
- Rau P.R., Vermaelen T., *Glamour, Value and the Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms*. „Journal of Financial Economics”, 1998, T. 49, s. 223-253.
- Roll R., *The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers*. „Journal of Business”, 1986, T. 59, s. 197-216.
- Rugman A., *Risk Reduction by International Diversification*. „Journal of International Business Studies”, 1976, T. 7, s. 75-80.
- Rugman A., *Internalization as a General Theory of Foreign Direct Investment: A Reappraisal of the Literature*. „Weltwirtschaftliches Archiv”, 1980, T. 116, s. 365-379.
- Schmid S., Bäurle I., Kutschker M., *Tochtergesellschaften in international tätigen Unternehmen – Ein „State-of-the-art“ unterschiedlicher Rollentypologien*. Diskussionbeitrag Vol. 104 der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät Ingolstadt, Sierpień 1998.
- Servaes H., *Tobin's Q and the Gains from Takeovers*. „Journal of Finance”, 1991, T. 46, s. 409-419.
- Seth A., Song K.P., Pettit R.R., *Value Creation and Destruction in Cross-Border Acquisitions: An Empirical Analysis of Foreign Acquisitions of U.S. Firms*. „Strategic Management Journal”, 2002, T. 23, s. 921-940.
- Sushka M.E., Bendeck Y., *Bank Acquisitions and Stockholders' Wealth*. „Journal of Banking and Finance”, 1988, T. 12, s. 551-562.

**ANALIZA METOD OCENY RYZYKA
INWESTYCJI GIEŁDOWYCH
NA PODSTAWIE NOTOWAŃ WYBRANYCH
SPÓŁEK WARSZAWSKIEJ GIEŁDY
PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH
W LATACH 2006-2009**

***ANALYZE OF VARIOUS RISK MEASURES BY THE
STOCK INVESTMENTS GATHERED AT THE WARSAW
STOCK EXCHANGE DURING THE YEARS 2006-2009***

Mariusz CHUDZICKI^{*}, Bartosz GRZYBOWSKI^{}**

Abstract

The paper, using data gathered from the Warsaw Stock Exchange years 2006-2009, compares various risk measures. Mainly, the comparison answers several questions related to the application of risk measures in real-world crisis situations: which kinds of risks are measured by which measurement types; what is the reliability of the considered measures, and what needs to be taken into account when choosing a risk measure.

1. Wstęp

Przedmiotem artykułu jest analiza metod oceny ryzyka inwestycji giełdowych. Jest to temat szczególnie ważny w kontekście

^{*} dr inż. Mariusz CHUDZICKI, Akademia Polonijna w Częstochowie, Wydział Interdyscyplinarny, Instytut Ekonomii i Administracji oraz Politechnika Częstochowska, Wydział Zarządzania.

^{**} Bartosz GRZYBOWSKI (*student Ekonomii*), Akademia Polonijna w Częstochowie, Wydział Interdyscyplinarny, Instytut Ekonomii i Administracji.

wydarzeń, które miały miejsce na światowych rynkach kapitałowych w ostatnich latach, kiedy to większość krajów na świecie stanęła w obliczu kryzysu gospodarczego wywołanego upadkami wielkich instytucji finansowych, będącymi następstwem nieudanych i zbyt ryzykownych inwestycji finansowych. W związku z tym będą przeanalizowane metody oceny ryzyka w kontekście ich praktycznych zastosowań.

W części pierwszej przedstawiona zostanie krótka charakterystyka runku kapitałowego. W części drugiej omówione będą powszechnie znane miary ryzyka na tle ogólnej teorii podejmowania decyzji w warunkach niepewności i/lub ryzyka. W głównej, trzeciej części pracy przeprowadzona będzie analiza metod ocen ryzyka inwestycyjnego na podstawie danych Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych (WGPW). Analizowane dane dotyczą wybranych, reprezentujących rozmaite kategorie gospodarcze spółek giełdowych. Celem tej analizy jest sprawdzenie na ile wiarygodne są proponowane miary ryzyka, jakie „ryzyko” i w jaki sposób jest ono mierzone oraz czy spółki „ryzykowne” w sensie jednej miary są takimi również w sensie pozostałych. Jeśli nie, to czym powinien kierować się inwestor przy wyborze miary ryzyka.¹

2. Rynek kapitałowy w Polsce

Rynek finansowy jest miejscem obrotu instrumentami finansowymi. Zrealizowane transakcje kupna i sprzedaży powodują kształtowanie się ceny danego instrumentu finansowego. Według JAJUGI „W przypadku dobrze funkcjonującego rynku cena ta odzwierciedla wartość instrumentu finansowego” (Kuziak, 2003). Ruch pieniądza na rynku finansowym wychodzi od kapitałodawców (czyli podmiotów które posiadają jego nadmiar i zamierzają go zainwestować) do kapitałobiorców (czyli podmiotów potrzebujących kapitału do pokrycia własnych inwestycji). Pośrednikami łączącymi wspomnianych uczestników rynku są instytucje finansowe.

¹ Artykuł ten został napisany w oparciu o wyniki badań stanowiących podstawę pracy licencjackiej Bartosza Grzybowskiego pod kierunkiem Mariusza Chudzickiego.

Przepływ pieniądza na rynku finansowym jest niezwykle ważny dla gospodarki, ponieważ zapewnia wydajną alokację pieniędzy.

Istnieje wiele klasyfikacji oraz podziałów rynku finansowego. Ze względu na organizację tego rynku, można go podzielić na (Jajuga, Kuziak, Markowski, 1998): rynek pieniężny, rynek walutowy, rynek kapitałowy i rynek instrumentów pochodnych. Warto mieć na uwadze, że nie jest to podział prawny, lecz umowny. Granice między wyróżnionymi rynkami mogą się zacierać, ponieważ niektóre instrumenty finansowe występują jednocześnie w paru segmentach. Można to zaobserwować na przykładzie rynku walutowego, gdzie kontrakty walutowe są też częścią rynku instrumentów pochodnych.

Rynek instrumentów finansowych może być regulowany lub nieregulowany. Rynek regulowany to działający w sposób stały system obrotu instrumentami finansowymi dopuszczonymi do tego obrotu, zapewniający inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych oraz jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów, zorganizowany i podlegający nadzorowi właściwego organu; w Polsce jest nim Komisja Nadzoru Finansowego (Banaszczak-Soroka, 2008). Organizatorami tego rynku mogą być tylko i wyłącznie licencjonowane spółki akcyjne imiennie organizujące rynek giełdowy i pozagiełdowy. Rynek giełdowy jest to rynek, którego organizatorem jest giełda. Giełda jest to regularne, odbywające się w określonym miejscu i czasie podporządkowane określonym zasadom spotkanie stron zawierających transakcje kupna i sprzedaży (Jajuga, 2006). Przykładem takiego rynku jest Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW), której dane posłużyły do analizy miar ryzyka w niniejszym artykule.

3. Elementy teorii ryzyka i metody jego oceny

Ryzyko towarzyszy życiu ludzkiemu od zawsze. Prawie każde działanie człowieka powoduje pewne skutki w przyszłości, które są możliwymi konsekwencjami wyborów dokonywanych przy podejmowaniu określonych działań – w szczególności dotyczy to wszel-

kich decyzji finansowych. Im większa różnorodność i im większe różnice (ilościowe lub jakościowe) występują wśród tych możliwych konsekwencji, tym większe jest ryzyko związane z daną decyzją.

3.1. Postawy wobec ryzyka

“Risk-let's get this straight up front-is good. The point of risk management isn't to eliminate it; that would eliminate reward. The point is to manage it - that is, to choose where to place bets, and where to avoid betting altogether” - to zdanie można znaleźć w artykule Thomasa STEWARTA (Stewart, 2000, s. 202), jednego z wybitnych analityków finansowych, członka kolegium redakcyjnego magazynu *Fortune*. Wskazuje on na fakt, że ryzyko ma także i dobre strony, stanowi „okazję”, szansę na coś lepszego, czego bez ryzyka by nie było. Stąd nie wszyscy i nie w każdych okolicznościach unikają ryzyka. Decydenci mogą mieć zatem różne wobec niego nastawienie. Stąd też różne miary ryzyka powinny uwzględniać te różne postawy wobec ryzyka.

Analizą postaw decydenta wobec ryzyka związanego z konsekwencjami jego decyzji zajmuje się ogólna teoria decyzji, zarówno normatywna, jak i behawioralna. Wyróżnia ona, a za nią inne dyscypliny w tym ekonomia, trzy zasadnicze postawy wobec ryzyka. Pierwszą z nich jest awersja do ryzyka. Decydent wtedy będzie potrzebował możliwe największych nadziei na przyszłe zyski, aby pokonać niechęć do ryzyka. Im dana jednostka bardziej unika ryzyka, tym większe muszą być szanse na wygraną. Osoba unikająca ryzyka nie weźmie udziału w grze uczciwej, czyli - luźno mówiąc - takiej, w której prawdopodobieństwo wygranej jest takie samo jak przegranej (Ogryczak, Ruszczyński, 2002). Kolejną postawą wobec ryzyka jest postawa neutralna. Osobę taką interesuje tylko to, czy uczestnictwo w grze przyniesie jakieś zyski. Taka osoba nie podejmie ryzyka gry wtedy, gdy szanse na wygraną są małe. Trzecią postawą jest skłonność (zamiłowanie) do ryzyka. Osoba lubiąca ryzyko podejmie wyzwanie nawet wtedy, gdy prawdopodobieństwo przegranej będzie przeważać. Im silniejsza jest postawa zamiłowa-

nia do ryzyka, tym wyższe powinny być szanse przegranej, aby skłonić taką osobę do wycofania się z gry.

3.2. Ryzyko w działalności inwestycyjnej

Jest wiele sposobów na inwestowanie, czyli przeniesienie stanu majątku z teraźniejszości do przyszłości. Można lokować pieniądze w banku, kupować obligacje, kruszce, towary czy też nieruchomości. Ryzyko związane z inwestycjami w akcje jest większe niż w lokaty z paru powodów. Nie wiemy czy spółka, której akcje mamy na uwadze, osiągnie zyski, a jak osiągnie zyski, to nie wiemy jakie. Od zysków zależą dywidendy, które są składową stopy zwrotu. Im bardziej pesymistyczne prognozy, tym niższe dywidendy w skrajnym przypadku zarząd spółki może zdecydować o braku dywidendy. Kolejną niewiadomą są zyski kapitałowe, które mogą się diametralnie zmieniać. Jeżeli prognozy będą wskazywały na to, iż sytuacja spółki będzie dobra, będzie można liczyć na zyski kapitałowe. Jedną z przyczyn wzrostu cen akcji jest fakt, iż ludzie kupują je, przewidując osiągnięcie zysków kapitałowych. Jeżeli natomiast okaże się nagle, że sytuacja nie jest pewna, a prognozy są gorsze niż zakładane, cena za akcje danej spółki natychmiastowo spadnie. Można ograniczyć się do stwierdzenia, że kursy akcji i ich dochodowość w dużej mierze zależą od bieżących oczekiwań co do przyszłych cen akcji i wysokości zysków kapitałowych. Ponadto na rynkach spekulacyjnych nie ma pewności co do trwałości przyszłych notowań spółek. W rzeczywistości, to ciągłe zmiany ocen wysokości przyszłych zysków kapitałowych (zmiany prognoz) powodują gwałtowne zmiany cen akcji i ich dochodowości (Grzybowski, 2002). Zatem źródła ryzyka w inwestowaniu często leżą w środowisku zewnętrznym oraz zależą od wielu czynników. Ryzyko w inwestowaniu można postrzegać w dwojaki sposób: po pierwsze jako zagrożenie, czyli możliwość osiągnięcia strat; po drugie jako niezgodność w stosunku do zakładanych prognoz. Prognoza może być zarówno niższa, jak i wyższa niż oczekiwana wartość.

W praktycznych problemach podejmowania decyzji często dąży się do tego, aby nie tylko stwierdzić, czy i jak duże ryzyko wy-

stępuje, ale również jak można zmniejszyć ryzyko związane z podejmowaniem decyzji. Jedną z możliwości pojawiających się w praktyce jest wykorzystanie dostępnej decydentowi informacji a priori, a drugą - szczególnie ważną w kontekście decyzji finansowych czy też - ogólniej ujmując - gospodarczych jest przeprowadzanie symulacji przebiegu zjawisk (różnorodnych scenariuszy) metodami *Monte Carlo*. Szczegółowy opis znajduje się w pracach Grzybowskiego (Grzybowski, 2002, s. 122-127), oraz (Grzybowski, 2002).

3.3. Metody oceny ryzyka w teorii finansów

Jak już wspomniano, istnieją różne miary ryzyka. W artykule tym przedstawione zostaną wartości miar ryzyka, obliczone dla poszczególnych spółek, przy czym większość z tych metod można wykorzystać również do analizy *portfolio*. Chodzi tu zatem o następujące miary:

- Wariancja, odchylenie standardowe i przeciętne stóp zwrotu (*variance of returns, standard deviation of returns*),
- Semiwariancja oraz semiodchylenie standardowe stopy zwrotu (*semivariance of returns, semideviation of returns*),
- Poziom bezpieczeństwa, poziom ufności (*safety level, confidence level*),
- Prawdopodobieństwo nieosiągnięcia poziomu aspiracji (*aspiration level*),
- *Value-At-Risk* (VaR)
- *Conditional Value-At-Risk* (CVaR)
- Współczynnik zmienności stopy zwrotu (*coefficient of variation*).

Ponieważ obliczenia były prowadzone w oparciu o dane historyczne, więc do obliczeń przyjęto, zgodnie z literaturą przedmiotu, następujące wzory:

- **Wariancja i odchylenie standardowe stóp zwrotu**

Podczas obliczania wariancji oraz odchylenia standardowego na podstawie danych historycznych można skorzystać z następującego wzoru:

$$v = \frac{1}{n-1} \sum (R_i - \bar{R})^2$$

gdzie: R_i jest nominalną stopą zwrotu, a \bar{R} jest średnią stopą zwrotu obliczoną dla wszystkich danych. Jak zwykle, odchylenie standardowe s jest pierwiastkiem z wariancji.

- **Semiwariancja oraz semiodchylenie standardowe stopy zwrotu**

W przypadku danych historycznych stosuje się następujący wzór:

$$sv = \frac{1}{n-1} \sum d_i^2$$

gdzie:

$$d_i = \begin{cases} R_i - \bar{R} & \text{gd}y \quad R_i - \bar{R} < 0 \\ 0 & \text{gd}y \quad R_i - \bar{R} \geq 0 \end{cases}$$

Semiodchylenie standardowe stopy zwrotu ss jest pierwiastkiem z semiwariancji.

Ponadto do obliczeń zamiast średniej stopy zwrotu, można przyjąć daną stopę zwrotu przyjętą przez inwestora. Przy takim podstawieniu, analogicznie pod uwagę bierze się ujemne odchylenia z tą różnicą, że od konkretnej stopy przyjętej przez inwestora.

- **Odchylenie przeciętne**

Wzór oparty o dane historyczne ma następującą, znaną powszechnie postać:

$$v = \frac{1}{n} \sum |R_i - \bar{R}|$$

- **Poziom bezpieczeństwa, poziom ufności**

Poziom bezpieczeństwa (*safety level, confidence level*) zwany także poziomem ufności, jest kwantylem rzędu α rozkładu stóp zwrotu, a jego empiryczne oszacowanie to liczba R_b , od której część α obserwowanych stóp zwrotu jest nie większa, a część $1-\alpha$ jest nie mniejsza. Liczba α , to w praktyce zadana wartość prawdopodobieństwa, która jest wystarczająco mała by inwestor zgodził się na taką szansę poniesienia strat. Pozostaje jeszcze dowiedzieć się, jak wielkie starty może ponieść z tym właśnie prawdopodobieństwem. Prawdopodobieństwo to jest zatem wartością przyjętą przez inwestora, w zależności od indywidualnego podejścia do ryzyka może to być dowolna liczba bliska 0. Często przyjmowana jest wartość $\alpha=0,05$. Interpretacja tej wielkości bywa następująca: mówi nam ona, że bardzo mało prawdopodobne jest nieosiągnięcie stopy zwrotu inwestycji poniżej poziomu bezpieczeństwa. Mówiąc inaczej, istnieje bardzo duże prawdopodobieństwo, że stopa zwrotu będzie równa co najmniej poziomowi bezpieczeństwa.

- **Prawdopodobieństwo nieosiągnięcia poziomu aspiracji**

Prawdopodobieństwo nieosiągnięcia poziomu aspiracji P_a jest z kolei prawdopodobieństwem tego, że inwestor nie osiągnie założonej wartości stopy zwrotu. Dokładniej mówiąc, jest jego oszacowaniem uzyskanym na podstawie danych historycznych.

- **Value At Risk i Conditional Value-at-Risk**

Value At Risk (w skrócie nazywana VAR) jest jedną z najpopularniejszych i zarazem mającą największe zastosowanie w praktyce metod miar ryzyka. Metoda ta ma w założeniu odpowiadać inwestorom na pytanie typu: „Jak dużo mógłbym stracić w naprawdę złym miesiącu?”. VaR określamy wzorem:

$$P(W \leq W_0 - VaR) = \alpha$$

gdzie: W_0 – obecna wartość inwestycji, W – wartość końcowa inwestycji, α – wartość prawdopodobieństwa (poziom tolerancji)

Z tego wynika, że w przeciwieństwie do poprzednich miar, ta miara wyraża się w jednostkach pieniężnych (wartościach inwesty-

cji), a nie w procentach. Przy zastosowaniu metody VAR należy pamiętać o tym, iż im dłuższy horyzont inwestycyjny lub wyższy stopień pewności, tym wartość VAR będzie się zwiększać (Kuziak, 2003).

W niniejszym artykule zastosowano cztery różne metody obliczania *Value At Risk*. Pierwszą z nich jest metoda opierająca się na danych historycznych. Kolejną jest metoda wariancji-kowariancji, której odpowiednią wartość VaR otrzymuje się na podstawie rozkładu teoretycznego, którego nieznanne parametry zostały oszacowane na podstawie danych historycznych. W tym przypadku będzie to rozkład normalny. Trzecia metoda, to metoda *Monte Carlo*, obejmująca opracowanie modelu przyszłych stóp zwrotu. W symulacjach *Monte Carlo* losowo generuje się próby, a następnie określa się VaR analogicznie, jak w przypadku danych historycznych. Kolejną miarą blisko związaną z miarą *Value-At-Risk* jest alternatywna do niej warunkowa wartość zagrożona – *Conditional Value-at-Risk* (w skrócie: CVaR), której wartość teoretyczna wyraża się wzorem:

$$CVaR(X) = E(X | X \leq X_\alpha),$$

gdzie: X - to wielkość waloru (zmienna losowa), a X_α - to kwantyl rzędu α rozkładu wartości waloru.

Metoda warunkowej wartości zagrożonej jest alternatywną metodą, na podstawie której można obliczyć przypuszczalne straty, jakie można napotkać podczas inwestowania. CVaR jest wartością oczekiwaną wyznaczoną ze wszystkich możliwych strat przekraczających maksymalną stratę wyznaczoną przez VaR. Stąd jest ona bardziej realistyczna. Sama definicja CVaR pokazuje, że za pomocą metody VaR nigdy nie otrzyma się większej wartości możliwej straty, niż w przypadku CVaR. Metoda VaR podaje - ogólnie rzecz biorąc - wartość *najmniejszą* z możliwych (zagrożonych) strat i dlatego można uznać, że metoda VaR jako metoda oceny ryzyka jest zbyt optymistyczna i jako taka jest często krytykowana (Pflug, 2000). Najsłynniejszą monografią zawierającą obszerną krytykę metody VaR jest książka amerykańskiego statystyka Nassima

TALEBA „*The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*” (Taleb, 2007).

- **Współczynnik zmienności stopy zwrotu (*coefficient of variation*)**

Współczynnik zmienności jest względną miarą ryzyka, która łączy daną miarę ryzyka z przeciętnym poziomem dochodu (u nas mierzonym średnią stopą zwrotu). Definiuje go się za pomocą wzoru:

$$CV = \frac{S}{\bar{R}}$$

Z wzoru wynika, iż współczynnik ten jest wielkością niemianowaną. Stanowi on o tym, jak wiele ryzyka mierzonego odchyleniem standardowym przypada na jednostkę dochodu mierzonego oczekiwaną stopą zwrotu. Zmniejszanie ryzyka w tym kontekście prowadzi do wybierania akcji o niskiej zmienności, czyli minimalizacja ryzyka odbywa się poprzez minimalizację współczynnika stopy zwrotu (Jajuga, Kuziak, Markowski, 1998). Powinno się także zwrócić uwagę na fakt, że można stosować powyższy wzór, stosując inną miarę ryzyka bezwzględnego niż odchylenie standardowe oraz inną miarę dochodu. Otrzymuje się wtedy inny wskaźnik zmienności o podobnych właściwościach interpretacyjnych. Według JAJUGI ważnym faktem jest, iż najważniejsze decyzje, pomagające podjąć decyzję inwestycyjną, uzyskuje się, gdy akcje mają zbliżony poziom ryzyka do poziomowi dochodu (Jajuga, Kuziak, Markowski, 1998).

4. Analiza metod ocen ryzyka inwestycji giełdowych na podstawie danych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie

W badaniu metod oceny ryzyka inwestycji giełdowych wytypowano 8 spółek notowanych w latach 2006-2009 na warszawskim parkiecie, w przypadku których był możliwy dostęp do informacji o cenach wybranych instrumentów finansowych. Istotnym faktem był też okres notowań. Wybrane spółki były notowane bez przerwy od dnia 3 sierpnia 2006 r. do 31 lipca 2009 r. W wybranym okresie

nie występowały splity akcji, ani dodatkowe emisje, co także jest warte podkreślenia. Zdecydowano, że pod uwagę będą brane notowania na zamknięciu sesji. Wybrane spółki reprezentują 8 różnych branż z sektora bankowego, developerskiego, telekomunikacyjnego, farmaceutycznego, konsultingowego, restauracyjnego, przemysłu lekkiego (branży włókienniczej), przemysłu ciężkiego (metalowego). Ponadto firmy różnią się zarówno kapitalizacją (od 100 mln do ponad 16 mld PLN), jak i wielkością obrotów. Największe trzy z nich należą do indeksu WIG20, trzy kolejne - średniej wielkości spółki z indeksu mWIG40, oraz dwie – najmniejsze, należące do sWIG80. Do wybranych spółek - jako podstawy analizy ryzyka - należą: AmRest Holdings SE (EAT), BIONTON S.A. (BIO), BRE Bank S.A. (BRE), Gant Development S.A., KGHM Polska Miedź S.A. (KGH), LUBAWA S.A. (LUB), MCI Management S.A. (MCI) oraz Netia S.A. (NET).

4.1. Dane empiryczne

Dane wykorzystane w artykule pochodzą z sesji giełdowych realizowanych w okresie od 3 sierpnia 2006 r. do 31 lipca 2009 r.. W tym okresie dzwonek na warszawskim parkiecie zadzwonił 755 i tyle też było notowań dla każdej z wybranych spółek. Dane, które zgromadzono to dla każdej spółki: kurs otwarcia, kurs zamknięcia, minimalny oraz maksymalny kurs podczas sesji oraz wolumen obrotu. Ze względu na specyfikę danych, w niniejszym badaniu wykorzystano kursy zamknięcia, ponieważ są to kursy, które są ustalane zawsze na zamknięcie sesji i z praktycznego punktu widzenia analitykowi pozostaje więcej czasu na przygotowanie analiz (w przypadku kursów otwarcia byłoby to tylko 30 minut – wg harmonogramu sesji), natomiast kursy maksymalne i minimalne nie są aż tak miarodajne, ponieważ zawsze może ktoś przez „pomyłkę” sprzedać/kupić pakiet akcji dużo drożej/taniej niż faktyczna cena podczas sesji. Dane zostały zgromadzone w oparciu o dziennik Rzeczpospolita. W niniejszym opracowaniu przedstawiona będzie analiza ryzyka inwestycyjnego w półrocznym horyzoncie czasowym, gdzie analizowano 125 dniową stopę zwrotu (właściwie należałoby powiedzieć, że w horyzoncie 125 sesji). W zestawach danych z obli-

czoną 125-dniową stopą zwrotu, ilość danych wynosi 630 (755-125) w jednym zbiorze opisującym daną spółkę (w sumie było osiem takich zbiorów).

4.2. Wyniki analizy metod ocen ryzyka inwestycji giełdowych na przykładzie wybranych spółek

Wskazane wcześniej miary ryzyka były wyliczane przy użyciu arkusza kalkulacyjnego Microsoft Excel 2007. Ich wartości były obliczone dla danych historycznych na podstawie, których wyliczone zostały stopy zwrotu. Metoda symulacji *Monte Carlo* była stosowana (obok danych historycznych) do obliczenia wskaźnika *Value-At-Risk*. Otrzymane rezultaty przedstawia poniższa tabela.

- **Wariancja, odchylenie standardowe i przeciętne stóp zwrotu wybranych spółek**

Tab. 1. Wariancja, odchylenie standardowe i przeciętne stóp zwrotu wybranych spółek (horyzont 250 dniowy, dane historyczne)

<i>Spółka</i>	<i>Wariancja</i>	<i>Odchylenie Standardowe</i>	<i>Odchylenie przeciętne</i>
AMREST	36,3080 %	60,2561 %	41,4872 %
BIOTON	2,0170 %	14,2022 %	8,6286 %
BRE	36,4063 %	60,3377 %	37,9621 %
GANT	496,5919 %	222,8434 %	118,7575 %
KGHM	11,5744 %	34,0212 %	23,8960 %
LUBAWA	9,3540 %	30,5844 %	19,0232 %
MCI	203,0520 %	142,4963 %	89,4773 %
NETIA	3,0640 %	17,5043 %	10,8025 %

Źródło: opracowanie własne.

Powyższa tabela pokazuje różnicę przy porównywaniu odchyleń przeciętnych oraz standardowych. Należy to uwzględnić, zwłaszcza w kontekście popularnej interpretacji tych odchyleń jako „przeciętnej odległości” faktycznych realizacji od wartości oczekiwanej (średniej). Bardzo duże różnice są widoczne w spółce GANT oraz w spółkach BRE oraz MCI. Odchylenia różniły się w przypadku GANT’a prawie dwukrotnie. Zwraca też uwagę fakt, że jed-

nostkowe, a nawet znaczne zaburzenia kursów mogą nie zostać wykryte poprzez te miary w przypadku dużej liczby danych. Jest to wprawdzie oczywiste, ale też niepokojące z punktu widzenia inwestora, gdyż jak pisał Nassim TALEB - „*Finance is an area that's dominated by rare events*” - w wypadku spółki GANT było to szczególnie widoczne na rozkładzie empirycznym, gdyż spółka posiadała najwyższe stopy zwrotu.

• **Semiwariancja oraz semiodchylenie standardowej stopy zwrotu**

Wyniki analizy semiwariancji i semiodchylenia różnią się od wyników uzyskanych przy obliczaniu wariancji i odchylenia standardowego, co wynika z konstrukcji tych miar. Mierzą one ryzyko w sensie jedynie pesymistycznym, tj. odpowiadają tym inwestorom, którzy nie widzą w ryzyku szansy na większe zyski. Wprawdzie najbardziej ryzykowną spółką okazuje się GANT, a najmniej ryzykowną NETIA, to różnice między poszczególnymi walorami nie są aż tak wielkie (por. tab. 2). Specyfika semiodchylenia polega na tym, iż bierze się tu pod uwagę tylko ujemne odchylenia od stopy zwrotu. Tak więc, różnice w ryzyku w poszczególnych walorach nie były, aż tak duże jak mogłaby to sugerować wariancja oraz odchylenie standardowe.

Tab. 2. Semiwariancja i semiodchylenie standardowe stóp zwrotu wybranych spółek (horyzont 125 dniowy, dane historyczne)

<i>Spółka</i>	<i>Od średniej stopy zwrotu</i>		<i>Od wartości k = -5 %</i>	
	<i>SemiWariancja</i>	<i>SemiOdchylenie</i>	<i>SemiWariancja</i>	<i>SemiOdchylenie</i>
AMREST	12,7863 %	35,7579 %	9,0529 %	30,0880 %
BIOTON	3,3333 %	18,2573 %	14,5149 %	38,0984 %
BRE	12,2829 %	35,0469 %	11,4043 %	33,7702 %
GANT	127,0129 %	112,7000 %	20,0728 %	44,8027 %
KGHM	18,6507 %	43,1864 %	14,5163 %	38,1002 %
LUBAWA	5,9885 %	24,4714 %	10,6740 %	32,6711 %
MCI	54,3360 %	73,7130 %	22,5431 %	47,4795 %
NETIA	2,3341 %	15,2778 %	2,1675 %	14,7225 %

Źródło: opracowanie własne.

Zatem analizując teoretyczne podstawy tych dwóch wskaźników oraz praktyczne wyniki, można zauważyć dużą wadę „zwykłego” odchylenia standardowego, ponieważ nie uwzględnia ono, w którą stronę następowały wahania kursu (w górę czy też w dół). W przypadku semiodchylenia, miara ta informuje jedynie o niekorzystnych odchylniach, więc to jest jej przewagą. W sytuacji gdy decydent nie interesuje się szansami wygranej (pozytywny aspekt ryzyka), a jedynie zabezpiecza przed stratą, to jest to wada.

Warto zwrócić uwagę na wartości semiodchylenia liczone dla wartości $k = -5\%$, gdzie różnice jeszcze bardziej się zaciera. Podczas wykonywania dalszych analiz można przyjąć także dowolną inną wartość k .

- **Poziom bezpieczeństwa, poziom ufności (*safety level, confidence level*)**

Podczas obliczania poziomu bezpieczeństwa przyjęto trzy możliwe wartości α (0,1; 0,05; 0,01). Powszechnie stosowanymi w praktyce wartościami α są: 0,05 (stosowane przez Bank Inwestycyjny JP Morgan Chase) oraz 0,01 (przyjęte przez Komitet Bazylejski do Spraw Nadzoru Bankowego). Oprócz najbardziej powszechnych wartości, przeprowadzono obliczenia także dla wartości 0,1, która ze względu na specyfikę wskaźnika daje nieco mniejszą pewność, ale wciąż wysoką, bo aż 90 %. Od strony technicznej obliczenia, wymagały one wyliczenia wartości odpowiednich statystyk pozycyjnych (czyli uszeregowania danych stóp zwrotu rosnąco oraz przyporządkowanych im rangi), co umożliwiło w dalszej kolejności odczytanie danego poziomu bezpieczeństwa.

Jak widać, miara ryzyka, którą jest poziom bezpieczeństwa pokazuje inne wyniki jakościowe niż poprzednie miary, ale można się było tego spodziewać, gdyż jest ona oparta na zupełnie innej koncepcji. Dla $\alpha = 0,01$, przy horyzoncie czasowym stóp zwrotu wynoszącym 150 sesji, najbardziej ryzykownym walorem okazał się KGHM z poziomem -77% , natomiast najmniej ryzykowną spółką była NETIA. Co ciekawe, zwiększanie wskaźnika α , spowodowało przetasowanie się spółek w zestawieniu. Przeciętnie spółki wykazywały wzrost poziomu bezpieczeństwa, jednakże w wypadku różnych spółek wzrost ten był istotnie różny. Np. akcje BRE okazały

się bardzo wrażliwe na przyjęty poziom istotności zagrożenia α (w analizowanym kontekście) w zestawieniu.

Tab. 3. Poziom bezpieczeństwa wybranych spółek (horyzont 125 dniowy, dane historyczne)

<i>Spółka</i>	<i>Poziom bezpieczeństwa</i>		
	<i>$\alpha = 0,01$</i>	<i>$\alpha = 0,05$</i>	<i>$\alpha = 0,1$</i>
AMREST	-49,6124 %	-46,5517 %	-42,8866 %
BIOTON	-65,7143 %	-61,1111 %	-56,0847 %
BRE	-72,0670 %	-64,8397 %	-54,8052 %
GANT	-75,9808 %	-68,9258 %	-61,6000 %
KGHM	-77,2952 %	-72,2376 %	-65,5925 %
LUBAWA	-61,3445 %	-57,5397 %	-52,4272 %
MCI	-75,1438 %	-68,9333 %	-61,5031 %
NETIA	-44,4444 %	-29,0323 %	-24,9383 %

Źródło: opracowanie własne.

- **Prawdopodobieństwo nieosiągnięcia poziomu aspiracji**

Tab. 4. Prawdopodobieństwo nieosiągnięcia poziomu aspiracji (horyzont 125 dniowy, dane historyczne)

<i>Spółka</i>	<i>Pr dla wartości Pa = 5 %</i>	<i>Pr dla wartości Pa = 10 %</i>
AMREST	83,4921 %	99,5238 %
BIOTON	88,4127 %	91,7460 %
BRE	65,3968 %	66,9841 %
GANT	66,6667 %	66,9841 %
KGHM	65,5556 %	67,4603 %
LUBAWA	78,7302 %	84,1270 %
MCI	60,0000 %	60,9524 %
NETIA	80,6349 %	82,8571 %

Źródło: opracowanie własne.

Prawdopodobieństwo nieosiągnięcia poziomu aspiracji, w przypadku horyzontu 30-dniowego i wysokości Pa = 5 % było najwyższe dla akcji LUBAWA. Dla tych akcji poprzednie miary ryzyka były na tle konkurencyjnych spółek bardzo dobre, tzn. inwestowanie w spółkę było mało ryzykowne, jednakże tak samo mało prawdopodobne były zyski. We wszystkich zaprezentowanych przypadkach

kach, zarówno dla $Pa = 5\%$, $Pa = 10\%$ najmniejsze prawdopodobieństwo nieosiągnięcia poziomu aspiracji jest dla akcji MCI, co oznacza, że z największą pewnością spośród wybranych spółek zrealizowano zyski 5% oraz 10% w wybranych horyzontach czasowych. Kolejną rzeczą, na którą trzeba zwrócić uwagę, jest bardzo wysokie prawdopodobieństwo nie osiągnięcia 5% i 10% dla akcji BIOTONU i AMRESTU. Okres, w którym zebrano dane, był okresem kryzysu. Niektóre spółki praktycznie przez cały ten okres były w trendzie spadkowym. Świadczy to też o tym, że miara ta nie jest dobrym rozwiązaniem w wypadku kryzysu.

- **Value-At-Risk (VaR) na podstawie danych historycznych**

Tab. 5. Value-At-Risk (horyzont 125 dniowy, dane historyczne)

Spółka	VaR(PLN)		
	$\alpha = 0,01$	$\alpha = 0,05$	$\alpha = 0,1$
AMREST	30,26	28,40	26,16
BIOTON	0,20	0,19	0,17
BRE	138,15	124,30	105,06
GANT	17,25	15,65	13,98
KGHM	65,86	61,55	55,88
LUBAWA	0,63	0,59	0,53
MCI	3,57	3,27	2,92
NETIA	1,81	1,18	1,01

Źródło: opracowanie własne.

VaR pokazuje, jaka kwota przypadająca na akcje jest zagrożona. Różne akcje mają różne ceny. Stąd, np. VaR=0,20 PLN dla Biotonu jest wyższą wartością niż VaR=138 dla spółki BRE, ponieważ cena akcji BRE wynosiła 191,7 PLN, a akcji Biotonu 0,31 PLN. VaR przedstawiona w ujęciu procentowym byłaby poziomem bezpieczeństwa (często jest tak traktowana w literaturze anglosaskiej). Miara ta podaje odpowiedź, ile można stracić z 99,99%, 99,95% lub 99,9% prawdopodobieństwem przeliczając na konkretną akcję. Tego typu informacja może być ważna dla inwestora, gdyż może wpłynąć na jego podejście do ryzyka i uzmysłowić mu jego własną funkcję użyteczności.

- **Value-At-Risk (VaR) obliczane metodą wariancji-kowariancji dla wybranych spółek**

Przy wyliczaniu VaR metodą wariancji-kowariancji korzystano z obliczonych wcześniej oszacowań parametrów rozkładu normalnego $N(\mu, \sigma)$ tj. wartości oczekiwanej μ i odchylenia standardowego σ na podstawie danych historycznych). Obliczanie VaR metodą wariancji-kowariancji jest zatem stosunkowo prostym - od strony technicznej - zagadnieniem, co jest jednocześnie zaletą tej metody, na co zwraca uwagę KUZIĄK (Lindgren, 1977).

Tab. 6. Value-At-Risk obliczone metodą wariancji-kowariancji (horyzont 125 dniowy, dane historyczne)

Spółka	VaR (PLN)			Oszacowania parametrów rozkładu	
	$\alpha = 0,01$	$\alpha = 0,05$	$\alpha = 0,1$	□	□
AMREST	56,55	39,46	30,54	1,90 %	40,60 %
BIOTON	0,28	0,23	0,20	-30,97 %	26,07 %
BRE	200,15	142,50	112,43	-2,86 %	43,58 %
GANT	102,31	67,39	49,17	68,80 %	222,97 %
KGHM	125,35	86,34	65,98	7,50 %	66,36 %
LUBAWA	0,78	0,60	0,51	-17,57 %	25,18 %
MCI	10,98	7,37	5,48	25,60 %	110,18 %
NETIA	2,58	1,86	1,49	-3,94 %	25,47 %

Źródło: opracowanie własne.

Value-At-Risk obliczane metodą wariancji-kowariancji, w porównaniu do klasycznej metody VaR opartej na danych historycznych, będzie obarczone podobnymi błędami, jak w przypadku metody wariancji i odchylenia standardowego. Dlatego spółki o wyższej wariancji automatycznie będą miały dużo wyższą wartość VaR niż w wypadku VaR opartego na danych historycznych. Nie oznacza to jednak, że spółki o niższej wariancji automatycznie będą miały niższe wartości VaR uzyskanego metodą wariancji-kowariancji niż przy pomocy danych historycznych. Wprawdzie istnieją takie przypadki, jak chociażby NETIA, która charakteryzowała się najniższą wariancją, jednakże najniższy wskaźnik VaR ma KGHM, którego wariancja była niska, ale nie najniższa.

- **Value-At-Risk (VaR) obliczane metodą Monte Carlo dla wybranych spółek**

Nieco bardziej wymagającą metodą *Value-At-Risk* jest metoda symulacji *Monte Carlo*. Dane do wyliczeń VaR otrzymano poprzez wylosowanie liczb metodą *Monte Carlo* na podstawie stóp zwrotu z danych okresów. W metodzie *Monte Carlo* losowanie odbywa się zgodnie z założonym rozkładem teoretycznym stóp zwrotu, którego parametry oszacowano na podstawie obserwacji. Z uwagi na to, że zdecydowano się na losowanie danych z rozkładu empirycznego, to można też powiedzieć, że jest to metoda próby losowej (por. tab. 7). W każdym przypadku losowanych było 200 danych. Następnie obliczenia prowadzono analogicznie, jak w przypadku VaR w oparciu o dane historyczne.

Tab. 7. Value-At-Risk obliczone metodą Monte Carlo (horyzont 125 sesji, dane losowe)

Spółka	VaR na podstawie próby losowej (PLN)		
	$\alpha = 0,01$	$\alpha = 0,05$	$\alpha = 0,1$
AMREST	30,83	28,83	26,95
BIOTON	0,21	0,19	0,18
BRE	142,52	129,27	115,02
GANT	17,37	16,03	14,42
KGHM	66,27	61,77	57,69
LUBAWA	0,63	0,59	0,53
MCI	3,57	3,21	2,85
NETIA	1,81	1,09	0,98

Źródło: opracowanie własne.

Metoda ta sprawdza się wtedy, kiedy nie ma dostępu do całości danych historycznych lub też istnieją inne problemy z pozyskiwaniem danych. Wyniki uzyskane tą metodą są bardzo zbliżone do wyników uzyskanych metodą VaR w oparciu o dane historyczne. Wynika to z tego, iż dane były losowane z całości dostępnych danych. Może się zdarzyć w praktyce, że inwestor może nie mieć pełnego obrazu i będzie musiał sam zbudować pewien model. KUZIAK (Kuziak, 2003) zwraca uwagę, że metoda ta jest wyko-

rzyszywana wtedy, gdy nie ma innych możliwości wykorzystania innych metod. Należy stwierdzić, iż metoda ta jest przydatna, ponieważ wprowadza dodatkowy element losowości, bardzo ważny z punktu widzenia wiarygodności oszacowań statystycznych.

- **Conditional Value-at-Risk (CVaR), warunkowa wartość zagrożona**

Conditional Value-At-Risk wyliczane było na podstawie danych historycznych (por. tab. 8). W tym celu dokonano wyznaczenia na podstawie uszeregowanych stóp zwrotu, spełniających warunki określone w części teoretycznej.

CVaR był - podobnie jak poprzednie wskaźniki - obliczany dla trzech wartości α (0,1; 0,05; 0,01). Od strony obliczeniowej, CVaR był wyliczany przy zastosowaniu średniej ważonej pomiędzy VaR a stratami go przekraczającymi. To wymagało - podobnie jak niektóre z poprzednich metod - uszeregowania rosnąco stóp zwrotu z inwestycji, a następnie obliczeniu średniej danych wartości znajdujących się w owych granicach.

Tab. 8. Conditional Value-at-Risk- CVaR (horyzont 125 dniowy, dane historyczne)

Spółka	VaR warunkowe		
	$\alpha = 0,01$	$\alpha = 0,05$	$\alpha = 0,1$
AMREST	30,87	29,66	28,46
BIOTON	0,21	0,20	0,19
BRE	140,58	133,36	125,28
GANT	17,50	16,52	15,56
KGHM	66,77	63,94	61,85
LUBAWA	0,63	0,61	0,58
MCI	3,63	3,44	3,28
NETIA	1,84	1,55	1,32

Źródło: opracowanie własne.

Analiza wyników *Conditional Value-At-Risk* pokazuje, iż dla $\alpha=0,01$ wyniki są praktycznie identyczne jak dla VaR. Jednakże CVaR nie jest tak wrażliwa na zmiany wartości parametru α jak metoda VaR, np. wyniki spółki BRE przy stopach zwrotu 125-

dniowych. Dla $\alpha = 0,01$ wyniki były bardzo podobne (różnica wynosiła ok. 2 PLN), dla $\alpha = 0,05$ różnica ta wynosiła 7 PLN, a dla $\alpha = 0,1$ było to 9 PLN. Ponadto uzyskane wyniki potwierdzają znany z teorii fakt, że metodą CVaR nie uzyskuje się nigdy wartości mniejszej niż w przypadku VaR. Jak już wspomniano wcześniej, wynika to zprost z definicji tych miar.

- **Współczynnik zmienności stopy zwrotu**

Współczynnik zmienności stopy zwrotu, jak już wspomniano w części teoretycznej, łączy wybraną względną miarę ryzyka z daną miarą przeciętnego poziomu dochodu. W tym przypadku brane były pod uwagę dwie różne, względne miary ryzyka: pierwsza z nich to odchylenie standardowe, druga to odchylenie przeciętne. Dochód mierzony był średnią stopą zwrotu w danym okresie. Do wyliczenia współczynnika była zatem potrzebna jedna formuła, która łączyła wcześniej obliczone miary.

Tab. 9. Współczynnik zmienności stopy zwrotu (horyzont 125 dniowy, dane historyczne)

<i>Spółka</i>	<i>Współczynnik zmienności w oparciu o odchylenie standardowe</i>	<i>Współczynnik zmienności w oparciu o odchylenie przeciętne</i>
AMREST	21,35205059	18,59100783
BIOTON	-0,841641107	-0,634493327
BRE	-15,25022023	-12,3602647
GANT	3,240936358	2,220304109
KGHM	8,843341045	6,173962997
LUBAWA	-1,43330381	-1,213746246
MCI	4,303591987	3,483533019
NETIA	-6,465546314	-12,3602647

Źródło: opracowanie własne

Metoda ta służy do pomiaru ryzyka względnego, a otrzymane wyniki pokazują, ile „ryzyka” przypada na jednostkę dochodu. Ryzyko zmierzono w dwojaki sposób: odchyleniem standardowym oraz przeciętnym, które wydaje się być pod wieloma względami korzystniejszą miarą dla osób o słabszym przygotowaniu teoretycz-

nym w zakresie metod ilościowych i słabo wyrobionych intuicjach probabilistycznych. Wyniki uzyskane dla stopy zwrotu 30-dniowej pokazują, iż najwyższy współczynnik zmienności mają akcje BRE oraz KGHM. Spółki te nie należą do największych spółek w zestawieniu, a kurs ich nie jest aż tak zmienny, jak kurs np. spółki GANT czy MCI, co pokazał rozkład empiryczny stóp zwrotu tych spółek. Jednak takie spółki jak GANT i MCI mają dużo wyższe przeciętne stopy zwrotu (w przypadku GANT nawet 10-krotnie wyższe możliwe stopy zwrotu niż BRE). Ponieważ wskaźnik uzależnienia ryzyko od średniej stopy zwrotu, która była wyraźnie wyższa w przypadku mniejszych spółek, to spółka GANT jest spółką, w której przypada najmniej ryzyka na stopę zwrotu. Poniżej jej poziomu znajdują się spółki z ujemnym współczynnikiem zmienności, gdyż ich średnie stopy zwrotu były ujemne. Tak więc paradoksalnie można stwierdzić, że spółki, które były najbardziej ryzykowne (biorąc pod uwagę pierwsze w zestawieniu miary ryzyka), przy obliczaniu współczynnika zmienności okazuje się, że w przeliczeniu ryzyka na jednostkę dochodu, są najmniej ryzykownymi we wszystkich trzech horyzontach czasowych stóp zwrotu. Należy zatem podkreślić, że współczynnik zmienności stóp zwrotu jest raczej miarą odczuwalności tych zmian. Przy dużych przeciętnych dochodach nawet spore zmiany stóp mogą nie być dla inwestora odczuwalne jako ryzykowne.

5. Podsumowanie

Analiza metod oceny ryzyka przedstawiona w pracy prowadzi do ciekawych z punktu widzenia praktyki wniosków. Duże różnice w wynikach wystąpiły pomiędzy miarami opartymi na wariancji i odchyleniu standardowym a miarami *Value-at-Risk*. Świadczy to o tym, że nie da się jednoznacznie stwierdzić, która inwestycja jest obciążona małym ryzykiem w obecnej sytuacji rynkowej. Analiza taka wymaga uwzględnienia wielu czynników. Nasuwa się zatem wniosek, że powinno się zawsze korzystać z wielu metod i odpowiednio interpretować uzyskane wyniki, ponieważ korzystanie tylko z jednej grupy metod może dać niewiarygodny wynik.

W dzisiejszych czasach wiele instytucji opiera analizę ryzyka, bazując na metodzie *Value-at-Risk*. W warunkach stabilnego rynku, z pewnością jest to dobra metoda. Jednak w okresie 2006-2009, jak pokazują analizy, nie powinna być ona jedynym kryterium wyboru. Ciekawą alternatywą okazała się metoda *Conditional Value-At-Risk*, ponieważ nieco ostrożniej pozwala dokonać oceny danych instrumentów finansowych.

Kolejną ważną rzeczą jest dobranie danego wskaźnika pod kątem konkretnego inwestora oraz pod kątem tego, jaki jest jego stosunek do ryzyka i jak wygląda jego krzywa użyteczności. W zależności, od tego można dobrać metody ocen ryzyka uwzględniające tylko negatywne odchylenia od zakładanej normy, jak np. semiwariancja. W wypadku, gdy ryzyko jest postrzegane przez decydenta zarówno jako możliwa strata, ale też jako szansa na ewentualny większy zysk cenniejszą miarą będzie wariancja. W wypadku, gdy inwestor chce mierzyć ryzyko w proporcji do oczekiwanych zysków godnym uwagi może okazać się współczynnik zmienności. W analizie VaR metodą wariancji-kowariancji wartość zagrożona na akcje była większa niż wartość akcji, co oczywiście jest nie możliwe i pokazuje bezużyteczność tej metody w przypadku okresu silnych spadków na rynkach. Z analizy opartej o dane losowe otrzymano wyniki tożsame z wynikami opartymi o dane historyczne. Świadczy to tym, że budowanie modeli opartych o dane losowe może być przydatne w wypadku, gdy brak jest dostępu do kompletnych danych historycznych.

Literatura

- Banaszczak-Soroka U., *Instytucje i uczestnicy rynku kapitałowego*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Grzybowski A., *On some regression estimators incorporating prior information - cross-validation analysis*, w: T. Dohi, N. Limnios, S. Osaki (eds), *Proceedings of 2nd Euro-Japanese Workshop on Stochastic Risk Modelling for Finance, Insurance, Production and Reliability*. Chamonix 2002, s. 122-127.
- Grzybowski A., *Metody wykorzystania informacji a priori w estymacji parametrów regresji*. Wydawnictwo Politechniki Częstochowskiej, Seria Monografie No 89, Częstochowa 2002.
- Jajuga K., *Rynek wtórny papierów wartościowych*. Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2006.
- Jajuga K., Kuziak K., Markowski P., *Rynek Kapitałowy. Inwestycje Finansowe*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 1998.
- Kuziak K., *Koncepcja Wartości zagrożonej VaR (Value At Risk)*. Statsoft Polska, Wrocław 2003.
- Lindgren B.W., *Elementy Teorii Decyzji*. Wydawnictwo Naukowo-Techniczne, Warszawa 1977.
- Ogryczak W., Ruszczyński A., *Dual Stochastic Dominance and Quantile Risk Measures*. "International Transactions in Operational Research", Vol. 9, 2002
- Pflug G.Ch., *Some remarks on the value-at-risk and the conditional value-at-risk*, w: S. Uryasev (ed.), *Probabilistic Constrained Optimization: Methodology and Applications*. Kluwer Academic Publishers, 2000.
- Taleb N.N., *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*. New York, Random House, 2007.
- Stewart T.A., *Managing Risk in the 21st Century*. "Fortune", No. 7, 2000, s. 202.

CREDIT RATING MODELING AND WORLD FINANCIAL CRISIS

MODELOWANIE PROCESU RATINGÓW KREDYTOWYCH A ŚWIATOWY KRYZYS FINANSOWY

Bohdan KYSHAKEVYCH^{*}, Myron BABYAK^{}**

Streszczenie

W artykule przedstawiono zagadnienia dotyczące znaczenia modeli ratingowych we współczesnym systemie zarządzania ryzykiem, jak również rolę największych agencji ratingowych w ramach światowego kryzysu finansowego. Ponadto wskazano również na konieczność rozwoju systemu ratingowego dla Ukrainy.

1. Introduction

Recently some Ukrainian companies have spoken about their refusal to use the services of international rating agencies. It should be noticed that not only Ukrainian problematic financial institutions have refused. The banks, «Nadra» and «Rodovid», which have refused the services of the Fitch agency, are among such financial institutions, but «Credit Prombank» and «Credit-Dnipro» can hardly be referred to them. The open joint-stock company «Azovstal'» decided to refuse from S&P forecasts in spite of stable growth of its production during the last months. Similar tendencies have been observed in other countries. The rating market in Ukraine is developed poorly enough. The international ratings agencies (Standard & Poor's, Moody's Investors Service, Fitch Ratings) ac-

^{*} Bohdan KYSHAKEVYCH, PhD, Ivan Franko Drohobych State Pedagogical University, Communicative Technologies Department (Ukraine).

^{**} Myron BABYAK, PhD, Ivan Franko Drohobych State Pedagogical University, Management and Marketing Faculty (Ukraine).

tually present the borrowers' and issuers' estimation from the point of view of North American institutional investors. They do not take into account the national specificity of developing countries and countries with a transitional economy. All these facts have made Ukrainian banks revise their attitude toward credit risk management rating models, and stress the necessity for development of powerful domestic rating agencies.

Recently a lot of scientific researches have been dedicated to the questions of the use of both external and internal ratings systems. This subject became especially actual in connection with Basel II standards introduction and the world financial crisis reasons analysis, as many experts accuse of it mainly leading international ratings agencies. The articles of BARTON Thomas, SHENKIR William, ALTMAN and others are dedicated to questions about the use of rating models.

The task of the article is to analyse the prospects of Basel II recommendations introduction in relation to the use of internal rating risks evaluation (IRB), to show the necessity of international ratings agencies work methods reformation as it has been already done in the European Union.

2. The credit rating agencies role in the world financial system

Today's world financial crisis has become a serious lesson for world rating practice as it showed that the most influential ratings agencies, the history of which counts almost one hundred years, have appeared to be unready for rating activity in undeveloped markets. One of the main analytical sources for the rating conferment are the agencies' statistical data bases concerning "rating level – default probability" (Тимкин, 2007, p. 24-28).

It is obvious that in such situation the profits of rating agencies decrease. Thus, for example, Moody's capitalization makes 3,9 milliards of US dollars. In comparison with February 2007 it reached 17 milliards. The price of one share fell down from 72,6 dollars in 2007 to 16,5 dollars today. The financial results are in the same situation. According to the agency report data, published on March, 2 2009, the proceeds in 2008 decreased on 22,3 % in com-

parison with the last year (from 2,3 to 1,75 milliards of US dollars). The net profit was reduced by the third - from 701 to 457 millions. Despite the fact that the annual profitability of company still reached 26 % (although in 2007 it exceeded 53,6 %) (Balthazar, 2004, p. 84-85), the inevitable decrease of this index should be expected. It becomes obvious after a detailed analysis of year 2008 profitability - it gradually falls from 28 % in the first quarter to 22 % in the fourth.

It should be noted that most issuers have not yet completely rejected the rating agencies, but choose only one of them for the estimation. It must strengthen the competition and will make keep stronger to their subscribers, and this will in its turn increase the opacity of this sector and will naturally lead to the decrease of ratings' objectivity. And this after all will unavoidably result in a number of unplanned bankruptcies. Such impact on authority can become the beginning of the end of rating-makers (BCBS, 2003).

European Union will control ratings agencies. EU makes a step to the hard adjusting of ratings agencies activity. The deputies of Euro parliament worked on the responsibility for the unconscientiously appropriation of ratings. They were not satisfied with the work rating agencies showed from time to time in the financial world. In Europe, for example, agencies of «the big three» were not much loved – Standard & Poor`s, Fitch, and Moody`s. The EU even discussed the idea of its own international rating agency creation. The point is that practically all leaders for to ratings are American companies. Commission for valuable papers of the USA (SEC) examines information of ratings agencies as nationally acknowledged statistics.

The European Parliament Committee accepted a bill about adjusting of ratings agencies activity. In comments to this document European power spoke negatively of their role during a financial crisis (Bissoondoyal-Bheenick, 2005, p 251-280).

First in the history of Europe the approving of a bill foresees the direct adjusting of agencies activity. Now the latter will be obliged to expose information about agreements with the clients on questions of reward and to provide the rotary press of analysts for the increase of estimations objectivity. Control of ratings structures

will be passed to Committee of the European securities regulators (CESR).

The process of a bank credit risk management should be conducted on two levels – individual and portfolio. A credit risk management at individual level foresees the estimation of solvency of separate borrowers, and also determination of minimum necessary profitableness on every credit. While the portfolio level of a credit risk management includes the process of estimation of the combined credit risk of bank credits brief-case, and also determination of optimum structure of credit brief-case with the recognition of bank credit resources limits (Карминский, 2005, p. 45-56). New Basel agreements (Basel II) have additional requirements in forming and explanation of the inside ratings for the solving of typical tasks of risk-management on the basis of public accessible information.

The solvency estimation of separate borrowers is a necessary element for the further subsequent analysis of credit risk, which consists in the estimation of default probability, and also credit ratings of separate borrowers. Default is a basic characteristic of credit risk and its most bright display. In a financial risk-management encyclopedia default is determined as «non-fulfilment by a contractor by virtue of insolvency or unwillingness of the credit agreement conditions or market agreement» (Balthazar, 2004, p. 84-85).

The two most influential world rating agencies, Standard&Poor's and Moody's, use different determinations of default. «Standard & Poor's determines default as first skipped payment of capital amount of debt or percentage allocations». Rating agency Moody's uses a harder determination of default, i.e. «any skipped or deferred payment, or restructuring of debt, directed on diminishing of borrower obligations volume or arbitrary simplification of the initial loan agreement conditions».

3. Steps towards the rating agencies control

Moody's, Fitch, and Standard & Poor's, remains unbroken. By awarding high ratings to junk securities, they fuelled financial market excesses. Now they are taking countermeasures by brutally downgrading securities. In doing so, they are making the crisis even worse.

The question is: Why were they right? What are the lessons to be learned from the debacle? And who should be issuing ratings in the future, and according to what criteria? These issues are at the centre of bitter disputes in the financial industry. The major agencies' ratings determine the success or failure of bonds, structured financial products and entire companies. Even the creditworthiness of countries can suffer if the agencies' analysts form poor opinions of their finances. That happened to Spain in January, when its government bonds were downgraded, promptly causing a rise in Spanish interest rates. Each of the agencies' plus or minus signs automatically triggers the flow of billions. When Standard & Poor's, Moody's, or Fitch downgrade a company's securities, it routinely triggers a panic, forcing the affected company to obtain new capital as quickly as possible, while large funds caught in this predicament automatically sell their holdings. This was the way of the past, and, despite all criticism, it continues to be standard practice today (see tab. 1).

The criticism has prompted investors to hold Moody's and the other two major rating agencies responsible for their losses. Regulatory agencies and governments in Europe and the United States plan to impose sharp restrictions on the major agencies, which, in turn, are fighting desperately to preserve their reputation.

Tab. 1. Rating agencies financial results 2008

	<i>Fitch</i>	<i>Moody's</i>	<i>Standard & Poor's</i>
Employees	3,000	3,900	8,500
Revenues	\$882 mil	\$1.755 bil	\$2.645 bil
Profit	\$246 mil	\$748 mil	\$1.055 bil
Market share in 2007	about 16 %	about 39 %	about 40 %

Source: DER SPIEGEL 19/2008.

That reputation has suffered greatly, especially after the US Securities Exchange Commission (SEC) published a report on an investigation that contained damaging e-mails written by agency analysts. In the report, one analyst writes: "Even if cows were putting this deal together, we would still issue a rating." Another writes: "Let's hope we're all rich and retired when this house of cards collapses" (Balzli, Hornig, 2009).

The core of the problem lies in the agencies' business model. They are paid to issue their ratings by precisely those companies whose securities they rate - that is, the issuers of bonds and financial products. Those companies, in turn, are eager to achieve high ratings. The Big Three can be likened to aging hippies within a group of teachers, who receive joints from their students and, in the resulting constant state of euphoria, give them the highest grades in return.

Practically everything is up for renegotiation right now. Everyone - from the SEC and the US government in Washington to the European Union and German's financial regulatory agency - is talking about the need for deep-seated reform in the industry. And there is widespread agreement that the scenarios in which investors suffered huge losses after blindly trusting the rating agencies should never be repeated.

The sharpest critics are calling for full disclosure, not unlike the health warnings on cigarette packages, using phrases like: "Warning: This rating was paid for by the issuer of this security." They would be even more pleased to see the establishment of a new business model for the Big Three, one in which investors instead of issuers would subscribe to their ratings, the argument being that investors have the greatest stake in hard-hitting analyses (Balzli, Hornig, 2009).

This was precisely the concept with which John Moody made a name for his company in 1909, when it issued ratings of highly volatile railroad bonds. During the 1929 market crash, none of the securities he had rated highly suffered sharp price declines - evidence of his highly reliable ratings. Investors trusted Moody and were more than willing to pay for his objective analyses. But in the 1970s, his successors and competitor Standard & Poor's changed

their business model. From then on, they charged the issuers of securities for their analyses. At the same time, they developed a thriving consulting business. Sales and profits went through the roof. It was a foolproof business, despite the occasional errors of judgment. Ratings are always in demand, in good and bad times, and in many cases they are even required by regulators. The industry is not unaccustomed to seeing 30 percent returns.

In response to significant pressure, the Big Three are now working on their image. They want to change a little in order to save their highly profitable, oligopoly-like business model. A researcher at the Stephen M. Ross School of Business says statistical models that predict loan defaults failed to warn lenders about risky borrowers because these models rely too much on hard information, such as credit scores and loan-to-value ratios, and not enough on soft information from personal contact with borrowers, such as a person's job security, upcoming expenses, or other observable behaviours that may help predict the likelihood of default.

However, statistical models designed for low-securitization periods - where the original lender holds the loan - rely on more personal information. Those models break down when applied in a high-securitization period, the research shows. The result is that defaults are under-predicted for borrowers for whom soft information is more valuable, such as those with little documentation, low FICO scores and high loan-to-value ratios. The researchers say lenders' incentives to collect soft information changed because of the tremendous growth in securitization in the subprime sector after 2000. When a lender sells the loan to a third party, the original lender no longer bears the risk of default on the loan.

Conversely, in a world without securitization, default by the borrower directly hurts the lender, they say. That increases the incentive to analyze soft information in such instances. One broad implication of their findings is that regulations that rely on such models to assess default risk may be undermined by the actions of market participants. For example, current guidelines identify default risk as a key factor in setting capital requirements for banks and allow for the use of models by external institutions such as rating agencies in determining default risk.

4. Conclusions

Rating models have always played a significant role in the system of risk management. Basel II allows banks to choose the most appropriate approach and to signify demands to capital for covering credit risk. The process of evolving is going to be provided for IRB approach in future, according to which banks will have to rate borrowers leaning on their own experience and their own rating system. It becomes obvious, that because of world economic problems, exactly IRB ratings will have more potential for further development and improvement than external rating.

World financial crisis is a serious trial for the external rating estimation of credit risks. So far, the eminent majority do not completely deny rating agencies, but choose one of them for their own estimation. It will intensify the competition and will make rating-makers keep strongly to their clients. This, in its turn, will increase the opacity of this sector and will lead to the reduction of rating objectivity. All this will finally cause a series of bankruptcies. Such a blow may lead to the end of rating-makers.

Literature

- Balthazar L., *PD estimates for Basel II*. “RISK Magazine” 17(4), 2004, p. 84-85. In: <http://www.m4.ma.tum.de/pers/tasche/validating.pdf> (12.11.2009).
- Balzli B., Hornig F., *The Power of Rating Agencies*. In: Spiegel online international, <http://www.spiegel.de/international/business/0,1518,623197,00.html> (12.11.2009).
- BCBS (Basel Committee on Banking Supervision), *The New Basel Capital Accord – Third Consultative*, 2003. In: <http://www.bis.org/bcbs/cp3full.pdf> (12.11.2009), <http://www.bis.org/publ/cp3full.htm> (12.11.2009)
- Bissoondoyal-Bheenick E., *An analysis of the determinants of sovereign ratings*. “Global Finance Journal”, No. 15, 2005, p. 251-280.
- Энциклопедия финансового риск-менеджмента*, А.А. Лобанова, А.В. Чугунова (eds.), М.: Альпина Паблишер. 2003. p. 34-45.
- Карминский А.М., Пересецкий А.А., Петров А.Е., *Рейтинги в экономике*, М., Финансы и статистика. 2005, p. 45-56.
- Тимкин М., *Кредитные риски: внутренние модели оценки*, «БДМ. Банки и деловой мир», No. 1, 2007, p. 24-28. In: http://www.cfin.ru/finanalysis/banks/2basic_types.shtml (12.11.2009).

SERIOUS ETHICAL TURMOIL IN THE U.S. AND JAPANESE LIFE INSURANCE MARKETS

ZNACZNE ZMIANY ETYCZNE NA AMERYKAŃSKIM I JAPOŃSKIM RYNKU UBEZPIECZEŃ NA ŻYCIE

Robert COOPER*, Mariko NAKABAYASHI**

Abstract

Wysoko konkurencyjny rynek ubezpieczeń na życie, zajmujący pierwsze miejsce co do wielkości w rankingach w USA, a drugie miejsce w Japonii, doświadczył ostatnio znacznych niepowodzeń etycznych i błędów wynikających z marketingu i zarządzania produktami ubezpieczeniowymi, mających odzwierciedlenie w naruszeniu zaufania publicznego do tej branży. Porównanie wyników badań przeprowadzonych wśród wiodących amerykańskich i japońskich specjalistów od sprzedaży wykazuje różnice, które dotyczą 21 zagadnień etycznych, prezentujących trudności na tych dwóch przykładowych rynkach ubezpieczeń na życie. Różnice te mogą wynikać przede wszystkim z charakteru prowadzenia biznesu w dwóch wyraźnie się różniących kulturach.

1. Introduction

Japan is the second largest national market for life insurance in the world after the United States. According to Swiss Re (2009),

* Prof. Robert COOPER, PhD, Employers Mutual Distinguished Professor of Insurance, Drake University, College of Business and Public Administration, Des Moines, Iowa (USA).

** Prof. Mariko NAKABAYASHI, PhD, Professor of Risk Management and Insurance, Meiji University, Tokyo (Japan).

Japan's 2008 life insurance premiums of 367 billion USD (U.S. dollars) constituted 14.7 percent of the world market, while U.S. life insurance premiums of 578 billion USD represented a 23.2 percent market share for the same year. However, in contrast with a 3.8 percent drop in U.S. life insurance premium volume during 2008, Japan's life insurance premium volume grew 9.6 percent. While Japanese premium dollars in 2008 were lower than aggregate U.S. premiums, both insurance density (life insurance premiums per capita) and insurance penetration (life insurance premiums as a percentage of GDP) in the Japanese market, \$2,869.50 USD and 7.6 percent respectively, exceeded those measures for the U.S. market, \$1,900.60 USD and 4.1 percent.

Comparison of the U.S. and Japanese life insurance markets reveals a number of similarities. For example, both countries are experiencing aging populations with growing concern regarding their future social security and the availability of living-benefit products, as opposed death coverage (LIAJ, 2006). Both countries' life insurance markets have experienced considerable change as a result of mergers, acquisitions and reorganizations, including some demutualization; the penetration of foreign life insurance companies and banks; and the growth of annuity sales as an increasingly important source of revenue for life insurers. The relative role of the traditionally predominant distribution systems, career agents in the U.S. and tied agents in Japan, has shrunk in both nations giving way to other more independent sales channels.

Unfortunately, another similarity of the highly competitive U.S. and Japanese life insurance markets has been the occurrence of periods of serious ethical challenges in the marketing and management of insurance products. In both Japan and the United States, widespread breaches of ethical conduct have resulted in the erosion of public trust in the life insurance industry. This paper compares the views of groups of leading U.S. and Japanese life insurance sales professionals as to the extent to which certain ethical issues are perceived as having presented problems to those working in their respective industries during the selected periods of unethical behavior.

2. Two Troubled Ethical Environments

Japanese Life Insurance Marketplace 1999-2007. During February 2005, the Financial Services Agency (FSA), Japan's insurance regulator, announced that it would penalize Meiji Yasuda Life for illegally withholding life insurance benefit payouts in 162 cases, representing 1.5 billion yen from April 1999 to the end of September 2004. More specifically, this first of two penalties imposed on the company by the FSA was due to the unethical/illegal marketing and claims-handling practices of the Meiji Life Insurance Company prior to its merger with Yasuda Mutual in 2004. At the time the policies were sold, Meiji sales persons allegedly misled prospective customers in a variety of ways, ranging from (1) failing to explain the applicant's responsibility to reveal health problems to the insurer when applying for coverage to (2) encouraging the applicant to conceal their pre-existing health conditions in order to qualify for coverage. In a rather rare publicly reported description of the circumstances faced, and the actions taken, by life insurance sales persons, The Asahi Shimbun (2005) quoted one former agent as saying, "We had to do whatever it took to sell policies for a living. Sometimes, I asked customers not to honestly reveal their past health problems."

In an effort to improve profits, the insurer was reported (The Japan Times, 2005a) to have tightened its claims payment standards in 2001 which resulted in cancellations of, and refusals to pay benefits due on, a number of these policies on the grounds that the policyholders had committed fraud by failing to notify the insurer about their health problems prior to signing their contracts or by not providing medical records to the insurer. The Japan Times (2005b) investigated claims nonpayment cases and reported that "the company had abused a clause that allows an insurer not to pay out to policyholders who had concluded contracts but who had allegedly concealed illnesses in a bid to swindle money." A successful challenge to the applicability of this clause to the contracts involved could be based on a variety of factors related to the sales process. In some cases, applicants did not know about, and thus, could not be expected to understand, the clause either because consistent with

industry practices, the details of the company's claims payment standards were not made public, or because sales persons had failed to notify the applicants of their responsibility to reveal health problems to the insurer. In other cases, applicants were encouraged by sales persons not to reveal health problems either to enable them to qualify for coverage, or because company rules ostensibly stated that the insurer could not annul contracts after two years on such grounds. Given these circumstances, it is easy to understand why, as reported in *The Asahi Shimbun* (2005), "[t]he FSA penalized the firm for illegal sales practices and refusal to make payouts."

Announcement of the refusal to make claims payments had a serious impact on the insurer's sales. *The Japan Times* (2005b) reported, "Immediately after the scandal first broke in February, new contracts decreased 60 percent from the year before." A senior official at a Meiji Yasuda branch was quoted as saying, "Female sales employees are returning with tears in their eyes every day (because of reactions from clients). The rank-and-file employees are not trusting management."

Within six months, the FSA announced that it would again penalize Meiji Yasuda Life for illegally withholding additional life insurance benefit payments. This time the reasons given for non-payment of claims differed from those revealed in February. *The Japan Times* (2005b) reported several reasons given by the insurer for refusing these payments, including withholding payment in cases in which a person died after falling down stairs while drunk, and where a driver died in a collision with an oncoming car while negligently turning right onto another road. Concerned that the problem might be more widespread than one insurer, the FSA directed life insurers to review their sales practices and money management practices in cases in which payments had been refused.

On September 30, 2007, yet another article in *The Japan Times* (2007) reported that the final reports of the four largest life insurers to the FSA revealed illegally denied benefits and other nonpayments in 700,000 cases worth 40 billion yen. Subsequently, the publication (Takahara, 2007) reported that the problem was industry wide with 38 life insurance companies admitting in October a failure to pay a total of 91 billion yen owed in about 1.2 million

cases during the 5-year period ending in 2005. The drop in the annualized new premium income of the four largest life insurers ranged from 2.3 percent to 25.2 percent during the 6-month period from April through September 2005.

In apologizing to the industry's individual customers and the business community for the problems encountered in connection with the inappropriate handling of claims, Kunie Okamoto, chairman of the Life Insurance Association of Japan (LIAJ, 2006), the trade association of all life insurance companies operating in Japan, emphasized that these activities had "resulted in the erosion of public trust," and the industry had committed itself "to a speedy restoration of consumer confidence - the very core of our business." Among the industry's efforts to prevent recurrence of these problems, each LIAJ member company was to implement procedures to secure proper payout practices and full customer protection. In addition, the LIAJ was addressing a variety of regulatory and education issues to better protect customers' interests. In April 2008, the Life Underwriting Training Institute (LUTI) instituted a new curriculum based on the LUTCF program of The American College.

While not an excuse for the unethical behavior involved, it is worth noting that scandals of this type in Japan are not unique to the life insurance market (Legewie, 2008; Hsu, 1999; Taka, 1994). In discussing business ethics and corporate governance in Japan following the numerous scandals of the 1990s, Demise (2005) indicates that "although many Japanese companies have started institutionalizing business ethics in their organizations[,]. . .ethical issues such as . . .defrauding customers. . .still remain prominent."

U.S. Life Insurance Marketplace during the 1990s. During the 1990s, the U.S. life insurance industry experienced a very troubled ethical environment that with some exceptions, produced consequences quite similar to those just discussed for Japan. Cooper *et al.* (2003) indicated:

Complaints against insurers generally involving allegations of churning, misrepresentation, or investment performance that failed to live up to projections led to a wave of market conduct suits against a number of the industry's leading companies (as well as against some smaller companies). These market conduct

lawsuits not only resulted in a number of multi-million dollar settlements by and/or fines against some major life insurers, but also had a strong negative impact on the previously growing sales trends of several companies, and perhaps worst of all, “eroded the public trust on which the industry depends.” David Malkin, former president of the National Association of Life Underwriters (NALU), expressed concern about the beating the insurance industry’s image was taking, and the fact that most agents who were ethical and hard working were “being tainted with the same brush” as the agents who deliberately caused harm and their companies.

Concerned with “the industry’s deteriorating and shabby image, possible regulatory repercussions, and potential company and officer liability” (Cooper, 1998), the American Council of Life Insurers’ (ACLI) established the Insurance Marketplace Standards Association (IMSA) whose mission was, and still is, to help life insurance companies maintain high ethical standards in the marketplace by certifying that their operations conform to a set of six ethical principles and a code of conduct for the industry. On April 1, 1998, 155 companies completed both of the Ethical Market Conduct Program’s assessment processes (self-assessment followed by independent assessment) and thus, were the first permitted to announce their membership in IMSA and display the IMSA logo to consumers.

The findings of a survey of 2,000 Chartered Life Underwriters (CLUs) and Chartered Financial Consultants (ChFCs) conducted in May 1998 by Cooper and Frank (1999) indicated that IMSA and its initial member companies continued to face essentially the same troubled ethical environment as had existed earlier in the decade. A follow-up study conducted in 2003 by Cooper *et al.* (2003) found that “although...the Ethical Market Conduct Program is perceived as having somewhat less of an impact than was anticipated at its start, the program is perceived as having made its key contributions to improving the industry’s ethical environment in the following critical area – influencing senior managers of life insurance companies to more strongly encourage and support ethical market con-

duct, thereby providing the essential foundation for improvement in the ethical environment/culture of their companies.”

3. Studies of the Key Ethical Issues

U.S. Life Insurance Industry Studies. Three studies of life insurance professionals engaged in product sales were conducted in an effort to identify the key ethical issues encountered by those working in the U.S. life insurance industry at the time. Two studies were conducted during the height of the troubled ethical environment during the 1990s. Surveys were conducted by mail of 1,173 CLUs/ChFCs in September 1990 and 1,500 members of the Million Dollar Round Table (60 percent of whom were CLUs/ChFCs) in May 1995. A third survey of 3,000 CLUs/ChFCs was conducted by mail during April 2003 in an effort to determine whether life insurance professionals perceived the industry’s ethical environment as having improved since the last decade. The response rates for the three surveys were 37 percent, 22.6 percent and 15 percent respectively, reflecting the recent experiences of the Society of Financial Service Professionals and other unrelated professions with mail surveys.

The survey instruments used in the three surveys were identical in terms of ethics issues. Participants were presented with a list of 32 ethics-related statements and asked to rate each of the issues on a 5-point scale where 5 meant that it is a major problem and 1 meant that it is not a problem encountered in the life insurance industry today. In each study, the mean was calculated for each ethical issue, and the means were used to rank the issues according to the extent to which they were perceived as presenting ethical problems for those working in the life insurance industry. The findings of each survey were presented, analyzed and compared in a series of articles by Cooper and Frank (1991), Cooper *et al.* (1996), and Cooper *et al.* (2003). Selected findings of these surveys will be compared where appropriate with the findings of the survey of Japanese life insurance producers discussed below. Cooper *et al.* (2003) reported the findings of the three studies:

- While comparison of the issue ranks for the three surveys reveals some shifting in the order of the issue means, there is considerable similarity in the list of the most problematic ethical issues identified in 1990, 1995 and 2003.
 - The four top-ranked issues in the 2003 survey are the same issues as those that ranked in the top four in the 1990 survey and are among the top-five ranked issues in the 1995 survey.
 - The same issues ranked in the top 8 in all three surveys.
 - The high positive correlation coefficient, .938, found for the 32 issue means in the 2003 and 1995 studies indicates that the order of the issues is actually very similar overall for the two most recent surveys.
 - Somewhat less similarity is evident for the order of the issue means in the 2003 and 1990 studies where the correlation coefficient was .784
- Seventeen issue means in the 2003 CLU/ChFC survey differed significantly (at the .05 level) from the means in one or both of the earlier survey groups.
 - Six of the issues that were ranked in the top 8 in all three studies were among the 11 issues that were perceived as presenting less of a problem in 2003 than in 1990 and/or 1995.
 - These findings of lower means for the key ethical issues that have plagued the life insurance industry for more than a decade suggest that at least from a statistical standpoint, the ethical environment faced by life insurance professionals appears to be improving somewhat from the troublesome steady-state encountered in the 1990s.

Japanese Life Insurance Industry Study. In October 2006, 39 members of the Senior Life Underwriters (SLU) attending a class were surveyed regarding the extent to which they perceived 28 issues as causing ethical problems for those working in the life insurance industry. The participants, 38 of whom are female, are highly specialized, have good results as exclusive agents, and about 20 percent of them are MDRT members.

The survey instrument included 21 ethics-related statements shown in Table 1 that were worded identically, or very closely, to those contained in the U.S. surveys. The remaining statements were worded differently than those in the U.S. surveys in order to reflect different sales practices as well as different problems encountered in the Japanese life insurance industry.

As in the U.S. surveys, participants were asked to rate each of the issues on a 5-point scale where 5 meant that it is a major problem and 1 meant that it is not a problem encountered in the life insurance industry today. The mean was calculated for each ethical issue, and the means were used to rank the issues according to the extent they were perceived as presenting ethical problems for those working in the life insurance industry.

4. Comparison of the U.S. and Japanese Study Findings

Selection of the 21 Issues for Comparison. Comparison of the findings of the U.S. and Japanese surveys regarding the key ethical issues facing those working in the life insurance industry at the time is based on the 21 issues in Table 1 that were common to all the studies. With the 2003 CLU/ChFC study indicating some improvement in the ethical environment of the U.S. life insurance industry as compared with that of the 1990s, the findings of the Japanese survey is compared with those of the 1990 CLU/ChFC and 1995 MDRT studies conducted during the period of the most serious ethical problems encountered by the U.S. life insurance industry in recent times. As mentioned earlier, the findings of both the Japanese and U.S. surveys reflect the perceptions of leading marketing professionals in those markets.

The 21 ethics issues compared include all but two of the ten issues ranked as presenting the greatest problems for those working in the life insurance industry in the two U.S. studies, and all but two of the top-10 ranked issues in the Japanese study. The two U.S. issues that were not included, Issue 30 - failure to identify the customer's needs and recommend products and services that meet those needs and Issue 31 - failure to be objective with other in one's business dealings, ranked second and seventh, respectively, in both

U.S. studies. Since Issue 30 describes what is viewed as the most fundamental aspect of providing truly professional marketing services to life insurance clients in the U.S., every effort was made to capture the concept in the Japanese survey instrument, but to no avail. The statement used in the Japanese survey - failure to provide products and services of the highest quality in the eyes of the customer due to poor ability to carry out his or her responsibilities in sales - makes no explicit reference to identifying the customer's needs as the basis for recommending appropriate products and services. While the Professional Course in the LIAJ's current Common-to-Industry Education System seeks to develop agents' "ability to respond to client' needs," the traditional sales practices in the Japanese life insurance industry appear to have focused more heavily on product sales than on identifying and meeting customers' needs. As described by Tanikawa (2000), "Japanese life insurers, commonly known as *seiho*, have long thrived by aggressively selling plain-vanilla life insurance products rather than catering to individual needs. In a widespread practice, an army of saleswomen, called "*seiho ladies*" used to march into company offices and pressure young office workers into buying life insurance without explaining what the policy entailed and without matching it to their needs. As a result there is now a growing disillusionment with insurance policies." It is for the same reasons that Issue 31 involving objectivity, viewed as another fundamental characteristic of professional practice in the U.S., was not included in the comparative study.

The two issues listed in the Japanese survey instrument that ranked in the top-10 but were not included in the 21 common issues used for comparison - abuse of expense accounts (a form of misappropriating a customer's premium payments), and conflicts of interest that involve working for a customer without approval (including advancing customers the money to pay for premium) - ranked fifth and eighth, respectively, indicating that they are typical causes of ethical dilemmas faced by Japanese female sales representatives. Nevertheless, in both cases, the words included in parentheses narrowed the focus of each issue too far to make the statements and thus, responses comparable to those in the U.S. studies.

Tab. 1. Comparison of U.S. and Japanese Study Findings for 21 Ethical Issues

<i>Issue</i>	<i>Wording in Japanese Survey</i>	<i>CLU/ChFC 1990 Study</i>		<i>MDRT 1995 Study</i>		<i>Japanese Study</i>	
		<i>mean</i>	<i>rank</i>	<i>mean</i>	<i>rank</i>	<i>mean</i>	<i>rank</i>
1	Failure to provide products and services of the highest quality in the eyes of the customer [<i>failure to provide products and services of the highest quality in the eyes of the customer due to lack of variety of products and low quality of services</i>]	2.62	8	2.83	8	4.72* [†]	1
2	Failure to provide prompt, honest responses to customer inquiries and requests [<i>same</i>]	2.90	7	2.92	7	4.56* [†]	6
3	Making disparaging remarks about competitors, their products, or their employees or agents [<i>same</i>]	3.09	6	3.31	4	4.23* [†]	12
4	Misuse of proprietary information [<i>same</i>]	2.16	11	2.41	11	4.62* [†]	4
5	Misuse of sensitive information belonging to others [<i>same</i>]	2.03	16	2.24	13	4.72* [†]	1
6	Improper methods of gathering competitors' information [<i>same</i>]	2.13	14	2.29	12	4.13* [†]	15
7	False or misleading representation of products or services in marketing, advertising or sales efforts [<i>false representation of products or services in marketing, advertising or sales efforts</i>]	3.53	1	3.54	1	4.67* [†]	3
8	False or misleading representation of products or services in marketing, advertising or sales efforts [<i>misleading representation of products or services in marketing, advertising or sales efforts</i>]	3.53	1	3.54	1	4.59* [†]	5
9	Conflicts between opportunities for personal financial gain (or other personal benefits) and proper performance of one's responsibilities [<i>same</i>]	3.27	4	3.32	3	4.26* [†]	10

10	Conflicts of interest involving business or financial relationships with customers, suppliers or competitors that influence, or appear to influence, one's ability to carry out his or her responsibilities [<i>conflicts of interest involving business or financial relationships with customers that influence, or appear to influence, one's ability to carry out his or her responsibilities</i>]	2.60	9	2.56	9	4.18* [†]	14
11	Conflicts of interest involving the marketing of products and [or] services competing with those of one's own company	2.57	10	2.55	10	3.82* [†]	17
12	Misuse of company assets/property [<i>same</i>]	1.72	18	1.67	18	3.69* [†]	18
13	Giving excessive gifts or entertainment [<i>same</i>]	1.71	19	1.57	20	3.54* [†]	19
14	Offering or soliciting payments or contributions for the purpose of influencing customers or suppliers [<i>offering or soliciting payments or contributions for the purpose of influencing a specific customer</i>]	1.70	20	1.70	17	4.25* [†]	11
15	Offering or soliciting payments or contributions for the purpose of persuading employees of another company to fail to perform, or improperly perform, their duties [<i>same</i>]	1.43	21	1.37	21	4.36* [†]	9
16	Inaccuracy of books, records or reports [<i>same</i>]	2.09	15	1.99	16	3.47* [†]	21
17	Office/agency closings and layoffs [<i>redeployment of sales person within the company due to office/agency closings</i>]	2.15	12	2.16	14	3.51* [†]	20
18	Office/agency closings and layoffs [<i>layoff</i>]	2.15	12	2.16	14	3.97* [†]	16
19	Discrimination [<i>discrimination due to race or sex</i>]	1.75	17	1.63	19	4.45* [†]	8
20	Lack of knowledge or skills to competently perform one's duties [<i>lack of knowledge or skills to competently perform one's duties (sales)</i>]	3.30	3	3.21	5	4.53* [†]	7
21	Misrepresenting or concealing limitations in one's abilities to provide services [<i>misrepresenting one's qualifications, sales results, and limitations in one's abilities to provide services</i>]	3.12	5	2.99	6	4.22* [†]	13

* = significantly greater (at the .05 level) than the CLU/ChFC 1990 Study mean

† = significantly greater (at the .05 level) than the MDRT 1995 Study mean

Issue Ranks: A High Degree of Dissimilarity. Table 1 shows a comparison of the mean ratings and ranks for the 21 common issues in the 2006 Japanese survey with those for the 1990 CLU/ChFC and 1995 MDRT surveys. In contrast to the high degree of similarity in the rank order of the issues for the two U.S. surveys as indicated by the high positive correlation coefficient for the issue means, .984, there is considerable dissimilarity in the order in which the 21 issues are perceived as causing ethical problems between the respondents to the Japanese survey and those to the CLU/ChFC and MDRT surveys as evidenced by correlation coefficients of .431 and .497, respectively.

Key Ethical Issues in the U.S. and Japanese Studies. As indicated in Table 1, six of the 21 issues rank among the ten most problematic in all three studies:

- Issue 1 - failure to provide products and services of the highest quality in the eyes of the customer [*failure to provide products and services of the highest quality in the eyes of the customer due to lack of variety of products and low quality of services*]
- Issue 2 - failure to provide prompt, honest responses to customer inquiries and requests [*same*]
- Issue 7 - false or misleading representation of products or services in marketing, advertising or sales efforts [*false representation of products or services in marketing, advertising or sales efforts*]
- Issue 8 - false or misleading representation of products or services in marketing, advertising or sales efforts [*misleading representation of products or services in marketing, advertising or sales efforts*]
- Issue 9 - conflicts between opportunities for personal financial gain (or other personal benefits) and proper performance of one's responsibilities [*same*]
- Issue 20 - lack of knowledge or skills to competently perform one's duties [*lack of knowledge or skills to competently perform one's duties (sales)*]

Even among these six issues ranked in the top ten in all three studies, considerable differences are found between Japanese and

U.S. ranks for two issues. The relatively higher rank of Issue 1 in the Japanese study reflects the importance of quality to the Japanese. Synodinos (2001, p. 244) explains, "Japanese consumers have been characterized as extremely demanding because of the importance they attach to product quality and their insistence on a close match between their need and the specific product. The quality of products and services in Japan is usually uniformly high." This, however, has not been case in that country's life insurance marketplace over the past decade where consumers have encountered continued use of traditional high pressure sales tactics lacking both an assessment of the customer's needs and an explanation of the product being sold, agent misrepresentation or lack of knowledge of the underwriting rules applicable to the product being sold, unethical/illegal claims payment practices on the part of life insurers, and a variety of problems resulting from heavy pressure on Japanese life insurers to develop new products and services to better meet the changing needs of customers in an aging population and the increasing competition from foreign insurers and banks entering the market.

The lower rank of Issue 9 in the Japanese study reflects the influence of two key aspects of Japanese culture. Understanding why proper performance of one's responsibilities (work) tends to be viewed by Japanese workers as dominant to seeking opportunities for personal financial gain or personal benefits reflects the two unconscious normative environments (value systems) - transcendental and group - in which they are living (Taka and Foglia, 1994). Under the *transcendental normative environment*, all individuals, organizations and other things have their own numen (spiritual energy) that is ultimately connected with the numen of the natural life force (or great life force of the universe). Living in such a normative environment, the Japanese people see work, which has its own numen, as an important path to development. Through diligent work and sacrifice, the individual seeks to reach beyond the secular world and be unified with the natural life force.

The other key cultural aspect likely to have had an influence on the lower rank of Issue 9 in the Japanese study is the *group normative environment* that contributes to the commonly mentioned di-

chotomy “between the Japanese ‘group orientation’ and the American ‘self-orientation’ or between groupism and individualism” (Hsu, 1999, p. 159). In a group normative environment, the group (for example, a company) is viewed as superior to its individual members (workers), and thus, “in most cases, the members are expected to follow the requirements of the group” (Taka, 1994, p. 58). Cooperation and loyalty to the group are greatly valued (Synodinos, 2001). Given the great weight Japanese culture places on hard work as offering a path to unification with the great life force of the universe and on loyalty to the group as opposed to the pursuit of personal benefit and self-satisfaction, the finding of Issue 9 as ranked lower in the Japanese survey than in the U.S. surveys is as expected. Even those who agree with Yoshimura and Anderson’s (1997) contention that rather than reflecting cultural values, corporate loyalty in Japanese business results from the need to conform to the expectations of others in the group in order to avoid embarrassment and other “penalties that most Japanese are unwilling to endure” would likely view Issue 9 as a less important factor in creating ethical problems for individuals working in the Japanese, as opposed to the U.S., life insurance market.

In Japan’s life insurance industry, the fee system, along with cultural values, place considerable pressure on female sales professionals to obey the sales policies of their companies, which are generally aimed at maximizing profits within the boundaries of the law. Best practices for female sales professionals are often defined more by what is legal, than by ethical considerations.

Remaining Issues in the Japanese Top Ten. Four ethical issues that ranked in the top ten in the Japanese study did not rank in this top group in the U.S. studies:

- Issue 4 - misuse of proprietary information [*same*]
- Issue 5 - misuse of sensitive information belonging to others [*same*]
- Issue 15 - offering or soliciting payments or contributions for the purpose of persuading employees of another company to fail to perform, or improperly perform, their duties [*same*]
- Issue 19 - discrimination [*discrimination due to race or sex*]

The considerably higher rankings of Issue 4 and Issue 5 in the Japanese study may reflect the fact that misuse of information by both salespersons and insurance companies was at the heart of the unethical/illegal behavior in that country's life insurance industry finally disclosed during the period 2005-2007. The unethical/illegal behavior on the part of Meiji Yasuda Life announced by the FSA during February 2005 directly involved the alleged misuse of customer information by salespersons that encouraged customers to falsify their medical histories to qualify for a policy. In cases where life insurance policyholders had taken out cancer insurance and thus were entitled to extra payouts in the event of hospitalization, a common industry practice was to suspend the daily extra payments until the policyholders died or were discharged from the hospital so as not to alert the policyholders to the fact they had a grave illness about which their doctors might not yet have told them. However, companies generally did not warn their customers of this practice nor include information about it in the insurance policy, and subsequently, abused this information by not paying the unknown extra benefits. Reports to the FSA indicated claims handling practices had led to many thousands of requests for life and health insurance benefits being denied due to supporting documentation being misread, or more commonly, overlooked. As mentioned earlier, this extensive misuse of information by 38 insurers and a portion of their sales forces produced a massive loss of benefit payments to customers in some 1.2 million cases. This, however, was countered with a loud message to both ethical and unethical industry players alike that such unethical/illegal behavior would be punished by a loss of consumer confidence and business.

In addition to the misuse of information in the life insurance industry scandal, an even more important, and perhaps the main, reason for the considerably higher rankings of Issue 4 and Issue 5 in the Japanese study was the public's concern with the handling of personal information by business in general. In an effort to protect the rights and interests of individuals with respect to personal information, the Act on the Protection of Personal Information was passed on May 30, 2003. Portions of the Act scheduled to be enforced on April 1, 2005, specified the duties of entities handling

personal information and the role of private institutions (“authorized personal information protection organizations”) in protecting such information. In April 2005, the LIAJ became the authorized personal information protection organization for its member companies (referred to as “target entities” by the Act). During its first year in this role, among other things, the LIAJ processed 25 complaint cases filed against its target entities, developed procedural guidelines for personal information protection and practical guidelines for security management at life insurers, surveyed the target entities with regard to their compliance with these guidelines, and offered seminars on personal information protection. In fully revising its Code of Conduct in 2007, the LIAJ included “handling properly and protecting thoroughly customer information” as one of the Action Guidelines for its member companies. Perhaps successful implementation of the Act will reduce public concern regarding the handling and use of personal information by Japanese business in general, and by the life insurance industry in particular.

The considerably higher ranking of Issue 19 in the Japanese study may result from a negative aspect of group orientation. Hsu (1999, p. 159) indicates, “Unfortunately, group orientation also implies some extent of exclusivity, depending on the importance and cohesiveness of the particular group. Such exclusivity is manifested in subtle exclusion of, or blatant discrimination against, ‘outsiders’ be they foreigners, domestic rivals...or Japanese women (in the context of corporate elite).” Taka and Foglia (1994, p. 142) comment:

On this issue the Japanese could learn from the continuous effort that has been made in recent years in the United States to integrate people of diverse races, genders, religious, or cultural backgrounds. Even though all barriers have not been overcome, and the struggle has not been trouble free, U.S. corporations have made great strides in reducing discrimination in the work place.... The Japanese business community, which has so far enjoyed its homogeneity, has to pay more attention to the interests of women, and other “outsiders.”

Discrimination between male employees and female sales professionals is commonplace in Japanese life insurance companies. With almost all the respondents to the Japanese survey being female, the considerably higher ranking of Issue 19 is as expected.

Remaining Issues in the U.S. Top Ten. Four ethical issues that ranked in the top ten in the U.S. studies did not rank in this top group in the Japanese study:

- Issue 3 - making disparaging remarks about competitors, their products, or their employees or agents [*same*]
- Issue 10 - conflicts of interest involving business or financial relationships with customers, suppliers or competitors that influence, or appear to influence, one's ability to carry out his or her responsibilities [conflicts of interest involving business or financial relationships with customers that influence, or appear to influence, one's ability to carry out his or her responsibilities]
- Issue 11 - conflicts of interest involving the marketing of products and [or] services competing with those of one's own company
- Issue 21 - misrepresenting or concealing limitations in one's abilities to provide services [misrepresenting one's qualifications, sales results, and limitations in one's abilities to provide services]

The considerably lower ranking of Issue 3 in the Japanese study reflects the strict prohibition in the Japanese life insurance industry against making comparisons with other companies in advertisements, as well as the general prohibition of disparaging treatment of competitors by the advertising industry in Japan, the business conduct guidelines of some life insurers operating in the market, and several laws and related regulations. Herbig (1998, p. 120) indicates that in advertising, “the accepted Japanese industry norm is to avoid slandering, defaming, and attacking competitors.” The Japan Advertising Agencies Association’s Creative Code clearly states that in addition to communicating with truth and avoiding expressions that may lead to misunderstandings, advertising must not make slanders or defamations against others. Likewise, the business conduct guidelines of some foreign companies, such as ING, The Hart-

ford and Manulife, doing business in the Japanese life insurance market prohibit such conduct. For example, The Hartford's Code of Ethics and Business Conduct provides, "Hartford employees must make only accurate representations of The Hartford and its products and must refrain from making misleading or disparaging comments about its competitors."

Japan's laws also prohibit certain unfair and misleading statements regarding competitor's products that impede fair competition. The Act on Prohibition of Private Monopolization and Maintenance of Fair Trade designates and prohibits various unfair trade practices, including unjustly inducing customers of a competitor to trade with oneself by causing them to misunderstand the relative quality of the goods or services involved. The Act Against Unjustifiable Premiums and Misleading Representations prohibits misleading representations regarding the relative quality of competitors' products or services. Finally, the Consumer Contract Act permits cancellation of insurance contracts where misrepresentations or misleading explanations and comparisons have been made by, among others, insurance companies, sales agents, agencies and insurance brokers.

The considerably lower ranking of Issue 10 in the Japanese study may reflect a several factors. Since most Japanese sales professionals first approach their relatives and friends in their efforts to sell life insurance, Issue 10 (conflicts of interest involving business or financial relationships with customers that influence, or appear to influence, one's ability to carry out his or her responsibilities) would not be applicable to a portion of their sales. Given the high turnover rates experienced with female sales professionals, this may represent a sizable portion of their life insurance sales. In addition, Koehn (1999) mentions that in Japan, relationships, whether personal or commercial, have tended to be long term. More specifically, Synodinos (2001, p. 241) points out, "[I]n customer relations - as in other aspects of Japanese life - the emphasis is on long-term relationships between buyers and sellers." Taka and Foglia (1994, p. 139) indicate that top management in the Japanese business community has "unconsciously, or implicitly, accepted that short-term profit-oriented behaviors are not only immoral, but also

less competitive, and long-term behaviors are more moral as well as more competitive.” Given this focus on creating a long-term business relationship with customers as opposed to risking this relationship by undertaking activities aimed at producing short-term profits, the importance of trust in sustaining such a relationship, and the value placed on loyalty to one’s group (company) in the conduct of business, conflicts of interest involving activities that are inconsistent with these cultural principles would seem to be a relatively less important cause of unethical problems in the Japanese life insurance marketplace than in the U.S. industry. Finally, the business guidelines of some of the foreign insurers operating in the Japanese market prohibit, or require disclosure of, the activities described in Issue 10.

The considerably lower ranking of Issue 11 in the Japanese study may reflect a number of factors. While no longer the dominant marketing system in the Japanese life insurance business, tied agents, legally employed by, and thus only allowed to sell the products of, one company still play an important part in product sales. As exclusive agents, tied agents are extremely unlikely, if ever, to encounter conflicts of interest involving the marketing of competitors’ products due not only to their single company relationship, but also the cultural influence of loyalty to one’s group - that is, their employer in business. Another major distribution channel in which agents represent only one company are the sales agencies established by banks to sell life insurance and annuities over the counter along with traditional banking products. In addition, the business conduct guidelines of foreign insurers operating in the Japanese life insurance market require prior written approval to work for a competitor.

The considerably lower ranking of Issue 21 in the Japanese study may reflect a lack of both grounds and opportunity on which to misrepresent a salespersons qualifications or skill limitations in the Japanese life insurance market. With high turnover in their sales networks, insurers have traditionally had little incentive to invest in educating their sales persons (Yamori and Okada, 2007). In dealing with these agents who lacked training in the analysis of customers’ needs, the nature and uses of various financial products and match-

ing appropriate products with customer needs, the public regularly experienced the very limited abilities of the vast majority of Japanese life insurance sales persons. In such an environment, there was little about their qualifications or ability to provide services that sales persons could misrepresent. Moreover, the dominant high pressure sales practices absent both needs analysis and explanation of products left little opportunity for sales persons to misrepresent their qualifications or limitations in providing services. Okada (2007) indicates that some newcomers to the Japanese life insurance market “employ well-educated sales persons, who can satisfy customers’ consulting demands.”

Major Difference in Perceptions of the Overall Ethical Environments. Comparison of the various studies’ findings for all 21 ethical issues indicates that despite both country’s surveys being conducted during periods of serious market conduct problems, the Japanese sales representatives perceived the ethical environment in their life insurance marketplace as being considerably worse than the U.S. marketing professionals viewed theirs. More specifically, as indicated in Table 1, the means for the 21 ethical issues in the Japanese study were all significantly greater (at the .05 level) than those in both U.S. studies. Several factors may help to explain the significantly greater Japanese means.

As mentioned earlier, in a group normative environment, the group is viewed as superior to its individual members. Taka (1994, p. 69) points out, “Because the members are inclined to take this hierarchical order for granted, they come to be dependent on the group.... This dependency...brings the following two problems to the Japanese business community. Because of the dependent trait, 1) the individual members of the group refrain from expressing their opinions about ethical issues, and 2) they tend to obey the organizational orders, even if they disagree with them.” With Japanese companies lacking clear lines of responsibility, individual employees do not take responsibility for participation in unethical activities, but rather view such behavior as the responsibility of management (Taka, 1994; Weaver, 2001). This suggests that whether or not the agents responding to the Japanese survey themselves engaged in the unethical sales practices involved in the Meiji

Yasuda scandal, they would likely view management as being responsible for such behavior just as they would for the company's unethical/illegal claims handling practices. Due to management's perceived irresponsible behavior, sales persons suffered not only a short-term loss of both existing and new business, but perhaps more important, a loss of trust (Demise, 2005; Synodinos, 2001) and good reputation ("face") both viewed as essential to the formation and maintenance of long-term relationships with customers (Koehn, 1999), traditionally seen as a key factor in the transaction of business in Japan.

In contrast, research suggests that in cultures with a low power distance and short-term orientation as that generally found in U.S. business, employees tend, among other things, to look to themselves and their peers, rather than to superiors, for guidance in what ought to be done when faced with ethical dilemmas (Thorne and Saunders, 2002), rely more heavily on their own values and beliefs in determining their behaviors (Thorne and Saunders, 2002) and be more willing to enter into short-term customer relationships (Mills and Clark, 1982). In such an environment, life insurance producers responding to the U.S. surveys would be expected to see themselves and others working in their industry as having greater personal responsibility and choice in dealing with ethical issues encountered at work and having less serious harm done to their reputations and customer relationships by unethical behavior instituted by superiors than would those responding to the Japanese survey. With this sense of the availability of greater personal choice and less risk of serious harm to one's business relationships when facing ethical challenges at work, it should not be surprising to find that those responding to the U.S. studies perceived the 21 ethical issues as being less problematic to those employed in the U.S. life insurance industry than the Japanese study indicated for those working in that country's life insurance market.

The differing nature of the unethical activities encountered by consumers in the life insurance markets of the two nations during the periods studied may also help to explain the greater problems perceived as existing by the agents responding to the Japanese study. While the unethical activities experienced in both Japan and

the U.S. involved various types of misrepresentation of material facts, their consequences were not the same. In the U.S., the vast majority of cases of misrepresentation were limited in impact to the point of sale, producing either higher costs than anticipated or a perceived need to replace the product with another. However, the unethical sales practices did not prevent policyholders from ultimately receiving benefits from the products at death or retirement. In Japan, however, misrepresentations of sales persons and/or claims personnel prevented policyholders from collecting benefits to which they were, or based on statements by sales persons thought they were, entitled. This greater impact of unethical behavior on Japanese life insurance customers suggests that those working in the Japanese marketplace would likely encounter more serious repercussions from the mishandling of ethics-related problems than would those working in the U.S. life insurance industry.

The extent of the unethical activities relative to market size also differed between the two countries. Although the allegations of unethical behavior in the U.S. life insurance market involved many of the larger life insurers and parts of their agency forces, the majority of companies and agents did not participate in the unethical activities. In contrast, nearly all the companies in the Japanese life insurance industry (38 insurers) ultimately admitted to having illegally denied benefits and other nonpayments in 1.2 million cases worth 91 billion yen during the 5-year period ending in 2005. The greater breadth of the scandal in the Japanese market may also help explain the higher issue-mean ratings in the Japanese study as compared with those in the U.S. studies.

5. Concluding Comments

Comparison of the findings of the studies of producers' perceptions of the extent to which 21 issues presented ethical problems for those working in the life insurance industries of the U.S. and Japan during periods of serious ethical turmoil in both countries' markets indicated considerable differences in the rank order of the issues as well as the extent to which they were viewed as presenting difficulties overall. For the most part, it appears that these findings can be

explained, at least in part, by the influence of markedly differing cultures on the conduct of business in the U.S. and Japan, as well as differences in various aspects of the market misconduct encountered in both countries during the periods under observation.

However, despite these differences, the periods of serious unethical market conduct experienced in both the U.S. and Japanese life insurance markets also highlighted a common area of concern for professionals working in either market. The breakdown of the ethical environments in both countries illustrated the critical importance of the philosophies and actions of top managers in influencing the ethical behavior of those in the organization. Failure of top executives of some U.S. and Japanese life insurance companies, as well as senior managers of some U.S. life insurance agencies, to accept their responsibilities to establish an ethical culture within their firms, and most importantly, reinforce it through their own actions, caused serious harm not only their own businesses and insureds, but also to the rest of the industry through an erosion of public trust and increased scrutiny by insurance regulators.

Literature

- Cooper R.W., *IMSA: An Industry Effort to Restore Ethical Market Conduct*. "Journal of the American Society of CLU & ChFC", 1998, LII, pp. 88-96.
- Cooper R.W., Bell J.P., Frank G.L., *The Ethical Environment Facing Life Insurance Professionals: Views of MDRT Members*. "Journal of the American Society of CLU and ChFC", 1996, L, pp. 64 – 71.
- Cooper R.W., Frank G.L., *The Potential Effects of IMSA on the Industry's Ethical Environment*. "Journal of Financial Service Professionals", 1999, LIII, pp. 49-55.
- Cooper R.W., Frank G.L., *Ethics in the Life Insurance Industry: The Issues, Helps and Hindrances*. "Journal of the American Society of CLU and ChFC", 1991, XLV, pp. 54-66.
- Cooper R.W., Frank G.L., Williams A.P., *The Life Insurance Industry's Ethical Environment: Has It Improved in the New Millennium?* "Journal of Financial Service Professionals", 2003, 57, pp. 38-50.
- Demise N., *Business Ethics and Corporate Governance in Japan*. "Business & Society", 2005, 44, pp. 211-217.
- Herbig P.A., *Handbook of Cross-Cultural Marketing*. Binghamton, NY: Haworth Press, 1998, p. 120.
- Hsu R., *Business Ethics in Japan*. "Global Business and Economic Review", 1999, 1, pp. 158-163.
- Koehn D., *What Can Eastern Philosophy Teach Us About Business Ethics?* "Journal of Business Ethics", 1999, 19, pp. 71-79.
- Legewie J., *Business Scandals Teach Lesson Few in Japan Learn*. "The Japan Times", January 2008, 14. Available at: <http://search.japantimes.co.jp/cgi-bin/nb20080114ve.html>
- Mills J., Clark E.S., *Exchange and Communal Relationships*. In: L. Wheeler (ed.), *Review of Personality and Social Psychology*. Beverly Hills, CA: Sage, 1982, pp. 121-144.
- Okada T., *Financial Performance and Conditions: The Japanese Insurance Market and Companies*. Presentation at the International Conference of the Korean Insurance Academic Association, May 18, 2007.

- The Life Insurance Association of Japan (LIAJ). *Restoring Confidence from Our Customers Point of View*. Message from the Chairman, 2006. Available at: <http://www.seiho.or.jp/english/message/index.html>
- Swiss Re, *World Insurance in 2008*. Sigma, 3, 2009.
- Synodinos N.E., *Understanding Japanese Consumers: Some Important Underlying Factors*. “Japanese Psychological Research”, 2001, 43. Pp. 235-248.
- Taka I., *Business Ethics: A Japanese View*. “Business Ethics Quarterly”, 1994, 4, pp. 53-78.
- Taka I., Foglia W.D. *Ethical Aspects of ‘Japanese Leadership Style’*. “Journal of Business Ethics”, 1994, 13, pp. 135-148.
- Takahara K., *Business Declines for Life Insurers*. “The Japan Times”, November 27, 2007. Available at: <http://search.japantimes.co.jp/cgi-bin/nb20071127a1.html>
- Tanikawa M., *In Japan, Life Insurers Losing Popularity*. “International Herald Tribune”, January 27, 2000. Available at: <http://www.iht.com/articles/2000/01/27/rinsure.t.php>
- The Asahi Shimbun, *Life Insurers Rapped for Hard Sales*. “The Asahi Shimbun”, March 3, 2005. Available at: <http://www.asahi.com/english/business/TKY200503030138.html>
- The Japan Times, *Insurance Scandal Toll to Exceed ¥40 Billion*. “The Japan Times”, September 30, 2007. Available at: <http://search.japantimes.co.jp/cgi-bin/nn20070930a7.html>
- The Japan Times, *FSA to Discipline Meiji Yasuda*. “The Japan Times”, February 19, 2005a. Available at: <http://search.japantimes.co.jp/cgi-bin/nb20050219a1.html>
- The Japan Times, *Meiji Yasuda’s Scandals Likened ‘Pandora’s Box’*. “The Japan Times”, July 21, 2005b. Available at: <http://search.japantimes.co.jp/cgi-bin/nb20050721a1.html>
- Thorne L., Saunders S.B., *The Socio-Cultural Embeddedness of Individuals’ Ethical Reasoning in Organizations (Cross-cultural Ethics)*. “Journal of Business Ethics”, 2002, 35, pp. 1-14.
- Weaver G.R., *Ethics Programs in Global Business: Culture’s Role in Managing Ethics*. “Journal of Business Ethics”, 2001, 30, pp. 3-15.

- Yamori N., Okada T., *The Japanese Insurance Market: Recent Trends*. In: J.D. Cummins, B. Venard (eds.), *Handbook of International Insurance*. New York: Springer, 2007, pp. 147-204.
- Yoshimura N., Anderson P., *Inside the Kaisha: Demystifying Japanese Business Behavior*. Boston, MA: Harvard Business School Press, 1997.

II. PRZYKŁADOWE ŹRÓDŁA FINANSOWANIA INWESTYCJI PRZEDSIĘBIORSTW

MOŻLIWOŚCI REALIZACJI PARTNERSTWA PUBLICZNO-PRYWATNEGO JAKO ŹRÓDŁO FINANSOWANIA INWESTYCJI

POSSIBILITIES FOR PPP IMPLEMENTATION AS THE SOURCE OF INVESTMENT FINANCING

Tadeusz JEZERSKI*

Abstract

The opinion is positive on the Public-Private Partnership (PPP) idea. Local businesses can expect a pro-evolutionary aspect besides the financial, qualitative, and social ones. Because life differs in its social-economic circumstances and in its forms of organization, it is possible to develop separate, different models of public-private partnerships. The type chosen depends on, for example: the character and specific evidence of public service, the capital intensity, the market characteristics, the size and type of area, and the types of customers.

1. Wstęp

Partnerstwo publiczno-prywatne (PPP) obejmuje zróżnicowane opcje współpracy między podmiotami publicznymi i prywatnymi. Kluczowym dla PPP zagadnieniem jest podział ryzyka, a wcześniej jego ocena. Prywatny partner jest z reguły gotów do ponoszenia ryzyka realizacji projektu pod warunkiem, że ryzyko to jest przewidywalne oraz że istnieje dodatkowe wynagrodzenie za ponoszenie ryzyka w postaci wyższej stopy zwrotu.

Gospodarowanie środkami publicznymi, jak z resztą każdymi niezależnie od właściciela, powinno być prowadzone w sposób

* mgr inż. Tadeusz JEZERSKI, Przewodniczący Rady Gospodarczej przy Prezydencie Miasta Częstochowy.

rozsądny i przemyślany. Interes społeczności lokalnej musi zawsze stać przed intereselem tych, którzy zostali wybrani do służby wobec obywateli. W tym roku weszły w życie ustawa PPP (Ustawa z dnia 19 grudnia 2008 r. o partnerstwie publiczno-prywatnym, obowiązująca od 26 lutego 2009 r.) oraz tzw. ustawa koncesyjna (Ustawa z dnia 9 stycznia 2009 r. o koncesji na roboty budowlane lub usługi, obowiązująca od 19 lutego 2009 r.). Obie mają w całości zastąpić dotychczas obowiązujące regulacje prawne.

Współpracujące w ramach PPP strony mogą ustalić wspólny model partnerstwa (Urbaniec, 2009). To na jaki model zdecyduje się jednostka samorządu terytorialnego zależy od szeregu czynników, takich jak: charakteru i specyfiki świadczonej usługi publicznej, jej kapitałochłonności oraz charakterystyki rynkowej, a także wielkości i rodzaju obsługiwanego obszaru.

2. Formy realizacji PPP w Polsce

Modele świadczenia usług komunalnych wynikają m.in. z przyjętej roli samorządu w zapewnieniu określonych usług. Do najczęściej stosowanych modeli w Polsce należy zaliczyć:

- kontrakty;
- leasing;
- prywatyzacje;
- koncesje.

Najczęściej stosowaną formą są koncesje, które stały się najbardziej popularną formą włączania sektora prywatnego w finansowanie infrastruktury publicznej. Przyznawane są one przeważnie w drodze przetargu publicznego, co powinno zagwarantować możliwość wyboru wśród konkurujących ze sobą podmiotów sektora prywatnego optymalnego rozwiązania pod względem ceny i efektów dla społeczeństwa. Koncesje przybierają różne formy, a ich istota polega na wydawaniu przez władze publiczne zezwoleń na inwestowanie i eksploataowanie urządzeń lub całych systemów infrastrukturalnych, zazwyczaj przy zachowaniu przez sektor publiczny prawa do regulowania cen za świadczone usługi w ustalonym okresie, najczęściej 30 lat, chociaż zdarzają się przypadki

udzielania koncesji na 50 lat i dłużej. W czasie jej trwania koncesjonariusz prowadzi proces inwestycyjny oraz eksploatację we własnym imieniu i na własne ryzyko (Grzegarek-Więciek, 2009, s. 192). Do najważniejszych cech umów koncesyjnych należy zaliczyć:

- przeniesienie odpowiedzialności za prowadzenie procesu inwestycyjnego na sektor prywatny,
- przekazanie eksploatacji usług infrastrukturalnych podmiotom prywatnym,
- przeniesienie ryzyka technicznego, ryzyka operacyjnego i ryzyka rynkowego na sektor prywatny,
- wynagrodzenie podmiotów prywatnych poprzez opłaty wnoszone bezpośrednio przez użytkowników tych usług.

Podstawowym założeniem w kontraktach koncesyjnych jest przyznanie sektorowi prywatnemu prawa do własności aktywów na czas trwania koncesji. Władze publiczne uzgadniają z koncesjonariuszem rodzaj i wielkość przyszłych aktywów oraz rodzaj świadczonych usług. Podmiot prywatny wchodzi w bezpośrednie relacje z konsumentami i jest dostawcą usług na własny rachunek, ponosząc pełną odpowiedzialność za ich poziom oraz jakość. Oczekiwania stron kontraktu koncesyjnego są rozbieżne i uwidaczniają się już na etapie negocjowania oraz zawierania umowy. Celem działania podmiotów prywatnych jest maksymalizacja wypracowanych nadwyżek, a zamiarem władz publicznych - maksymalizacja społecznego dobrobytu.

3. Wybrane modele PPP stosowane w Europie

Na świecie funkcjonuje wiele różnych modeli partnerstwa publiczno-prywatnego. Ich wybór zależy od typu projektu oraz od planowanych efektów. Komisja Europejska wyróżnia trzy podstawowe modele PPP (Dolata, 2009, s. 213):

- BOT: Build-Operate-Transfer,
- DBFO: Design-Build-Finance-Operate,
- BOO: Build-Own-Operate.

BOT jest jedną z najbardziej popularnych metod współuczestnictwa kapitału prywatnego w realizacji inwestycji infrastrukturalnych. W projektach tego typu sektor publiczny przenosi ryzyko na sektor prywatny, umożliwiając mu bezpośrednie inwestowanie w takie projekty jak budowa dróg, oczyszczalni ścieków, zakładów utylizacji odpadów czy też elektrowni. Określa on model lub schemat finansowania, gdzie kapitał prywatny przeznaczony jest na rozwój infrastruktury. W przedsięwzięciu BOT spółka prywatna otrzymuje koncesję na budowę i eksploatację obiektu, który zwykle byłby zbudowany i eksploatowany przez sektor publiczny. Spółka prywatna jest również odpowiedzialna za wykonanie projektu i finansowanie przedsięwzięcia. Po wygaśnięciu koncesji, przekazuje podmiotowi publicznemu prawo własności do wybudowanego obiektu. Okres, na jaki przyznawana jest koncesja, uzależniony jest od czasu, który jest potrzebny na pokrycie zadłużenia spółki z przychodów generowanych z obiektu infrastrukturalnego i zapewnienia rozsądnej stopy zwrotu za poniesiony wysiłek i ryzyko. Ten rodzaj współpracy w ramach partnerstwa publiczno-prywatnego znajduje zastosowanie głównie w tych projektach, w których znaczną rolę odgrywa poprawa i efektywna eksploatacja infrastruktury wykorzystywanej do realizacji zadań publicznych. Umowa typu BOT charakteryzuje się następującymi cechami:

- przedsięwzięcie jest finansowane przez sektor publiczny i pozostaje własnością publiczną przez czas trwania kontraktu,
- władze publiczne koncentrują się tylko na jednym zadaniu - odpowiedzialności finansowej,
- następuje przeniesienie ryzyka związanego z projektem technicznym, budową i eksploatacją na sektor prywatny, co daje bodźce do zastosowania podejścia: minimalizacja kosztów przez cały czas trwania umowy,
- głównym mechanizmem efektywnościowym jest przeniesienie ryzyka operacyjnego na podmiot prywatny,
- promuje innowacje sektora prywatnego i zwiększoną tzw. wartość za pieniądź,
- stanowi kompleksowy, bardziej złożony typ umów, w konsekwencji czego proces przetargu może trwać dłużej,

- wymaga systemów zarządzania projektem i monitorowania efektywności.

Zaletą umów typu BOT jest połączenie odpowiedzialności za projekt, budowę i utrzymanie w jeden układ, co umożliwia uzyskanie większej efektywności. Kontrakty te są przyznawane na zasadzie konkurencji, w wyniku jasnego i przejrzystego przetargu. Czas ich trwania rozciąga się na okres do 20 lat i więcej. Przy umowach BOT sektor publiczny jest zwolniony z większości działań kontrolnych i zarządczych, jakie pełni przy tradycyjnym projekcie. Jednak ten typ umów nie zwalnia go z ciężaru finansowania przedsięwzięć. Dlatego takie podejście jest zasadne w sytuacji, gdy pożądana jest poprawa efektywności operacyjnej.

Kolejny typ umowy z inwestorem prywatnym to DBFO, który zasadniczo dotyczy realizacji projektu technicznego, budowy, eksploatacji i finansowania obiektu przez określony czas, po którym obiekt jest przekazywany do sektora publicznego (Pultowicz, 2009, s. 266). Charakterystyczne elementy dla tego typu umów to:

- obiekt jest własnością sektora prywatnego na czas kontraktu, a zwrot kosztów inwestycji następuje przez dotacje publiczne,
- głównym mechanizmem efektywnościowym jest wykorzystanie finansów prywatnych i przeniesienie ryzyka związanego z projektem technicznym, budową oraz eksploatacją na sektor prywatny,
- zwiększony transfer ryzyka daje większe bodźce inwestorowi prywatnemu do zastosowania podejścia: minimalizacja kosztów przez cały czas trwania umowy,
- umowy mogą być bardziej kompleksowe i proces przetargu może trwać dłużej niż dla umów BOT,
- wymaga systemów zarządzania projektem i monitorowania efektywności.

W odróżnieniu od poprzednich umów strona prywatna odyskuje poniesione koszty z opłat od użytkowników. Ten typ umów wyróżniają następujące cechy:

- głównym mechanizmem efektywnościowym jest zasada „zanieczyszczający płaci”, a ponadto wykorzystanie kapitału pry-

watnego oraz przeniesienie ryzyka związanego z projektem technicznym, budową i eksploatacją na sektor prywatny,

- jest odpowiedni dla projektów, które stwarzają możliwość wprowadzenia opłat od użytkowników,
- może nie być akceptowalny pod względem politycznym,
- wymaga efektywnego zarządzania alternatywami, substytutami, np. alternatywnymi połączeniami drogowymi.

W modelu BOO - buduj, przejmij na własność, eksploatuj - obowiązują takie zasady jak w modelu DBFO. Ponadto inwestor prywatny otrzymuje zwrot poniesionych kosztów przez pobieranie opłat od użytkowników inwestycji. Po upływie określonego czasu staje się on właścicielem wybudowanej infrastruktury. Model ten dotyczy inwestycji na wielką skalę, jak np. budowa autostrady czy oczyszczalni ścieków.

4. Zastosowanie PPP z punktu widzenia przedsiębiorcy

Przy wyborze określonego modelu PPP dla realizacji przedsięwzięć infrastrukturalnych należy mieć na uwadze:

- szczegółowy opis zakresu projektu,
- możliwość zastosowania opłat od użytkowników,
- ocenę rozmiaru ryzyka.

Przykładowo, projekty infrastruktury transportowej dotyczące np. projektowania i budowy drugorzędnych dróg publicznych czy masowych systemów transportu są bardziej odpowiednie dla tradycyjnych metod finansowania (w całości ze środków publicznych) niż dla form PPP. To wynika z tego, iż koszty operacyjne w typowym przedsięwzięciu są niższe w porównaniu do kosztów budowy. Tradycyjne kontrakty są w istocie rozszerzeniem istniejącego konwencjonalnego podejścia, w którym ryzyko projektu i budowy jest przenoszone na sektor prywatny. W takich przypadkach podmiot publiczny jest odpowiedzialny za utrzymanie infrastruktury (Zagożdżan, 2004). Natomiast tam, gdzie możliwe jest zastosowanie opłat od użytkowników, zasadne jest wykorzystanie modelu koncepcyjnego. Taką grupę obiektów infrastrukturalnych stanowią mosty

i tunele – szczególnie dostosowane do pobierania opłat od użytkowników, zwłaszcza w sytuacji, gdy występują jasne korzyści z wyboru płatnej trasy w porównaniu z trasą alternatywną. Także koncesje na płatne autostrady są wtedy stosowane, gdy inwestor prywatny będzie finansował główną drogę, pobierał opłaty i ponosił ryzyko związane z wymaganiami ruchu drogowego.

Aktualnie Częstochowa realizuje trzy projekty w ramach PPP, niemniej jednak istnieje przekonanie wśród przedsiębiorców, że w najbliższym czasie zwiększy się ilość takich projektów. Partnerstwo publiczno-prywatne będzie się dalej rozwijać, a konkretne przykłady stanowić będą okazję do powielania przez innych. Klimat inwestycyjny, chociaż jest zwykle w okresie początkowym niepewny, z czasem może stać się koniunkturą gospodarczą. Dużym ułatwieniem dla partnera publicznego będą właściwie przygotowane wnioski kontraktów poprzez pojawiające się na rynku polskim wyspecjalizowane firmy audytorskie. To ułatwi selekcję partnerów i podwyższy wiarygodność planowanych przedsięwzięć.

Literatura

- Dolata S., *Partnerstwo publiczno-prywatne jako metoda zmniejszania luki pomiędzy potrzebami publicznymi a możliwościami ich finansowania*, w: M. Urbaniec, P. Stec, S. Dolata (red. n.), *Partnerstwo publiczno-prywatne jako instrument rozwoju zrównoważonego*. Educator, Częstochowa 2009, s. 209-215.
- Grzeganeek-Więceek B., *Partnerstwo publiczno-prywatne: perspektywy rozwoju w Polsce*, w: M. Urbaniec, P. Stec, S. Dolata (red. n.), *Partnerstwo publiczno-prywatne jako instrument rozwoju zrównoważonego*. Educator, Częstochowa 2009, s. 187-197.
- Pultowicz A., *Partnerstwo publiczno-prywatne jako forma finansowania inwestycji w elektrownie wiatrowe w Polsce*, w: M. Urbaniec, P. Stec, S. Dolata (red. n.), *Partnerstwo publiczno-prywatne jako instrument rozwoju zrównoważonego*. Educator, Częstochowa 2009, s. 265-272.
- Urbaniec M., *Praktyczne zasady stosowania zasad Partnerstwa publiczno-prywatnego*. Wypracowanie propozycji realizacji przedsięwzięć w formie PPP na terenie Częstochowy, referat wygłoszony podczas konferencji organizowanej przez Radę Gospodarczą przy Prezydencie Miasta Częstochowy w dniu 17.09.2009 r.
- Ustawa z dnia 19 grudnia 2008 r. o partnerstwie publiczno-prywatnym (Dz.U. nr 19, poz. 100), obowiązująca od 26 lutego 2009 r.
- Ustawa z dnia 9 stycznia 2009 r. o koncesji na roboty budowlane lub usługi (Dz.U. nr 19, poz. 101), obowiązująca od 19 lutego 2009 r.
- Zagożdżan B., *Partnerstwo publiczno-prywatne jako zalecany przez UE system finansowania inwestycji*. „Samorząd Terytorialny”, nr 9, 2004, s. 39-48

ZNACZENIE FUNDUSZY UNIJNYCH W ROZWOJU PRZEDSIĘBIORCZOŚCI

IMPORTANCE OF EUROPEAN FUNDS FOR THE DEVELOPMENT OF ENTREPRENEURSHIP

Marcin BOBOROWSKI*

Abstract

The aim of the article is to describe the relief which is offered by the European Structural Funds and to present the institutions which encourage development and entrepreneurship. The article presents two differing views on the role which the Structural Funds fill. The first identifies those enthusiastic about the Structural Funds because of the virtues: such as, a new source of available financing for entrepreneurs. It provides a great opportunity for the development of companies by the application of newer and more innovative technologies. Since the EU funds are directed, not only for existing enterprises, but also for those which intend to penetrate the market. The scope of assistance is significant plus and is referred to wide range of companies. An enterprise can apply for partial funding of projects from different fields: from updating technologies for the human resources development to startup funding for new companies. However, from the other side, there are those who are prejudiced against the Structural Funds. One of the opinion is that the implementation of Structural Funds requires local currency to be counted in billions of euro. When the funds are obtained, it is necessary to increase the income from taxes in the member states which in the more distant future will lead to reduced wallets for citizens, reduced consumption, and reduced staff in work places. The structure of the article is a comparison and summation of the advantages and disadvantages of Structural Fund use.

* mgr Marcin BOBOROWSKI, Akademia Polonijna w Częstochowie, Wydział Interdyscyplinarny, Instytut Ekonomii i Administracji.

1. Wstęp

Sektor małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) to jeden z najważniejszych sektorów gospodarki nie tylko w Polsce, ale i na świecie. MŚP stanowią 99,83 % wszystkich przedsiębiorstw w kraju. Wywierają znaczący wpływ na dynamikę wzrostu gospodarczego oraz poziom zatrudnienia. Jedną z wielu barier napotykanych na co dzień przez firmy są problemy związane z pozyskaniem środków finansowych na rozpoczęcie czy też rozwój działalności gospodarczej. Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie istoty funduszy pomocowych Unii Europejskiej oraz zaprezentowanie przykładowych instytucji europejskich, wspierających rozwój przedsiębiorczości.

2. Wpływ przedsiębiorczości na rozwój gospodarczy kraju

Przedsiębiorstwa, w szczególności te należące do sektora małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP), stanowią podstawową siłę gospodarek państw członkowskich Unii Europejskiej (UE). To przede wszystkim one przyczyniają się do wzrostu gospodarczego i zachowania konkurencji, wytwarzając około 2/3 PKB w gospodarce UE. W związku z tym podejmowane są liczne działania, mające na celu pomoc i likwidację barier stojących na drodze przedsiębiorcom. Unia Europejska dąży do wyzwolenia jak największego potencjału z sektora MŚP, który jest dla nich charakterystyczny. Pomocne w tym mają być optymalnie uproszczone procedury oraz łatwość pozyskiwania źródeł finansowania, co w dalszej kolejności spowoduje długofalowy wzrost gospodarczy państw członkowskich.

W ciągu XX wieku postrzeganie wpływu małych i średnich przedsiębiorstw na rozwój gospodarczy bardzo się zmieniło. Do lat 70. ekonomiści uważali, że sektor ten nie odgrywa znaczącej roli, a dodatkowo jego znaczenie będzie się z czasem osłabiało (Mikołajczyk, Krawczyk, 2006, s. 2). Obecnie MŚP stanowią podstawę wszystkich gospodarek europejskich oraz większości gospodarek światowych, przyczyniając się do wzrostu i rozwoju gospodarczego, a ich wpływ jest coraz większy w budowaniu współcze-

snego państwa. Istota i coraz większe znaczenie sektora MŚP ma odzwierciedlenie w licznych, przeprowadzanych badaniach i raportach, mających za zadanie przedstawienie barier hamujących rozwój tego sektora, źródeł finansowania, podobieństw i różnic pomiędzy MŚP w Unii Europejskiej. Badania takie są przeprowadzane przez instytucje krajowe, jak np. Polską Agencję Rozwoju Przedsiębiorczości oraz instytucje międzynarodowe jak np. OECD czy też Departament Komisji Europejskiej do spraw przedsiębiorczości, zwany także Dyrekcją Generalną ds. Przedsiębiorczości. Uważa się, że ten sektor przedsiębiorstw może przyczynić się w istotny sposób do tworzenia nowych miejsc pracy, wzbudzić ducha konkurencyjności wśród przedsiębiorczych właścicieli biznesu, zarówno potencjalnych, jak i obecnych, oraz przyczynić się do wzrostu społeczno-gospodarczego krajów UE (Mikołajczyk, 2009, s. 205). Jak pokazują doświadczenia krajów rozwiniętych, przedsiębiorstwa te odgrywają ogromną rolę w rozwoju gospodarczym zwłaszcza teraz, gdy wiele gospodarek boryka się z problemem bezrobocia i wzrostu gospodarczego. Sektor MŚP uważany jest za największe źródło nowych miejsc pracy. Dodatkowo ważną zaletą jest ich wkład we wdrażanie innowacji oraz nowych technologii. Uznaje się, iż MŚP charakteryzują się dużą elastycznością i mogą bardzo szybko dostosowywać się do zmiennych warunków rynkowych, a także do zmieniających się preferencji klientów. Dzięki temu, że prowadzą swoją działalność przede wszystkim w niszach rynkowych oraz na rynkach o stosunkowo niewielkim potencjale wzrostu, przyczyniają się w znacznym stopniu do podnoszenia sprawności funkcjonowania całej gospodarki oraz stanowią istotny element rozwoju regionalnego (Skowronek-Mielczarek, 2003, s. 7).

Ostatnie kilkanaście lat to okres gwałtownego i szybkiego rozwoju sektora MŚP. Wpływ na taki stan rzeczy miały zmiany w przepisach prawnych oraz w ustaleniu wspólnej polityki wobec przedsiębiorstw, zapoczątkowane pod koniec lat 80. i na początku lat 90. XX wieku. Ponad 99,8 % wszystkich przedsiębiorstw działających w krajach UE to właśnie firmy z sektora MŚP (<http://ec.europa.eu/enterprise>). Spośród wszystkich przedsiębiorstw zdecydowaną większość, ponad 92 %, stanowią mikroprzedsiębiorstwa, zatrudniające mniej niż 10 osób. Przedsiębior-

stwa małe, w których pracuje od 10 do 49 pracowników stanowią 7 %, a firmy średnie, w których zatrudnionych jest 50-249 osób, to zaledwie 1 % ogółu europejskich MŚP. Na podstawie danych zebranych przez Komisję Europejską w 2004 r., krajami, w których sektor małych i średnich przedsiębiorstw jest najbardziej rozwinięty to: Włochy, Niemcy, Hiszpania, Wielka Brytania i Francja. Według szacunków liczba firm aktywnie prowadzących swoją działalność, w każdym z ww. krajów wynosi powyżej 2 mln.

3. Instytucje wspierające rozwój przedsiębiorczości w Polsce

„Realizacja programu wspierania sektora MŚP, niezależnie od wartości merytorycznej i formy prawnej programów wspierania, wymaga określania charakteru realizujących je instytucji, zakresu ich działania i uprawnień do rodzaju i charakteru wzajemnych związków i zależności między nimi” (Piasecki, 2001, s. 87). Od początku lat 90. poprzedniego stulecia obserwuje się w Polsce rozwój organizacji wspierających rozwój sektora MŚP, nazywanych często instytucjami otoczenia biznesu. Powstawały one w ramach programów wspieranych przez środki pochodzące ze środków unijnych, np. program TOR#10 oraz inicjatyw władz regionalnych, uczelni posiadających własne inkubatory przedsiębiorczości, ośrodków badawczo-rozwojowych oraz własnych inicjatyw środowisk mających styczność z działalnością sektora MŚP. Początkowo, niniejsze instytucje, oferowały wsparcie w zakresie tworzenia nowych firm przede wszystkim na obszarach o wysokim współczynniku bezrobocia. Jednakże szczególnie od 2000 r. można zaobserwować szersze zainteresowanie instytucji wspierających działalność innowacyjną przedsiębiorstw. Innymi słowy przedsiębiorstwa mogą otrzymać wsparcie w zakresie transferu technologii, rozwoju firm technologicznych oraz w zakresie pośrednictwa w kontaktach z instytucjami badawczo-rozwojowymi. Aktualnie instytucje otoczenia biznesu świadczą pomoc przedsiębiorstwom w zakresie:

- rozpoczynania działalności gospodarczej, pomocy nowo powstałym przedsiębiorstwom (inkubatory przedsiębiorczości, inkubatory technologii),

- tworzenia dogodnych warunków w zakresie transferu nowych rozwiązań technologicznych (centra transferu technologii, inkubatory technologii),
- rozwoju sieci współpracy i powiązań kooperacyjnych pomiędzy przedsiębiorstwami (parki naukowo-technologiczne),
- wsparcia dla rozwoju zasobów ludzkich w firmach poprzez doradztwo i szkolenia (ośrodki szkoleniowo-doradcze),
- dostępu do zewnętrznych źródeł finansowania przedsiębiorstw podejmujących różnego rodzaju inwestycje (fundusze mikropożyczkowe, doręczeniowe oraz fundusze kapitału podwyższonego ryzyka).

Powyższe organizacje zaliczają się do systemu wspierania przedsiębiorstw, w którym bardzo ważną rolę odgrywa Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości (PARP) oraz rozwijany przez nią Krajowy System Usług (KSU).

4. Istota funduszy strukturalnych oraz ich wpływ na rozwój przedsiębiorczości

W latach 2007-2013 polityka regionalna UE będzie bardziej podporządkowana Strategii Lizbońskiej, niż to miało miejsce w latach 2000-2006. Oznacza to, że w znacznie mniejszym stopniu będzie opierać się ona na redystrybucji z obszarów bogatych na rzecz obszarów biednych, a znacznie w większym stopniu będzie ukierunkowana na problem konkurencyjności regionów (Kola, 2007, s. 215). Fundusze strukturalne skierowane do przedsiębiorców w okresie 2007-2013 realizowane będą za pomocą dwóch funduszy Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego (EFRR), tj. Europejskiego Funduszu Społecznego (EFS) oraz Funduszu Spójności. Wykorzystanie środków pochodzących z funduszy realizowane będzie według zasady $n+2$, tzn., że ostateczny termin wykorzystania niniejszych środków przypada na dzień 31 grudnia 2015. Przedsiębiorcy będą mogli otrzymać wsparcie w ramach pięciu programów operacyjnych:

- Program Operacyjny Innowacyjna Gospodarka,
- Program Operacyjny Rozwój Polski Wschodniej,

- Program Operacyjny Kapitał Ludzki,
- Program Operacyjny Infrastruktura i Środowisko oraz
- Regionalne Programy Operacyjne.

Niemniej jednak otrzymanie dofinansowania unijnego dla przedsiębiorstw i stowarzyszeń zarówno z Państw Członkowskich, jak i z krajów kandydujących do UE, jest w dalszym ciągu dużym wyzwaniem m.in. dla takich państw jak Polska, których obywatele jeszcze nie osiągnęli dużego doświadczenia w zdobywaniu funduszy. Polska nie jest jedynym państwem, który ma trudności z pozyskiwaniem wsparcia z funduszy. Przykładem może być także irlandzki sektor MŚP, który początkowo był także stosunkowo powolny w wykorzystywaniu unijnych funduszy. Skupiono zatem wtedy większą uwagę na rozwój systemu informacji w zakresie funduszy, a co za tym idzie – na zwiększenie wiedzy przedsiębiorców na temat unijnych funduszy pomocowych. Fundusze unijne ukierunkowane są na dofinansowanie konkretnego rodzaju działalności, wpływającego na wzrost konkurencyjności, zwiększenie innowacyjności przedsiębiorstw, jak również na tworzenie nowych miejsc pracy. Jednakże przedstawiciele polskiego sektora MŚP zwracają szczególną uwagę na przeszkodę, jaką jest obowiązek zagwarantowania współfinansowania w ramach realizowanego projektu. W tym celu bardzo istotne jest stanowisko rządu i podjęcie działań zmierzających do eliminacji powyższych barier. Należy zwrócić także uwagę na prowadzoną przez banki politykę, która niejednokrotnie ogranicza działalność firm ze względu na wysokie ryzyko kredytowe.

Polityka UE w zakresie pomocy dla sektora MŚP spotyka się z szerokim poparciem wśród społeczeństwa. Jednakże nie brakuje wśród nich osób krytycznie nastawionych do tego rodzaju polityki. Głównym celem tej polityki jest stworzenie przedsiębiorcom jak najlepszych warunków do funkcjonowania i podnoszenia swojej konkurencyjności na rynku, co w dalszej perspektywie ma doprowadzić do długofalowego wzrostu gospodarczego. Głównym zastrzeżeniem przeciwko polityce UE jest fakt, iż zwiększenie konkurencyjności przedsiębiorstw poprzez promocję ich działalności (w zgodzie np. ze środowiskiem naturalnym) czy też ochronę ich

własności intelektualnej wcale nie prowadzi do wzrostu gospodarczego.

Pierwszym punktem krytycznym, przemawiającym przeciwko polityce UE, są środki pieniężne liczone w miliardach euro, które są niezbędne do realizacji tejże polityki. Zdobyć ich wiąże się ze zwiększeniem przychodów z podatków w krajach członkowskich, co w dalszej konsekwencji prowadzi do uszczuplenia portfeli obywateli, mniejszej konsumpcji oraz redukcji zatrudnienia w zakładach pracy. Wnioskując, aby mechanizm realizacji zadań polityki UE funkcjonował sprawnie, wymagane jest obniżenie tempa wzrostu gospodarczego po to, aby Unia za pomocą odpowiednich instrumentów takich jak fundusze strukturalne mogła przyczynić się ponownie do wzrostu gospodarczego.

Istotny wpływ na wzrost gospodarczy poprzez zwiększenie konkurencyjności przedsiębiorstw ma luka technologiczna krajów członkowskich pomiędzy USA i Japonią. Naukowcy europejscy wielokrotnie podkreślają brak środków pieniężnych na wyposażenie laboratoriów, prowadzenie badań i przede wszystkim niskie zarobki. W czasach globalizacji, gdy kapitał ludzki jest jednym z najważniejszych, o ile nie najważniejszym ogniwem wzrostu gospodarczego, wyjazdy specjalistów, naukowców europejskich mogą przyczynić się do przegrania przez UE walki konkurencyjnej z USA w wyścigu technologicznym. Obecnie w Europie brakuje już naukowców. Na 1.000 zatrudnionych przypada statystycznie pięciu badaczy, gdy dla porównania w USA - dziewięciu. Zdaniem Philippe'a BUSQUINA, byłego komisarza UE ds. nauki i badań, w Europie panuje przekonanie, że lepiej postrzegane społecznie jest wybudowanie kilometra autostrady niż stworzenie laboratorium badawczego (Mitosek, 2006, s.104). Jednym z przykładów może być Hiszpania, która przez lata swoje inwestycje przekładała na infrastrukturę drogową. Pomimo, iż obecnie może poszczycić się jednym z najwyższych wskaźników wzrostu gospodarczego to niebawem sytuacja ta może się gwałtownie zmienić. Strategia Lizbońska przyjęta przez UE w 2000 r. zakłada wzrost wydatków na rozwój i badania naukowe do 3 % PKB. Obecnie Unia wydaje na ten cel 1,96 % PKB, podczas gdy jej główni rywale: USA i Japonia – odpowiednio 2,59 % PKB i 3,12 % PKB. W liczbach bezwzględ-

nych różnica wydatków między UE a USA wynosi 120 mld euro rocznie i ciągle rośnie (Mitosek, 2006, s. 104). Unia Europejska powoli jest doganiana także przez Chiny, które w 2005 r. wydały na rozwój nauki 1,23 % PKB.

Jednym z priorytetowych punktów polityki UE jest wpływ działalności przedsiębiorstw na środowisko naturalne. Unia poprzez promocję odnawialnych źródeł energii chce do 2020 r. obniżyć o 20 % zużycie energii i ograniczyć emisję dwutlenku węgla (CO₂). W efekcie doprowadzi to do drastycznego wzrostu cen energii w związku z zakupem dodatkowych jednostek emisji CO₂, a tym samym spadku wzrostu gospodarczego. System opracowany przez Unię opiera się na prostym założeniu, że przedsiębiorstwa będą chętniej inwestowały w ekologiczne technologie pozyskania energii pod warunkiem, że będą one tańsze od pozwoleń na emisję dwutlenku węgla. Mimo to, nie wszystkie przedsiębiorstwa są w stanie tak dostosować swoją działalność do wymogów unijnych. Takim przykładem mogą być m.in. firmy funkcjonujące w branży hutniczej, cementowej i chemicznej. Bowiern ich technologia pomimo, iż jest jedną z najnowocześniejszych i najbardziej przyjaznych dla środowiska w Europie nie jest w stanie osiągnąć pułapu zakładanego przez dyrektywę unijną. W związku z powyższym, niższe limity emisyjne powodują potrzebę zakupu dodatkowych jednostek emisji CO₂. To z kolei wywiera negatywny wpływ na gospodarkę kraju i obniża jego atrakcyjność inwestycyjną, jak również zmusza firmy rodzime do szukania nowych miejsc do prowadzenia działalności poza granicami UE, gdzie obowiązują łagodniejsze przepisy ochrony środowiska. Johan NORBERT w swojej książce pt. „Spór o globalizację” pisze: „Troska o środowisko nasila się wraz ze wzrostem poziomu zamożności... Kwestie ekologiczne nie będą przecież zajmować ludzi, którzy nie są pewni, czy kiedykolwiek zjedzą swój kolejny posiłek. Powstrzymanie nędzy i ujarzmianie skurczów głodu bierze górę nad troską o stan przyrody” (Norberg, 2006, s. 87). Dlatego, aby sprostać wymogom konkurencji kraje zachodnie mimo wszystko będą zmuszone do zmniejszenia restrykcji ekologicznych.

Wiele komentarzy pojawia się także w kwestii ochrony własności intelektualnej w krajach członkowskich. Unia Europejska stoi na

straży bezpieczeństwa własności intelektualnej. Corocznie konfiskuje miliony podrobionych produktów i artykułów. Jednakże należy też zwrócić uwagę na drugą sferę tej sprawy. Ochrona tej własności wspiera monopol i ogranicza stosowanie technologii przez inne przedsiębiorstwa, a więc w efekcie prowadzi do spowolnienia wzrostu gospodarczego oraz osłabienia konkurencyjności. Przyczynia się do wzrostu cen w przypadku dóbr kulturalnych, takich jak np. muzyka. Dlatego ochrona własności intelektualnej nie może za bardzo ingerować w działalność przedsiębiorstw, ponieważ przynosi więcej szkody niż pożytku, ale i nie może dawać zbyt dużej swobody. Z drugiej strony brak należytej ochrony własności prywatnej może doprowadzić do sytuacji, w której w najbliższej przyszłości kraje azjatyckie oraz kraje Ameryki Płd. będą mogły bezkarnie kopiować rozwiązania unijne, tworząc dla nich dużą konkurencję. W gospodarce rynkowej jedynym sposobem utrzymywania dobrej sytuacji ekonomicznej jest oferowanie ludziom coraz to lepszych produktów i usług. Działalność gospodarczą będą prowadzić niemal wyłącznie ci, którzy mają odpowiednie kontakty i układy oraz mają czas i wiedzę, jak analizować coraz to bardziej obszerne regulacje prawne. Biedni w takim systemie nie mają żadnych szans na rozwój własnych choćby niewielkich firm (Norberg, 2006, s. 97).

Pomoc publiczna UE to kwestia, która ostatnimi czasy zwróciła uwagę wielu osób. Szczególnie w Polsce szeroko tematyzowany był problem polskich stoczni. Unia Europejska chciała ograniczenia mocy produkcyjnych przez Stocznnię Gdańską w zamian za środki przekazane w ramach pomocy publicznej. W broszurach unijnych spotyka się jednak stwierdzenia, iż pomoc publiczna ma służyć wsparciu przedsiębiorstw w ich rozwoju i zwiększeniu konkurencyjności, do której tak bardzo przywiązuje się wagę. Ten przypadek pokazuje jednak, jak wiele nieścisłości i kwestii spornych zawierają założenia polityki unijnej.

Analizując fundusze unijne pod względem zalet, można zauważyć także wiele pozytywnych aspektów. Przede wszystkim, podstawową zaletą funduszy strukturalnych jest efektywne zwiększenie źródeł finansowania dostępnych dla przedsiębiorców. Co więcej, wraz z pojawieniem się możliwości finansowania inwestycji za pomocą środków unijnych, banki i inne instytucje finansowe uela-

styczeń własną ofertę produktową, np. dając możliwość zaciągnięcia kredytu pomostowego pod przyszłą dotację. Porównując dotację z najbardziej popularną formą pozyskiwania kapitału, jaką jest kredyt bankowy, cechuje ją bezzwrotność oraz stosunkowo niski koszt jej pozyskania i obsługi. Kolejną zaletą jest to, iż środki z funduszy bardzo pozytywnie wpływają na przedsiębiorstwo w sensie jego rozwoju oraz poprawy jego konkurencyjności na rynku. Przedsiębiorstwa mają dużą szansę na usprawnienie swoich technologii i zastosowanie nowszych bardziej innowacyjnych rozwiązań. Posiadając możliwość dostępu do takich źródeł finansowania, firma może się znacznie szybciej rozwijać. Środki z funduszy unijnych są skierowane nie tylko do istniejących już przedsiębiorstw, ale także do takich firm, które dopiero mają zamiar wejść na rynek. Istotnym plusem jest także szeroki zakres pomocy skierowanej do firm. Przedsiębiorstwo może starać się o dofinansowanie projektów z różnych dziedzin, od dofinansowania nowo powstających firm poprzez unowocześnienie stosowanych technologii aż po rozwój zasobów ludzkich. Kolejnym pozytywnym aspektem jest promocja, ponieważ każdy zrealizowany projekt, musi zostać w sposób przejrzysty wypromowany poprzez różnego rodzaju informację w prasie czy też na stronie internetowej. Informując w ten sposób społeczeństwo o realizacji projektu przy wykorzystaniu środków UE, reklamuje się również własną firmę.

5. Podsumowanie

Fundusze strukturalne stają się coraz większym bodźcem, jak i szansą rozwoju przedsiębiorstw. Spowodowane jest to m.in. faktem przystąpienia Polski do UE oraz szeroko zakrojonymi działaniami, mającymi na celu informowanie oraz dostarczanie wiedzy niezbędnej do podjęcia starań o dofinansowanie unijne.

Unia Europejska oferuje bardzo duże wsparcie dla przedsiębiorstw prowadzących swoją działalność, jak również dla tych, które dopiero wchodzi na rynek w różnych sektorach przemysłowych (od przedsiębiorstw funkcjonujących w różnych sektorach przemysłu po firmy innowacyjne stosujące zaawansowane technologie). Finansowane są projekty nawet do 100 % ponoszonych

kosztów. Należy zwrócić jednak uwagę na trudności w pozyskiwaniu dofinansowania, a są nimi przede wszystkim długotrwałe procedury. Komisja Europejska ściśle określa wytyczne dla potencjalnych beneficjentów ubiegających się o dotację, które nie mogą być modyfikowane przez kraje członkowskie.

Głównymi barierami ponadto zdają się być problemy związane z finansowaniem tych projektów, bowiem niekiedy dotacja jest wypłacana dopiero po zakończonym projekcie, więc przedsiębiorcy muszą sami zdobyć środki na zrealizowanie inwestycji. Jednakże istnieje wiele form finansowania bez spełniania specjalnych warunków, jak np. określony staż prowadzenia działalności czy też odpowiednie zabezpieczenia. Należą do nich m.in. mikropożyczki oferowane przez fundusze pożyczkowe.

Analizując fundusze unijne z punktu widzenia szans i korzyści, należy stwierdzić, że pomoc UE jest niezwykle przydatna w obliczu silnej konkurencji na rynku. Fundusze pomocowe dają ogromną szansę i perspektywę rozwoju przedsiębiorstw oraz ich konkurencyjności. Zwiększenie konkurencyjności firm generuje dalsze procesy rozwoju oraz wpływa na ożywienie gospodarcze poszczególnych państw. Fundusze stanowią także dodatkowe źródło finansowania inwestycji przedsiębiorstw po znacznie niższych kosztach aniżeli w przypadku wykorzystania innych źródeł, jak np. kredytów. Ważnym aspektem funduszy jest także ich zakres, obejmujący dofinansowanie z różnych dziedzin od zakupu środków trwałych, gruntów, maszyn po dofinansowanie do szkoleń i bezpłatne korzystanie z usług doradczych. Umiejętność korzystania z tego rodzaju pomocy w dobie silnej konkurencji rynkowej może mieć kluczowe znaczenie dla przedsiębiorstw oraz wpływ na ich sukces rynkowy.

Literatura

<http://ec.europa.eu/enterprise> (22.11.2009 r.).

Kola M., *Fundusze pomocowe Unii Europejskiej jako czynnik poprawy konkurencyjności małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*. Wyd. Tonik, Toruń 2007.

Mikołajczyk B., *Otoczenie finansowe małych średnich przedsiębiorstw w krajach Unii Europejskiej*, w: *Finanse i Bankowość. Wejście do Unii Europejskiej*. Wyd. Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 1999.

Mikołajczyk B., Krawczyk M., *Sektor przedsiębiorstw mikro, małych i średnich w krajach Unii Europejskiej*. Studia Europejskie, 2/2006.

Mitosek B., *Odpyły umysłów*. „Wprost”, nr 45/2006, s. 104-108.

Norberg J., *Spór o globalizację*. Fijor publishing, Warszawa 2006.

Piasecki B., *Ekonomika i Zarządzanie małą firmą*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Łódź 2001.

Skowronek-Mielczarek A., *Małe i średnie przedsiębiorstwa. Źródła finansowania*. Warszawa 2003.

III. WYBRANE STRATEGIE ROZWOJU PRZEDSIĘBIORCZOŚCI

**PROTECTION OF HUMAN RIGHTS
IN EUROPEAN LAW: THE IMPORTANCE
FOR DEVELOPMENT
OF ENTREPRENEURSHIP**

***OCHRONA PRAW CZŁOWIEKA W PRAWIE
EUROPEJSKIM: ZNACZENIE W ROZWOJU
PRZEDSIĘBIORCZOŚCI***

Martin ŠMÍD*

Streszczenie

Unia Europejska jest nie tylko ekonomiczną i polityczną, ale także administracyjną Wspólnotą. W artykule przedstawiono europejskie prawo administracyjne – prawo administracyjne Unii Europejskiej, prawo administracyjne Rady Europy, europejską sferę administracyjną wraz z kwestiami dotyczącymi europeizacji prawa administracyjnego, stanowiącej nieformalny sposób harmonizacji prawa administracyjnego. Ponadto zaprezentowano znaczenie zasad stosowanych w prawie administracyjnym. Celem tego artykułu jest także przybliżenie kwestii ochrony praw człowieka z punktu widzenia prawa administracyjnego jako jednego z ważniejszych instrumentów ułatwiających rozwój przedsiębiorczości oraz innej działalności gospodarczej w Unii Europejskiej, gdzie zaangażowane są nie tylko gospodarstwa domowe, ale także handel zagraniczny.

1. Introduction

Besides the protection of the courts for human rights provided by the European Union and Council of Europe through the Euro-

* JUDr. Martin ŠMÍD, University of Pardubice, Faculty of Economics and Administration (Czech Republic).

pean Court of Justice at Luxembourg (EU) and by European Court of Human Rights at Strasbourg (CE), the protection of human rights in administrative law is important, also, and especially, in administrative procedures. Its importance is based on the fact that the average entrepreneur (as an average citizen) gets much more in touch with administrative procedures than with court procedures. Both procedures shall not be separated because they are inherently connected particularly by the administrative justice as an inseparable component of the legal system of EU member countries.

2. European administrative law

Historically, the consolidation of administrative law is a relatively new issue in the European area. We can see the beginning of this effort with the foundation of various integrated blocks after World War II.: the foundation of the *Council of Europe* (1949); the adoption of *European Convention on Human Rights* (1950); and the foundation of *European Economic Community* (1957), (Pomahač, 2003; Pomahač, 2004).

The Council of Europe initiated a great complex of conventions related to the creation of a somewhat unifying standard for public administration (especially on the local level) and to human rights protection (not only in public administration). We have to mention e.g.: *European Social Charter*, *European Code of Social Security*, *European Outline Convention on Trans-frontier Co-operation between Territorial Communities or Authorities* or *European Charter on Local Self-Government*. Another result of integration efforts was the incorporation of the *Conference of Local Authorities of Europe* into the institutional framework of the Council (1957). This institution was later transformed into the *Congress of Local and Regional Authorities* with two chambers (1994). The objective of Council of Europe in this sphere is to abolish barriers in public administration as given by the state frontiers.

Also, other acts of the Council of Europe have had a relevant impact on the public administration functions: (resolutions, declarations, and recommendations). Although they are not legally binding, they are commonly respected. There is, for example: *Resolu-*

tion (77) 31 on the Protection of the Individual in Relation to the Acts of Administrative Authorities (1977). It guarantees the participant the right of self-expression, of submission of evidence in administrative procedures; the right to use legal aid, the right to be guided on the possibility of appeal, etc. Another important act is: Recommendation (80) 2 on Concerning the Exercise of Discretionary Powers by Administrative Authorities (1980), which orders that the application of discretion shall follow the prescribed purpose and stay objective and impartial. Basic rules of imposing sanctions is settled in the Recommendation (91) 1 on Administrative Sanctions (1991). Council of Europe considers also by alternative dispute resolution between offices and private persons.

The Declaration of European Committee on Legal Cooperation: Principles of Administrative Law (1995) is a considerable document which touches on the whole sphere of administrative law. It is a summary of the principles which shall be a component of the commonly accepted requirements for *good administration*. The *principle of legality*, which limits the actions of the administrative offices by law, is one of the most important principles. This idea shall be subsumed into all legal systems. Just to mention other principles most significant for entrepreneurship: *public service* (service in general interest) removal of barriers to the access to the office; *protection from inaction* attempts to protect private persons in case the office does not make a decision (by fiction of the decision or by court protection); inaction by state offices can obstruct or exclude the business activities. Another mentionable principle is: the *principle of feasibility* which guarantees the protection of any rights or interests which are recognized by an administrative act. Cases are common where the entrepreneur is the rightful claimant in administrative procedure. Also, of substantial weight is the *principle of protection of personal data* or *right to information* (Hendrych, 2006).

These notable steps in the administrative integration of European Union have been the foundation of *custom union*, and later, the *economic and monetary union*. The importance of administrative law in the EU is growing; this branch of law exists besides the national systems of administrative law. In case there is a matter

which is regulated by both supranational law and by national law, *principle of supremacy* of the community law created by the European Court of Justice is used.

Today the European Union is not only an economic or political association, but common legal space, too. Not surprisingly, we speak about the *European Administrative Space (L'espace administratif européen)*, (Shapiro, 2001). It is represented by a common administrative policy at the European and national levels. Integration in *area of freedom, security and justice* is the most advanced.

The significance of administrative law of the EU consists not only in the existence of concrete administrative law provisions, but more in the creation of an unifying superstructure beyond national law. It allows the subordination of national regulations (such subordination is universally facultative because it is the most advantageous economically). This emergence facilitates the fulfillment of integration objectives – the freedom to move capital, labour and enterprise is made easier. Further common policies make it easier, too.

Also, informal influence cannot be ignored; it is often the cause that a common legal standard has been assumed by members of the integrated communities. In this sense, we don't speak about *European Administrative Law*, but about *Europeanized Administrative Law*. Even though administrative law is one of the least integrated branches of law (because it is perceived as a national regulation which provides for the internal state organization, as specified by national constitutional law), we can find some common trends for all the European states. For example: we can speak about the acceptance of the common principles of administrative law: respect for basic human rights and freedoms, or the ability to receive successfully the work rules from other developed administrative systems.

Let's mention some of the basic principles struggling throughout Europe:

- equality,
- legality and rule of law,
- protection of vested rights,
- legitimate expectations and

- good administration (Hendrych, 2006).

The right to good administration (or the principle of good administration) includes other principles of the branch which are respected in the administrative law of developed democracies. Its content was formulated in the *Charter of Fundamental Rights of the European Union*. The five principles of good administration of public affairs were mentioned, also, in the *White Paper on European Governance*. It speaks about the Principle of Openness, Principle of Participation, Principle of Accountability, Principle of Effectiveness, and Principle of Coherence. They are explained in this document:

- *Openness*. The Institutions should work in a more open manner. Together with the Member States, they should actively communicate about what the EU does and the decisions it takes. They should use language that is accessible and understandable for the general public. This is of particular importance in order to improve the confidence in complex institutions.
- *Participation*. The quality, relevance and effectiveness of EU policies depend on ensuring wide participation throughout the policy chain – from conception to implementation. Improved participation is likely create more confidence in the end result and in the Institutions which deliver policies. Participation crucially depends on central governments following an inclusive approach when developing and implementing EU policies.
- *Accountability*. Roles in the legislative and executive processes need to be clearer. Each of the EU Institutions must explain and take responsibility for what it does in Europe. But there is also a need for greater clarity and responsibility from Member States and all those involved in developing and implementing EU policy at whatever level.
- *Effectiveness*. Policies must be effective and timely, delivering what is needed on the basis of clear objectives, an evaluation of future impact and, where available, of past experience. Effectiveness also depends on implementing EU policies in a proportionate manner and on taking decisions at the most appropriate level.

- *Coherence.* Policies and action must be coherent and easily understood. The need for coherence in the Union is increasing: the range of tasks has grown; enlargement will increase diversity; challenges such as climate and demographic change cross the boundaries of the sectoral policies on which the Union has been built; regional and local authorities are increasingly involved in EU policies. Coherence requires political leadership and a strong responsibility on the part of the Institutions to ensure a consistent approach within a complex system. (*European Governance*, 2009).

However, we are not able to say that the Europeanized Administrative Law is an unbinding set of regulations and only a recommended standard. The protection of human rights is successfully enforced and stabilized by the public administration by claim to the European Court of Human Rights or during procedures by European Court of Justice.

3. Administrative justice

One of priorities of policy of both institutions (the EU and CE) in the sphere of public administration is to make judicial control possible. Administrative acts and concrete decisions are subject to judicial review which especially controls legality. Review is made by independent and impartial courts. Court procedure shall be with no hold-outs, and the right to court protection, settled by the Convention (art. 6), has to be respected (Pitrová, Pomahač, 1998; Týč, 2006).

4. Importance for the entrepreneurship

As mentioned in the introduction, human rights protection in administrative law is very significant. Decisions made by administrative procedures are to interfere, at the most minimal extent possible, with the rights of individuals. Less regulation helps companies to stand up in the competition.

The human rights important for business activities are usually set up in the national statutes. In Czech law, it is the Charter of Fundamental Rights and Freedoms (No. 2/1993 Coll.) with power of constitutional law.

The challenge for the European Union in this field is to simplify access to public administration. In my opinion, these points are the most important:

- *To simplify and hasten the procedure for the foundation of a new company*

Worldwide, the procedure of running a new business is too long and complicated related to other countries at the same level of development (USA, Canada, Japan).

- *To decrease the number of necessary permissions to run a business*

It is not convenient to reduce the regulation of business activities because there are many public interests (e.g. social or environmental) which have to be preferred. But it is possible to make an effort to decrease the number of administrative procedures necessary to absolve before starting an entrepreneurship. In an ideal case, all conditions and aspects should be investigated in one administrative procedure at one office.

- *To simplify the access to the offices*

There is the possibility to improve the accessibility of easy Internet (on-line) communication between the entrepreneur and the office and to incorporate access to all offices into one mailing office and to improve the communication among particular offices.

The opportunity to get all data, files, necessary copies, transcripts from registers and other information in one place and communicate through this point of contact with any state office is very important in the effort to simplify the conditions of business.

5. Conclusion

Human rights protection in the sphere of entrepreneurship has some specifics in comparison with the standard protection of the rights of

citizens. It is given by the character of business activities and by the uncertain concept of entrepreneur which can mean an individual (natural person) as well as a corporation (fictitious person). We have to keep in mind that some human rights and freedoms may be acknowledged to individuals only. Therefore the rights related to economic activities (the *right to own property*, *the right to court protection*, *the right to information*, *privacy of correspondence*, *etc.*) will be the most applicable because they may be acknowledged to corporations, too.

These rights shall be running through the whole system of public power – not only through the judicial power, but through the executive, too.

Literature

- European Governance: A white paper.* In: http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/en/com/2001/com2001_0428en01.pdf (17.06.2009).
- Hendrych D. a kol., *Správní právo. Obecná část.* 6. vydání. C.H. Beck, Praha 2006.
- Pitrová L., Pomahač R., *Evropské správní soudnictví.* C.H. Beck, Praha 1998.
- Pomahač R., *Evropské právo.* Karolinum, Praha 2003.
- Pomahač R., *Evropské veřejné právo.* Aspi, Praha 2004.
- Shapiro M., *The institutionalization of European Administrative Space.* In: Stone Sweet A., Sandholtz W., Fliegstein N. *The Institutionalization of Europe.* Oxford University Press, Oxford 2001.
- Týč V. a kol., *Soudnictví v institucionální struktuře Evropské unie.* MU, Brno 2006.

FILOZOFIA WALIDACJI KOMPETENCJI MENEDŻERSKICH METODĄ SYMULACYJNEJ GRY DECYZYJNEJ SERIO

A PHILOSOPHY OF MANAGERIAL COMPETENCIES VALIDATION WITH A BUSINESS SIMULATION METHOD

Paweł KAZIBUDZKI*

Abstract

The main objective of this article is to present some advantages found by the introduction of a business simulation to the process of managerial competencies validation. Additionally, the paper describes and discusses the theoretical conclusions and empirical research of many scientists. The main theme of the text concentrates on answering the principal question, which is: Has a business simulation got any significant features qualifying it as a valuable method for the analysis and evaluation of managerial competencies? It seems from the analysis of the theoretical conclusions drawn and various researchers' empirical research that a positive response has been made to such a question.

1. Wprowadzenie

Aby spopularyzować wartość symulacyjnej gry decyzyjnej serio (SGDS) jako doskonałej metody walidacji kompetencji menedżerskich, treść niniejszego artykułu zostanie poświęcona opisowi części prac badawczych, które dotyczą tzw. realistyczności SGDS i jej dydaktycznej efektywności w różnych ośrodkach naukowych, zarówno w kraju, jak i za granicą.

* dr inż. Paweł KAZIBUDZKI (MBA), Akademia Polonijna w Częstochowie, Wydział Interdyscyplinarny, Instytut Ekonomii i Administracji.

Analizując wiedzę z punktu widzenia nauczania, czyli jej sposobu przekazywania, w literaturze przedmiotu można znaleźć na ogół kilka powszechnie znanych metod jej transferu (Bielecki, 1999, s. 120; Cadotte, Bruce, 1997; Cadotte, 1995, s. 8-19):

- za pośrednictwem publikacji, wykładów i prezentacji,
- wykorzystując tzw. metodę analizy przypadku,
- stosując metodę sytuacyjną lub inscenizacji,
- wykorzystując metody symulacyjne nie będące grami, takie jak: symulacja zdarzeń, odgrywanie otrzymanych ról,
- stosując inne metody aktywnego treningu typu *action learning*,
- wykorzystując symulacyjne gry decyzyjne serio.

Niewątpliwie przewagi symulacyjnych gier decyzyjnych serio nad pozostałymi metodami procesu nauczania dzisiaj już nikt nie kwestionuje. Pierwsze badania dotyczące wyników edukacyjnych, jakie przyniosło wykorzystanie SGDS w procesie nauczania, zostały przeprowadzone w Stanach Zjednoczonych w 1966 r. (Raia, 1966, s. 339-352). RAI A, prowadząc badania na próbie 139 studentów uczestniczących w SGDS *Mansym* (Schellenberger, 1965; Schellenberger, Masters, 1986). wykazał, że wyższe rezultaty z punktu widzenia poziomu wykształcenia osiągnęły osoby uczestniczące w eksperymencie, w przeciwieństwie do pozostałych osób, biorących udział w klasycznych zajęciach opartych na metodzie analizy przypadku.¹

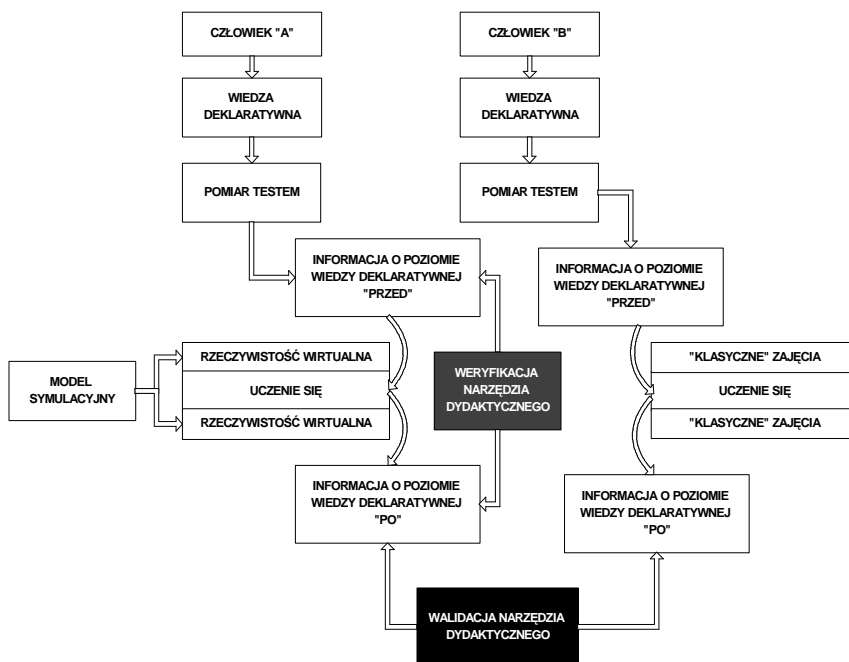
Z kolei w naszym kraju jedno z pierwszych badań, w formie eksperymentu pedagogicznego przeprowadził w 1998 r.

Z. KUREK, na potrzeby swojej pracy doktorskiej. Badania te „(...) świadczą o znacznym wzroście poziomu wiedzy u osób uczestniczących w grze” (Kurek, 1998, s. 179). Autor ten, opierając się na swoich badaniach oraz wnioskowaniu indukcyjnym i dedukcyjnym, potwierdził słuszność swojej hipotezy badawczej, że:

¹ Wyższość metody analizy przypadku nad metodami klasycznymi (wykłady, publikacje...) była na przykład tematem rozważań w artykule Bonoma (1989, s. 1-10).

- „symulacyjne gry decyzyjne stanowią efektywne i skuteczne narzędzie dydaktyki menedżerskiej,
- symulacyjne gry komputerowe stanowią doskonałe narzędzie uczące studentów sztuki analizowania nawet bardzo złożonych sytuacji decyzyjnych oraz podejmowania odpowiedzialnych decyzji (...)” (Ibidem, s. 202).

Rys. 1. Schemat procedury weryfikacji i/lub walidacji SGDS jako narzędzia dydaktycznego



Źródło: opracowanie własne.

Swoją skuteczność w procesie nauczania, SGDS potwierdziły także w nauczaniu takich dyscyplin, jak: zarządzanie strategiczne²,

² Weryfikacja skuteczności SGDS w procesie kształcenia w tej dyscyplinie była tematem następujących publikacji: Keys, Bell (1977, s. 33-39); Wolfe (1975,

korporacje i działalność międzynarodowa (Klein, 1980, s. 128-131), marketing³, ekonomia (Cox, 1974, s. 29-37), a także podstawy zarządzania (Estes, 1979, s. 225-228). Schematycznie ideę powyższych prac badawczych przedstawia rysunek nr 1.

2. Realistyczność dydaktyczna symulacyjnej gry decyzyjnej serio

Jedną z pierwszych prac badawczych, która potwierdziła słabą, ale istotną zależność pomiędzy wynikami uzyskanymi w SGDS i czynnikami wybranymi do studium w rzeczywistych warunkach, była praca J. WOLFE i C.R. ROBERTS (Wolfe, Roberts, 1986, s. 45-59). Autorzy ci przeprowadzili wieloletnie badania na grupie 142 osób, którzy uczestniczyli w SGDS zatytułowanej: *The Business Management Laboratory* (Jensen, Cherrington, 1973). Osiągnięcia w warunkach symulowanych były odzwierciedlane przez takie parametry, jak wskaźnik rentowności z inwestycji i kapitału własnego (ROI i ROE) oraz wielkość zysków zatrzymanych. Sukcesy uczestników w odniesieniu do ich kariery zawodowej odzwierciedlały takie miary, jak: wysokość wynagrodzenia, dynamika wzrostu płacy, ilość awansów uzyskanych w badanym okresie oraz satysfakcja ze swojej kariery zawodowej. Słaba, ale istotna korelacja została zauważona pomiędzy: ROI i wysokością uzyskiwanego wynagrodzenia, zyskami zatrzymanymi i dynamiką wzrostu płacy, ROE i ilością uzyskanych awansów. Autorzy badań podkreślali, że ich zdaniem efektywność SGDS została w pewnym stopniu potwierdzona. Niemniej jednak badania nie brały pod uwagę takich czynników, jak umiejętność grupowego podejmowania decyzji, przywództwa czy też umiejętności społecznych.

Takie badania zostały opisane przez tych samych autorów dopiero w 1993 r. (Wolfe, Roberts, 1993, s. 21-33). Grupę badawczą tym razem stanowiło 159 studentów ostatnich lat studiów, uczestni-

s. 442-452); Wolfe (1978, s. 143-155); Wolfe, Chacko (1983, s. 121-133); Wolfe, Guth (1975, s. 349-364).

³ Weryfikacja skuteczności *SGDS* w procesie kształcenia w tej dyscyplinie była tematem następujących publikacji: Cooke, Maronick (1977, s. 447-450); Fritzsche (1974, s. 43-44).

czących w tej samej SGDS co poprzednio. Ponieważ tym razem szukano związków pomiędzy cechami społecznymi i zdolnościami przywódczymi, studenci byli losowo przydzieleni do cztero/pięcioosobowych grup partycypujących w symulacji. Po zakończeniu rozgrywki każdy student oceniał niezależnie członka swojego zespołu pod kątem następujących miar jego zasług w rozwój wirtualnego przedsiębiorstwa (Wolfe, Roberts, 1993, s. 23):

- wkład w rozwój potrzeb ekonomicznych swojego zespołu,
- wkład w rozwój potrzeb społecznych swojego zespołu,
- wpływ na ostateczne decyzje swojego zespołu,
- zdolności przywódcze,
- podziw i uznanie partnerów,
- stopień wpływu na trwałość zespołu,
- prognoza dalszej kariery zawodowej.

Przez pięć lat po ukończeniu studiów studenci co pół roku wypełniali i zwracali kwestionariusz badawczy. 17 osób z początkowej grupy 159 respondentów utraciono. W wyniku tego liczność grupy badawczej zmniejszyła się do 142 jednostek. Badania prowadzono w okresie od listopada 1985 r. do maja 1991 r. Miały one na celu weryfikację następujących hipotez badawczych:

- **H₁**: Poziom zarobków jest pozytywnie skorelowany z oceną uzyskaną od swoich kolegów z zespołu w zakresie powyżej wymienionych miar jego zasług w rozwój wirtualnego przedsiębiorstwa;
- **H₂**: Dynamika wzrostu płacy jest pozytywnie skorelowana z oceną uzyskaną od swoich kolegów z zespołu w zakresie powyżej wymienionych miar jego zasług w rozwój wirtualnego przedsiębiorstwa;
- **H₃**: Ilość awansów, które otrzymał respondent, jest pozytywnie skorelowana z oceną uzyskaną od swoich kolegów z zespołu w zakresie powyżej wymienionych miar jego zasług w rozwój wirtualnego przedsiębiorstwa;
- **H₄**: Satysfakcja z kariery zawodowej jest pozytywnie skorelowana z oceną uzyskaną od swoich kolegów z zespołu w zakre-

sie powyżej wymienionych miar jego zasług w rozwój wirtualnego przedsiębiorstwa.

Badania przeprowadzone przez autorów potwierdziły słuszność trzech pierwszych hipotez badawczych. Konkluzje, jakich dostarczają oni w swoim artykule, dowodzą, że osiągnięcia uczestników *SGDS* uzyskane w wirtualnych warunkach w pewnym stopniu modelują ich przyszłą karierę zawodową. Można więc z pewnym przybliżeniem przewidywać ich sukces zawodowy na podstawie wyników otrzymanych w grze symulacyjnej (Wolfe, Roberts, 1993, s. 26). Autorzy tych badań podkreślili, że biorąc pod uwagę wyniki swojej pracy badawczej opisaney w poprzednim artykule (Wolfe, Roberts, 1993, s. 45-59) razem z rezultatami aktualnie opisywanej pracy badawczej, należy uznać, że w pewnym stopniu efektywność *SGDS* została potwierdzona.

D.T. TEACH i G. GOVAHI (Teach, Govahi, 1993, s. 429-445) przeprowadzili z kolei inne badania. Poprosili oni 602 absolwentów 36 szkół biznesu o ustalenie ważności, ze względu na użyteczność praktyczną, 41 umiejętności kierowniczych. Warto przy tym podkreślić, że wszyscy ankietowani w momencie prowadzenia badań dysponowali przeciętnie 3-5 letnim doświadczeniem zawodowym. Zostali oni poproszeni o podzielenie listy ww. 41 umiejętności kierowniczych na pięć grup po 7-9 elementów, a następnie wskazanie grupy ich zdaniem najważniejszej z punktu widzenia pracy menedżera. Przy okazji poproszono ich również o ocenę skuteczności w skali od jednego do dziewięciu, każdej z czterech wymienionych poniżej metod nauczania:

- wykłady,
- metoda analizy przypadku,
- ćwiczenia eksperymentalne w laboratorium rozwijające takie umiejętności, jak np. współpraca w grupie, odporność na stres, sztuka negocjowania itp.,
- symulacyjne gry decyzyjne serio.

Z przeprowadzonych badań wynika, że *SGDS* została oceniona przez respondentów jako najbardziej skuteczna metoda kształcenia.

Następne miejsca zajęły kolejno: nauczanie eksperymentalne, metoda analizy przypadku, a następnie wykład.

Dwa lata później zespół w składzie: J.N. TRAPP, S.R. KNOOTZ, D.S. PEEL, C.E. WARD (Trapp, Knootz, Peel, Ward, 1995, s. 116-123) przeprowadził podobne badania wśród studentów Wydziału Ekonomiki Rolnictwa *Oklahoma State University*. Wynik był bardzo podobny z tą różnicą, że drugie miejsce zajęła metoda analizy przypadku. W badaniach tych SGDS osiągnęła przeciętną ocenę 6,72 przy odchyleniu standardowym 0,67. Następne w kolejności były: analiza przypadku (5,55; 0,7), nauczanie eksperymentalne (5,39; 0,54) i wykład (5,32; 0,47), który uplasował się, tak jak poprzednio, na samym końcu listy. Warto w tym miejscu zwrócić uwagę również na to, że jak pokazują te badania, za najbardziej skuteczne przy opanowywaniu różnych umiejętności, zostały uznane różne metody. Wynika stąd, że nie istnieje więc jedna uniwersalna metoda do nauczania wszystkiego, co wydaje się na marginesie intuicyjnie oczywiste. I tak, wykłady okazały się najskuteczniejsze przy tzw. refleksyjnym słuchaniu, metoda analizy przypadku - m.in. przy analizie problemów, analizie danych i doborze właściwych informacji, natomiast nauczanie eksperymentalne - podczas twórczego rozwiązywania problemów, rozwiązywania konfliktów, przeprowadzania wywiadów, prowadzenia publicznych prezentacji, a także w rozwijaniu umiejętności przywódczych. Łącznie metoda analizy przypadku została oceniona jako najlepsza w 8 na 41 wyróżnionych umiejętności, nauczanie eksperymentalne w 12, natomiast SGDS w 20 przypadkach, spośród których warto wymienić: podejmowanie optymalnych decyzji, prognozowanie, szybką ocenę sytuacji decyzyjnej, a także dostosowywanie się do nowych zadań.

Autorzy ci nie poprzestali jednak na tym i dokonali analizy porównawczej o charakterze dyskryminacyjnym wymienionych wcześniej metod nauczania, a także przeanalizowali je pod względem komplementarności i substytucyjności (konkurencyjności) względem siebie. Za miarę komplementarności przyjęto tutaj stopień ujemności m.in. współczynnika korelacji rangowej SPEARMANA ocen skuteczności nauczania tych metod, natomiast substytucyjności – wysoki stopień pozytywnej korelacji. SGDS została wyraźnie

wskazana jako najbardziej efektywna metoda nauczania. Jednocześnie uznano ją za najbardziej komplementarną metodę w stosunku do tradycyjnego wykładu. Pozostałe metody należy uznać za wzajemnie substytucyjne.

Wysoka ocena użyteczności SGDS jako metody dydaktycznej, była też wynikiem badań porównawczych przeprowadzonych na grupie 146 studentów i 124 praktyków przy wykorzystaniu gry *Micromatic*. Autorzy tych badań, T. SCOTT i A.J. STRICLAND, zweryfikowali w nich dwie hipotezy robocze (Scott, Stricland, 1985, s. 54):

- **H₁**: Istnieje znacząca różnica między oceną studentów a praktyków odnośnie percepcji edukacyjnej efektywności SGDS przy nauczaniu różnych umiejętności menedżerskich;
- **H₂**: Istnieje istotna różnica między percepcją studentów a praktyków odnośnie ważności różnych umiejętności menedżerskich w pracy zawodowej.

Pod uwagę brane były następujące umiejętności:

- praca w grupie (relacje interpersonalne),
- zastosowanie poznanych teorii w rzeczywistych sytuacjach decyzyjnych,
- planowanie,
- integracja różnych koncepcji,
- rozwiązywanie problemów decyzyjnych,
- analiza otoczenia.

Jak wyraźnie wskazują wyniki prezentowanych badań, praktycy znacząco wyżej oceniają użyteczność edukacyjną SGDS. Jako umiejętności najbardziej podatne na doskonalenie poprzez trening przy wykorzystaniu SGDS oba zespoły zgodnie wskazały pracę w grupie oraz planowanie i rozwiązywanie problemów decyzyjnych.

Porównanie wykładu jako jednej z metod tzw. nauczania tradycyjnego z treningiem opartym na SGDS było z kolei przedmiotem badań dwóch innych autorów, tj. L.B. Specht i P.K. Sandlin (Specht, Sandlin, 1991, s. 196-210). Badania te miały na celu uzyskanie odpowiedzi na trzy pytania:

- Czy istnieje istotna różnica między skutecznością dwóch typów szkolenia mierzona zaraz po zakończonym kursie?
- Czy istnieje istotna różnica między skutecznością dwóch typów szkolenia mierzona w sześć tygodni po kursie?
- Czy istnieje istotna różnica między skutecznością dwóch typów szkolenia mierzona w odległym czasie po kursie?

Badania przeprowadzono wykorzystując specjalnie przygotowane do tego celu testy sprawdzające, którym poddano dwie grupy słuchaczy kształconych odpowiednio dwoma różnymi metodami nauczania. Ich wyniki potwierdziły zdecydowanie większą skuteczność metody SGDS przy zapamiętywaniu zdobytej wiedzy po dłuższym okresie, dodatkowo wskazując na inne korzyści wynikające z jej zastosowania w procesie nauczania, jak np. ćwiczenie w trakcie nauki współpracy między słuchaczami. Ogólna konkluzja pracy badawczej zawiera trzy następujące stwierdzenia:

- SGDS jest bez wątpienia bardzo skutecznym narzędziem dydaktycznym pomagającym rozwijać umiejętności poznawcze i pozytywną postawę do podejmowania działania,
- SGDS musi reprezentować wysoki poziom kompleksowości, aby mogła być zaakceptowana przez uczestników jako realistyczne odzwierciedlenie rzeczywistości (dotyczy badań nad realizmowością SGDS),
- SGDS wyzwala bardzo wysoki poziom motywacji do działania, wyrażającej się chęcią nauki i konfrontacji swoich umiejętności oraz poznania skutków decyzji zarówno swoich, jak i konkurencji.

Jak podaje Kim SLACK (Slack, 1993, s. 79-89), statystyczna weryfikacja tego, że SGDS jest realistyczna może być niezwykle trudna, ponieważ rozpatrywane kwestie są bardzo złożone (Slack, 1993, s. 80).

Istnieje jednak tutaj przyczynek, który prowadzi do pozytywnej weryfikacji również tego zjawiska. Centrum dla Kreatywnego Przywództwa (*Center for Creative Leadership – CCL*) w USA, zwane *Looking Glass*, podjęło się prac nad studium realizmowości SGDS. Badanie wykazało silną korelację pomiędzy zadaniami wy-

konywanymi przez uczestników podczas SGDS w *Looking Glass* i zadaniami menedżerskimi, które są powszechne dla większości organizacji. Trzeba tu zaznaczyć, że SGDS *The Looking Glass, Inc.*, jest ważnym narzędziem, które stwarza realistyczne środowisko dla menedżera włączając w to formy komunikacji charakterystyczne nawet dla dużych organizacji, takie jak: notatki służbowe, telefony, spotkania robocze (narady), raporty dla kierownictwa czy nawet posiłki. Inne główne tezy prezentowanego artykułu można sprowadzić do następujących stwierdzeń:

- dzięki SGDS uczestnicy nabywają doświadczenia, które kształtuje ich percepcję i umiejętności, służące z kolei jako fundament zmiany ich zachowania,
- wiele przedsiębiorstw, włączając takie znane firmy jak *General Electric* i *IBM*, wykorzystują SGDS do swoich programów szkoleniowych z dziedziny zarządzania; np. Amerykański Instytut Prasowy (*American Press Institute*) stosuje SGDS, aby symulować około 3,5 tys. decyzji, które musi podjąć przeciętny kierownik z branży,
- według Jima BRODO, dyrektora marketingu w *SMG (Strategic Management Group)*, SGDS daje uczestnikom percepcję, jak interpretować posunięcia konkurencji,
- wiele innych rodzajów szkoleń rozczłonkuje i izoluje różne umiejętności; SGDS wykorzystują i łączą umiejętności, w szczególności umiejętności analityczne, interpersonalne i przywódcze,
- uczestnicy SGDS dostrzegają, że zachowanie jednostki w organizacji jest często wynikiem problemów zakotwiczonych w systemie. Zmiana tych zachowań przynosi zatem znikomy efekt, jeśli nie weźmie się pod uwagę systemu, w którym one występują,
- SGDS, które odzwierciedlają warunki pracy, mogą być skuteczną metodą szkolenia. Pozwalają one uczestnikom testować różne metody pracy bez konieczności ponoszenia wielkiego ryzyka.

Badania dotyczące realistyczności SGDS były zatem tematem wielu opracowań. Opisywane w nich metody badawcze, stosowane,

aby zweryfikować pogląd, że SGDS realistycznie odwzorowują rzeczywisty świat, który replikują, różnią się od siebie. Wszystkie jednak konkluzje tych prac badawczych zmierzają jednoznacznie w stronę pozytywnej weryfikacji założenia o realistyczności SGDS.

3. Realistyczność proceduralna symulacyjnej gry decyzyjnej serio

W 1960 r. zainicjowano w Stanach Zjednoczonych projekt zatytułowany „Wpływ strategii marketingowych na zysk” (ang. *Profit Impact of Marketing Strategies – PIMS*). Badania w ramach projektu były początkowo prowadzone przez *General Electric Company*, a następnie w 1972 r. przeniesione do *Harvard Business School*. W 1975 r., aby w pełni rozwinąć prace badawcze, powołano na Uniwersytecie w Harvardzie Instytut Planowania Strategicznego. Celem prac Instytutu było – i jest po dzień dzisiejszy – zbieranie i analizowanie danych marketingowych i finansowych od ponad 3.800 przedsiębiorstw, które dostarczają je regularnie co roku od czasu rozpoczęcia badań. Opierając się na swojej wieloletniej pracy badawczej, Instytut Planowania Strategicznego ujawnił dziewięć fundamentalnych związków dotyczących strategicznych implikacji działalności gospodarczej.

Wykazano mianowicie, że udział przedsiębiorstwa w rynku i jego rentowność są ze sobą silnie skorelowane. Związek ten wykorzystano do badań nad realistycznością SGDS. Badania prowadzili A.J. FARIA oraz W.J. WELLINGTON (Faria, Wellington, 2004, s. 332-336). Weryfikowano w nich prawdziwość następującej hipotezy badawczej:

H₁: Udział wirtualnego przedsiębiorstwa w rynku i jego zyski w SGDS będą ze sobą silnie i dodatnio skorelowane (współczynnik korelacji Pearsona $r > 0,5$).

Dane zebrano z 440 symulowanych przedsiębiorstw, działających w 96 branżach z dwóch SGDS. Były to następujące SGDS: *Compete: a dynamic marketing simulation* (Faria, Nulson, Roussos, 1994) oraz *The marketing management simulation* (Faria, Dickinson, 1996). Dane z SGDS *Compete* zebrano z 209 przedsiębiorstw,

działających w 46 branżach, w okresie od stycznia 1996 r. do kwietnia 2003 r. Dane z SGDS *The Marketing Management Simulation* zebrano z 231 przedsiębiorstw, działających w 50 branżach, w okresie od stycznia 1991 do czerwca 1997 r.. W badaniach zaobserwowano, że udział wirtualnego przedsiębiorstwa w rynku i jego zyski w SGDS są ze sobą dodatnio skorelowane. Korelacja ta była jednak mniej niż „silna”, aczkolwiek statystycznie istotna ($r=0,496$).

Drugi z dziewięciu fundamentalnych związków dotyczących strategicznych implikacji działalności gospodarczej ujawnionych przez Instytut Planowania Strategicznego opisuje następujące stwierdzenie: jakość produktów wytwarzanych przez przedsiębiorstwo i jego rentowność są ze sobą silnie skorelowane. Związek ten ponownie wykorzystano do badań nad realizacyjnością SGDS. Badania prowadzili ci sami badacze: A.J. FARIA oraz W.J. WELLINGTON (Faria, Wellington, 2005, s. 117-121). Weryfikowano w nich prawdziwość następującej hipotezy badawczej:

H₁: Jakość produktu wirtualnego przedsiębiorstwa i jego rentowność, mierzona wskaźnikiem ROI, osiągnięta w SGDS, będą ze sobą silnie i dodatnio skorelowane (współczynnik korelacji Pearsona $r>0,5$).

Dane zebrano z 451 strategicznych jednostek biznesu, będących produktem 152 przedsiębiorstw, działających w 33 branżach symulowanych przez SGDS *Compete*. Dane zbierano w okresie od września 2003 do kwietnia 2004. Jak wynika z pracy badawczej autorów, korelacja pomiędzy jakością produktu wirtualnego przedsiębiorstwa (symulowanego przez SGDS *Compete*) i rentownością osiągniętą przez to przedsiębiorstwo, mierzoną wskaźnikiem ROI, dla 451 strategicznych jednostek biznesu była silna i wynosiła $r=0,576$. Badania wykazały więc, że nie ma podstaw do odrzucenia weryfikowanej w nich hipotezy badawczej.

W tym miejscu, ze względu na główny wątek niniejszego artykułu, tj. użyteczność SGDS jako metody walidacji kompetencji menedżerskich, należy zwrócić szczególną uwagę jeszcze na jedno badanie, a mianowicie badania przeprowadzone przez A.L. PATZ (Patz, 1995, s. 24-30).

Autor ten, wykorzystując tzw. Inwentarz Cech Osobowości *Myers Briggs* – MBTI⁴, wykazał wysoką korelację ($r=0,747$) między rezultatami uzyskiwanymi w SGDS a cechami osobowościowymi i doświadczeniem praktycznym partycypujących. Badania te przeprowadzone zostały przy wykorzystaniu dwóch SGDS typu strategicznego (ang. *total business enterprise simulations*): *Micro-matic* (Scott, Strickland, 1985) i *Multinational Management Game* (Edge, Keys, Remus, 1985) podczas zajęć ze studentami realizującymi program studiów MBA.

Jak wynika z opisanych powyżej badań, istnieją silne podstawy by uznać, że realistyczność SGDS została pozytywnie zweryfikowana zarówno pod względem dydaktycznym, jak i proceduralnym. To z kolei prowadzi do wniosku, że istnieją istotne przesłanki, aby uznać, że SGDS może również z powodzeniem służyć jako wiarygodna metoda walidacji kompetencji menedżerskich.

4. Wnioski

Problematyka tego artykułu koncentruje się na procesie walidacji kompetencji menedżerskich przy zastosowaniu metody symulacyjnej gry decyzyjnej serio. Kompetencje te można poddać procesowi walidacji, tj. analizy, weryfikacji i oceny, wykorzystując aspekty wirtualnego doświadczania rzeczywistości. Jest to możliwe

⁴ Testowi temu poddanych zostaje ponad 2,5 miliona osób rocznie. Cele jego zastosowania bywają najróżniejsze – od planowania kariery zawodowej aż do szkolenia kadry zarządzającej i kształcenia zdolności przywódczych. Kwestionariusz MBTI (ang. *Myers Briggs Type Indicator*), autorstwa Katharine BRIGGS i Isabel MYERS, ma swoje źródło w teorii szwajcarskiego psychiatry Carla JUNGA, który rozwinął własne podejście w kwestii ludzkiej osobowości, nazwane przez siebie psychologią analityczną. Według niej każdy z nas ma wrodzone predyspozycje do określonych preferencji osobowościowych, a istnieją cztery pary dychotomicznych alternatyw preferencyjnych w zależności od:

- kierunku wykorzystania strumienia energii – ekstrawertyczny lub introwertyczny,
- kategorii preferowanych informacji i sposobu ich przetwarzania – zmysłowy lub intuicyjny,
- sposobu podejmowania decyzji – myślący lub odczuwający,
- sposobu postrzegania świata zewnętrznego – osądający lub spostrzegający.

tylko dlatego, że rzeczywistość można wiarygodnie symulować w procesie symulacyjnej gry decyzyjnej serio. Symulacyjna gra decyzyjna serio tworzy bowiem środowisko, w którym można nie tylko doskonalić swoje kompetencje menedżerskie, ale także analizować je, weryfikować i oceniać, a nawet kształtować indywidualną postawę wobec samej idei podjęcia działalności gospodarczej. To dlatego symulacyjna gra decyzyjna serio powinna być stosowana do walidacji kompetencji menedżerskich.

Literatura

- Bielecki W.T., *Przedsiębiorczość w wirtualnym środowisku. Aspekt dydaktyczny*. Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 1999.
- Bonoma T.V., *Learning with cases*. Harvard Business School, Boston 1989, s. 1-10.
- Cadotte E.R., *Business simulations: the next step in management training. Selections*. "The Magazine of the Graduate Management Admission Council", Autumn 1995, s. 8-19.
- Cadotte E.R., Bruce H.J., *The management of strategy in the marketplace*. University of Tennessee, Knoxville 1997.
- Cooke E.E., Maronick T.J., *Simulations do increase learning*, w: Greenberg B.A., Bellinger D.N., *Contemporary marketing. "Educators' Proceedings"*, Chicago: American Marketing Association 1977, s. 447-450.
- Cox S.R., *Computer-assisted instruction and student performance in macroeconomic principles*. "Journal of Economic Education", 1974, Vol. 6, s. 29-37.
- Edge A.G., Keys B., Remus W.E., *The multinational management game*. Business Publications, Inc., Plano 1985.
- Estes J.E., *Research on the effectiveness of using a computerized simulation in the basic management course*. "Proceedings of the Sixth National Association from Business Simulation and Experiential Learning Conference", Tempe: Arizona State University 1979, s. 225-228.
- Faria A.J., Dickinson J.R., *The marketing management simulation*. The Simulation Source: LaSalle, Ontario 1996.
- Faria A.J., Wellington W.J., *Validating business simulations: does high market share lead to high profitability?* „Developments in Business Simulation and Experiential Learning”, 2004, Vol. 31, s. 332-336.
- Faria A J., Nulson R.O., Roussos D.S., *Compete: a dynamic marketing simulation*. Richard D. Irwin, Inc., Boston 1994.
- Fritzsche D.J., *The lecture versus the game*. "Proceedings of the First National Association from Business Simulation and

- Experiential Learning Conference”, Norman: University of Oklahoma 1974, s. 43-44.
- Jensen R.L., Cherrington D.J., *The business management laboratory*. Plano, TX: Business Publications 1973.
- Kazibudzki P., *Kompetencje przedsiębiorcy-menedżera. Ideologia kształtowania*, Wydawnictwo My Book, Szczecin 2007.
- Kazibudzki P., *Teoria PWM i paradygmat rozwoju kompetencji*, Wydawnictwo My Book, Szczecin 2010.
- Keys J., Bell R.R., *A comparative evaluation of the management of learning grid applied to the business policy learning environment*. "Journal of Management", 1977, Vol. 3, s. 33-39.
- Klein R.D., *Can business games effectively teach business concepts?* "Proceedings of the Seventh National Association from Business Simulation and Experiential Learning Conference", Tempe: Arizona State University 1980, s. 128-131.
- Kurek Z., *Model symulacyjnej gry interakcyjnej jako narzędzia dydaktyki menedżerskiej – założenia metodologiczne i rozwiązania prototypowe*. Praca doktorska napisana w Instytucie Organizacji i Zarządzania w Przemysle „Orgmasz” pod kierunkiem naukowym I. Durlika. Warszawa 1998.
- Patz A.L., *Revisiting personality bias in total enterprise simulations*. "Developments in Business Simulation and Experiential Exercises", 1995, Vol. 22, s. 24-30.
- Raia A.P., *A study of the educational value of management games*. "Journal of Business", 1966, Vol. 39, s. 339-352.
- Schellenberger R.E., *Mansym*. Dubuque, IA: William C. Brown 1965 (out of print).
- Schellenberger R.E., Masters L.A., *Mansym IV: A dynamic management simulation with decision support system*. John Wiley, New York 1986 (out of print).
- Specht L.B., Sandlin P.K., *The differential effects of experimental learning activities and traditional lecture classes in accounting*. "Simulation & Gaming", 1991, Vol. 22, No. 2, s. 196-210.
- Slack K., *Training for the real thing*. "Training and Development", 1993, Vol. 47, No. 5, s. 79-89.

- Scott T., Stricland A.J., *Micromatic: a management simulation*. Houghton Mifflin, Boston 1985.
- Teach D.T., Govahi G., *The role of classroom techniques in teaching management skills*. "Simulation & Gaming", 1993, Vol. 24(4), s. 429-445.
- Trapp J.N., Knootz S.R., Peel D.S., Ward C.E., *Evaluating the effectiveness of role playing simulation and other methods in teaching managerial skills*. "Developments in Business Simulation & Experiential Exercises", 1995, Vol. 22, s. 116-123.
- Wolfe J., *A comparative evaluation of the experiential approach as a business policy learning environment*. "Academy of Management Journal", 1975, Vol. 18, s. 442-452;
- Wolfe J., *The effects of game complexity on the acquisition of business policy knowledge*. "Decision Sciences", 1978, Vol. 9, s. 143-155;
- Wolfe J., Chacko T.I., *Team-size effects on business game performance and decision-making behaviors*. "Decision Sciences", 1983, Vol. 14, s. 121-133;
- Wolfe J., Guth G.R., *The case approach versus gaming in the teaching of business policy: An experimental evaluation*. "Journal of Business", 1975, Vol. 48, No. 3, s. 349-364.
- Wolfe J., Roberts C.R., *The external validity of business management games*. "Simulation and Games", 1986, Vol. 17, No. 3, s. 45-59.
- Wolfe J., Roberts C.R., *A further study of the external validity of business games; Five-year peer group indicators*. "Simulation and Games", 1993, Vol. 24, No. 1, s. 21-33.

PERIODYK NAUKOWY AKADEMII POLONIJNEJ 2007 nr 1 (1)

Spis treści

- Urszula SZUBERT-ZARZECZNY:** Ekonomiczne stosunki w Unii Europejskiej
- Jolanta ŻMICHROWSKA:** Jean Monnet i pozostali „Ojcowie Europy” w wypowiedziach papieża Jana Pawła II o integracji europejskiej
Program Jean Monnet w Akademii Polonijnej w Częstochowie
- Léonce BECKEMANS:** Futures of Europe in a globalising world: cultural stakes in eu dialogue by prof. dr. Léonce Bekemans
- Filip CHYBALSKI:** Współczesne systemy emerytalne w Europie i na świecie
- Rafał RIEDEL:** Reforma systemów emerytalnych w Europie. Analiza przesłanek o charakterze społecznym, ekonomicznym i politycznym
- Marcin KOWALEWSKI:** Zmiany w polskim systemie ochrony zdrowia na tle członkostwa Polski w Unii Europejskiej
- Aleksandra KOWAL:** Starania Turcji o członkostwo w Unii Europejskiej. Wybrane problemy ekonomiczne
- Łukasz PIĘTAK:** Analiza wykorzystania funduszy strukturalnych Unii Europejskiej przez Hiszpanię w okresach planistycznych 1989-1993 i 1994-1999
- Piotr PIJET:** Dług publiczny Polski jako zagrożenie dla rozwoju gospodarczego regionów
- Gerrit DE VYLDER:** The Ottoman and Turkish economies and their integration into Europe 1453-2006

PERIODYK NAUKOWY AKADEMII POLONIJNEJ 2008 nr 1 (2)

Spis treści

I. WIELOASPEKTOWE KONCEPCJE ROZWOJU EKONOMICZNEGO

Eckhard BURKATZKI: Wirtschaftskriminalität und werte? – ergebnisse einer empirischen untersuchung

Dariusz WIĘCEK: Wybrane aspekty zarządzania wiedzą na podstawie doświadczeń przedsiębiorstw argentyńskich

Radosław KUPCZYK: Wybrane elementy europejskiej polityki budowy społeczeństwa informacyjnego

Arkadiusz PIĘTAK: Unia Europejska w opinii polskich eurosceptyków i euroentuzjastów – kilka uwag

II. WYBRANE ZAGADNIENIA W ZAKRESIE FINANSOWANIA DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ

Adam KOPEREK, Jerzy KOPEREK: Wybrane elementy rynku kapitałowego w ujęciu społeczno-etycznym

Aleksander Piotr DOLATA, Stanisław DOLATA: Podatki dochodowe w Polsce w latach 1918-2008

Igor TARANOW: System podatkowy na Ukrainie

Łukasz PIĘTAK: Rynek międzybankowy w Polsce

Piotr RENDOWYCZ: Wybrane elementy stabilności finansowej na przykładzie ukraińskich przedsiębiorstw z branży sanatoryjno-uzdrowiskowej

III. PRAKTYCZNE DYLEMATY PROCESU ZARZĄDZANIA

Mariusz KAWECKI, Krzysztof SOKALSKI: Wyznaczanie korelacyjnych klastrów krytycznych za pomocą macierzy korelacji w diagramach sieciowych

Andrzej GRZYBOWSKI: O pewnym problemie optymalnego stopowania typu „blackjack” i jego zastosowaniach

Paweł KAZIBUDZKI: Walidacja kompetencji menedżerskich i realistyczność symulacyjnej gry decyzyjnej serio

Brygida GRZEGANEK-WIĘCEK: Metody oceny efektywności działania przedsiębiorstwa w aspekcie ochrony środowiska naturalnego

Susan JOHNSON: The sustainable development implications for non-profit institutions exemplified by the case study of the restoration of a church

AKADEMIA POLONIJNA W CZĘSTOCHOWIE OFERUJE STUDIA:

licencjackie

magisterskie

poddyplomowe

EKONOMIA I ZARZĄDZANIE

Specjalności: * Rachunkowość i finanse przedsiębiorstw
* Międzynarodowe stosunki gospodarczo-prawne
* Zarządzanie środowiskiem
* Zarządzanie logistyczne
* Dyplomacja: służba zagraniczna i handel zagraniczny

BUSINESS SCHOOL

Specjalności: * International Economics
* Accounting and Financial Management

*** FILOLOGIA**

Specjalności: * Nauczyciel języka angielskiego i niemieckiego lub włoskiego/francuskiego/hispańskiego oraz przedsiębiorczości
* Tłumacz tekstów z zakresu: ekonomii, prawa, nauki i techniki
* Tłumacz konferencyjny (5 języków podstawowych)

MASTER STUDIES

Specjalność: * Master's in Translation and Comparative Literature

*** ADMINISTRACJA**

Specjalności: * Administracja publiczna
* Administracja samorządowa
* Administracja gospodarcza
* Prawo europejskie
* Zarządzanie kadrami administracji
* Zabezpieczenia społeczne
* Bezpieczeństwo publiczne

*** PIEŁĘGNIARSTWO**

Specjalności: * Pielęgniarstwo z językiem obcym
* Pielęgniarstwo studia pomostowe

*** BIOTECHNOLOGIA**

Specjalności: * Biotechnologia z językiem obcym

KONTAKT:

Akademia Polonijna w Częstochowie
ul. Pułaskiego 4/6, 42-200 Częstochowa
tel. +48(0) 34 368 09 21, fax + 48(0) 34 324 96 62, [www. ap.edu.pl](http://www.ap.edu.pl)