

**Problemy zarządzania**  
**Konteksty – innowacje – praktyka**

The Research Journal of the Chorzow Faculty  
of the Poznan School of Banking  
No. 16/2014

---

# **Issues in Management**

## **Contexts – Innovation – Practice**

edited by  
Adam Samborski



The Poznan School of Banking Press

Poznan – Chorzow 2014

Zeszyty Naukowe Wydziału Zamiejscowego w Chorzowie  
Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu  
Nr 16/2014

---

# **Problemy zarządzania**

## **Konteksty – innowacje – praktyka**

redakcja naukowa  
Adam Samborski



Wydawnictwo  
Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu

Poznań – Chorzów 2014

Komitet wydawniczy / Editorial Board

Przewodnicząca / Chair: *prof. zw. dr hab. Józef Orczyk*

Członkowie / Members: *dr hab. Władysław Balicki, prof. WSB w Poznaniu, dr Piotr Dawidziak, dr hab. Marek Dylewski, prof. WSB w Poznaniu, Grażyna Krasowska-Walczak (dyrektor Wydawnictwa WSB w Poznaniu / Director of the Poznan School of Banking Press), dr Alicja Kaiser, dr hab. inż. Tadeusz Leczykiewicz, prof. WSB w Poznaniu, Andrzej Malecki (sekretarz / Secretary), dr hab. Ilona Romiszewska, prof. WSB w Poznaniu, prof. zw. dr hab. Janusz Sawczuk, prof. zw. dr hab. Stanisław Wykretowicz, dr Maria Zamelska*

Rada naukowa / Scientific Advisory Board

*prof. zw. dr hab. Halina Buk (Polska / Poland), prof. nadzw. dr hab. Sergiy Gerasymenko (Ukraina / Ukraine), prof. dr hab. Bożena Mikołajczyk (Polska / Poland), dr hab. Wiesława Ziółkowska, prof. WSB w Poznaniu (Polska / Poland), dr Ing. Emília Zimková (Słowacja / Slovak Republic)*

Czasopismo umieszczone na liście „B” MNiSW i w bazie Index Copernicus.

Czasopismo recenzowane według standardów Ministerstwa Nauki i Szkolnictwa Wyższego.

Lista recenzentów na stronie [www.wydawnictwo.wsb.poznan.pl](http://www.wydawnictwo.wsb.poznan.pl)

oraz w ostatnim numerze czasopisma z danego roku.

Procedura recenzowania / Review procedure

<http://www.wydawnictwo.wsb.pl/informacje-dla-recenzentow>

Journal is placed in the “B” list of the Ministry of Science and Higher Education and at the Copernicus Index.

Journal reviewed in compliance with the standards set forth by the Ministry of Science and Higher Education.

A list of referees is available at [www.wydawnictwo.wsb.poznan.pl](http://www.wydawnictwo.wsb.poznan.pl)

and published in the last issue of the Journal each year.

Redaktor naczelny czasopisma / Editor-in-chief

*dr hab. Sławomir Smyczek, prof. WSB w Poznaniu i UE w Katowicach*

Redaktor naukowy (tematyczny) / Scientific (Theme) editor

*dr hab. Adam Samborski, prof. WSB w Poznaniu i UE w Katowicach*

Redaktor statystyczny / Statistical editor

*dr hab. Maria Chromińska, prof. WSHiR w Poznaniu*

Weryfikacja tekstów w języku angielskim / Texts in English revised by

*Victoria Szyrka (native speaker)*

Redaktor prowadzący / Text editor

*Elżbieta Turzyńska*

Redakcja i korekta, skład i łamanie / Copyedited and typeset by

*Maria Wlazło*

Projekt okładki / Cover design by

*Jan Ślusarski*

Publikacja finansowana przez Wyższą Szkołę Bankową w Poznaniu.

Publication financed by the Poznan School of Banking.

Wersja pierwotna – publikacja drukowana / Source version – print publication

Nakład: 150 egz. / Circulation: 150 copies

© Copyright by Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu, 2014

ISSN 1642-9605

WYDAWNICTWO WYŻSZEJ SZKOŁY BANKOWEJ W POZNANIU

al. Niepodległości 2, 61-874 Poznań, tel. 61 655 33 99, 61 655 32 48

e-mail: [wydawnictwo@wsb.poznan.pl](mailto:wydawnictwo@wsb.poznan.pl), [dzialhandlowy@wsb.poznan.pl](mailto:dzialhandlowy@wsb.poznan.pl)

[www.wydawnictwo.wsb.poznan.pl](http://www.wydawnictwo.wsb.poznan.pl)

Druk i oprawa / Printed and bound by: Zakład Poligraficzny Moś i Łuczak, Poznań

## Spis treści

Wstęp ( <i>Adam Samborski</i> ) .....	9
---------------------------------------	---

### **Część I. Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw**

<b>Mariusz Zieliński</b> CSR a efektywność przedsiębiorstwa .....	15
--	----

<b>Izabela Jonek-Kowalska</b> Corporate Social Responsibility a środowiskowe i społeczne skutki likwidacji kopalń .....	27
---	----

### **Część II. Nadzór korporacyjny**

<b>Małgorzata Stępień</b> Analiza podstawowych problemów nadzoru korporacyjnego .....	49
--	----

<b>Gracjan Chrobak</b> Warunki przejęcia własnych udziałów i akcji przez spółki kapitałowe dla potrzeb ich umorzenia .....	65
--	----

<b>Aleksandra Sulik-Górecka</b> Wytyczne polityki zarządzania ryzykiem instrumentów pochodnych dla przykładowego przedsiębiorstwa .....	77
---	----

### **Część III. Zarządzanie finansami**

<b>Aneta Michalak</b> Struktura i koszt kapitału jako determinanty wartości przedsiębiorstwa .....	93
---	----

<b>Aneta Michalak, Adam Sojda</b> Wpływ kosztu kapitału na wartość prognozy w metodzie MVA na przykładzie przedsiębiorstwa górniczego .....	109
---	-----

<b>Adam Sojda</b> Kształtowanie się wartości EVA w zależności od kosztu kapitału na przykładzie przedsiębiorstw górniczych .....	123
--	-----

**Część IV. Współczesne kierunki badań i praktyk zarządzania****Piotr Koćwin**

Funkcjonowanie organizacji sieciowej w świetle analizy semantycznej ..... 137

**Elena Pawęta**Funkcjonowanie przedsiębiorstw typu *born global* w warunkach gospodarczych Unii Europejskiej ..... 161**Lista recenzentów współpracujących z czasopismem**„Zeszyty Naukowe Wydziału Zamiejscowego w Chorzowie  
Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu” ..... 173**Recenzenci „Zeszytów Naukowych Wydziału Zamiejscowego w Chorzowie  
Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu”**

nr: 12/2010, 13/2011, 14/2012, 15/2013, 16/2014 ..... 175

**Wymogi edytorskie Wydawnictwa WSB w Poznaniu dla autorów ..... 177**

## Contents

Foreword ( <i>Adam Samborski</i> ) .....	9
--	---

### Part I. Corporate Social Responsibility

<b>Mariusz Zieliński</b> CSR vs. Company Performance .....	15
<b>Izabela Jonek-Kowalska</b> Corporate Social Responsibility vis-à-vis the Environmental and Social Impact of Coal Mine Closures .....	27

### Part II. Corporate Governance

<b>Małgorzata Stępień</b> A Study of the Fundamental Problems of Corporate Governance .....	49
<b>Gracjan Chrobak</b> Terms and Conditions for the Acquisition of Own Shares by Limited Liability Companies for the Purpose of their Redemption .....	65
<b>Aleksandra Sulik-Górecka</b> Derivative Risk Management – Policy Guidelines for a Production Business .....	77

### Part III. Financial Management

<b>Aneta Michalak</b> The Structure and Cost of Capital as Determinants of Enterprise Value .....	93
<b>Aneta Michalak, Adam Sojda</b> The Influence of the Cost of Capital on Forecast Value using the MVA method – a Mining Company Example .....	109
<b>Adam Sojda</b> Dependence of the EVA on the Cost of Equity as Exemplified by Mining Companies .....	123

**Part IV. Contemporary Trends in Research and Management Practices****Piotr Koćwin**

The Network Organization and Its Operations under Semantic Analysis . . . . . 137

**Elena Pawęta**

Born Global Firms in the Economy of the European Union . . . . . 161

**List of reviewers collaborating with****“The Research Journal of the Chorzow Faculty****of the Poznan School of Banking” . . . . . 173****Reviewers of “The Research Journal of the Chorzow Faculty****of the Poznan School of Banking”****issues: 12/2010, 13/2011, 14/2012, 15/2013, 16/2014 . . . . . 175****The WSB Press Instructions for Authors Submitting****Their Contributions in English . . . . . 177**



## Wstęp

Złożoność współczesnej gospodarki, jej dynamika, zmiany społeczne generują coraz to nowe wyzwania, przed którymi stają przedsiębiorstwa. Gospodarka ma charakter globalny, co przejawia się zarówno w internacjonalizacji rynków produktów (towarów i usług), jak i w internacjonalizacji rynków czynników wytwórczych (siły roboczej, kapitału i wiedzy technicznej). Konkurencja międzynarodowa ze strony nowych graczy powoduje, że konkurencyjność wielu podmiotów gospodarczych słabnie. Presja na ochronę środowiska podważa trwałość obecnego modelu rozwoju. Współczesną gospodarke napędzają innowacje i technologie. Zmiany zachodzące w przedsiębiorstwach mają charakter ciągły. Przedsiębiorstwa są w stałym ruchu. Dzisiejsza gospodarka stała się dla nich, z jednej strony, nieustannym źródłem możliwości, z drugiej, narastających zagrożeń. Wszystko to powoduje, że pojawiają się nowe koncepcje dotyczące przedsiębiorstw oraz sposobów zarządzania nimi.

Prezentowane w niniejszym opracowaniu teksty nawiązują do szeroko pojętej tematyki zarządzania przedsiębiorstwem, wpisując się w optykę jego współczesnego odczytania. Podjęty wysiłek stworzenia spójnego obrazu zarządzania przedsiębiorstwem w przestrzeni naukowej i gospodarczej zaowocował kilkunastoma opracowaniami odnoszącymi się zarówno do wymiaru praktyki biznesowej, jak i do problematyki zarządzania podnoszonej w refleksji teoretycznej.

Podjęta tematyka została odzwierciedlona w postaci czterech wydzielonych obszarów, które obejmują społeczną odpowiedzialność przedsiębiorstw, nadzór korporacyjny, zarządzanie finansami oraz współczesne kierunki badań i praktyk zarządzania.

W części pierwszej opracowania znalazły się teksty odnoszące społeczną odpowiedzialność przedsiębiorstw do ich efektywności oraz środowiskowych i społecznych skutków likwidacji kopalń. Mariusz Zieliński w artykule zatytułowanym *CSR a efektywność przedsiębiorstwa* argumentuje, że przedsiębiorstwa w ramach społecznej odpowiedzialności skupiają się na działaniach uwzględniających efektywność ekonomiczną. Pomimo tego, że artykuł w głównej mierze ma charakter teoretyczny, zawarto w nim analizę zakresu działań w obszarze społecznej odpowiedzialności w dwóch wybranych spółkach sektora wydobywczego notowanych na GPW. Izabela Jonek-Kowalska w opracowaniu *Corporate*

*Social Responsibility a środowiskowe i społeczne skutki likwidacji kopalń* podjęła się próby oceny społecznych i środowiskowych skutków likwidacji kopalń węgla kamiennego oraz określenia roli społecznej odpowiedzialności w procesie likwidacji przedsiębiorstw wydobywczych. Autorka dla zobrazowania wykorzystania koncepcji społecznej odpowiedzialności w zarządzaniu ryzykiem środowiskowym i społecznym w fazie likwidacji przedsiębiorstwa wydobywczego posłużyła się przykładami z praktyki gospodarczej, formułując wytyczne pod adresem doskonalenia tej koncepcji w przemyśle wydobywczym.

W drugim bloku tematycznym znalazły się opracowania omawiające szeroko rozumianą problematykę nadzoru korporacyjnego. Małgorzata Stępień w artykule *Analiza podstawowych problemów nadzoru korporacyjnego* zauważa, że kategoria „nadzór korporacyjny” systematycznie zyskuje na znaczeniu. W opinii Autorki spowodowane jest to dużą liczbą nieprawidłowości w funkcjonowaniu podmiotów gospodarczych, związanych z nieefektywnością nadzoru korporacyjnego. W artykule Autorka skupiła się na analizie relacji pomiędzy akcjonariuszami a wyższą kadrami kierowniczą oraz na relacjach występujących między akcjonariuszami. W opracowaniu zatytułowanym *Warunki przejścia własnych udziałów i akcji przez spółki kapitałowe dla potrzeb ich umorzenia* Gracjan Chrobak argumentację buduje wokół tezy, że zabieg umorzenia instrumentów kapitałowych o charakterze własnościowym prowadzi do ustalenia nowego poziomu równowagi pomiędzy zasobami przedsiębiorstwa i źródłami ich pochodzenia, urealnienia wartości kapitału własnego i jego składowych. Autor w konkluzji stwierdza, że umorzenie własnych instrumentów kapitałowych służy nie tylko przekazywaniu wypracowanego zysku akcjonariuszom, zastępując wypłatę dywidendy, ale jest też narzędziem optymalizacji struktury kapitału, będąc sygnałem o dobrej kondycji finansowej spółki. Aleksandra Sulik-Górecka w opracowaniu *Wytyczne polityki zarządzania ryzykiem instrumentów pochodnych dla przykładowego przedsiębiorstwa* wskazuje na wiele ważnych kwestii dotyczących konieczności podjęcia w przedsiębiorstwach integralnych działań w obszarze zarządzania ryzykiem finansowym. Prezentuje także najważniejsze elementy polityki zarządzania ryzykiem instrumentów pochodnych dla przedsiębiorstwa produkcyjnego.

Trzecia część opracowania poświęcona została problematyce zarządzania finansami w przedsiębiorstwach. Aneta Michalak w artykule zatytułowanym *Struktura i koszt kapitału jako determinanty wartości przedsiębiorstwa* podejmuje problematykę gospodarki finansowej przedsiębiorstw. Artykuł ma charakter refleksji teoretycznej dotyczącej związku pomiędzy strukturą i kosztem kapitału a wartością przedsiębiorstwa. Aneta Michalak i Adam Sojda w opracowaniu *Wpływ kosztu kapitału na wartość prognozy w metodzie MVA na przykładzie przedsiębiorstwa górniczego* dokonują analizy i oceny wpływu kosztu kapitału na wartość MVA wybranego przedsiębiorstwa górniczego. Na pod-

stawie przedstawionego przykładu Autorzy formułują wniosek, że właściwie dobrana struktura kapitału przyczynia się do podniesienia wartości przedsiębiorstwa. Adam Sojda w artykule zatytułowanym *Kształtowanie się wartości EVA w zależności od kosztu kapitału na przykładzie przedsiębiorstw górniczych* dokonał analizy i oceny wpływu kosztu kapitału na wartość EVA. W opinii Autora przy zastosowaniu metody EVA do oceny wartości przedsiębiorstwa należy określić metodę oszacowania wartości WACC. Metoda ta powinna być wykorzystywana nie tylko w przypadku szacowania wartości, ale również oceny opłacalności inwestycji.

Ostatnia część opracowania poświęcona została funkcjonowaniu organizacji sieciowej oraz przedsiębiorstw typu *born global*. Piotr Koćwin w artykule *Funkcjonowanie organizacji sieciowej w świetle analizy semantycznej* stara się znaleźć odpowiedź na pytanie: jaki obraz funkcjonowania organizacji sieciowej wyłania się z analizy tekstów poświęconych tej organizacji. Elena Pawęta w opracowaniu zatytułowanym *Funkcjonowanie przedsiębiorstw typu born global w warunkach gospodarczych Unii Europejskiej* przedstawia wnioski z doświadczeń światowych. Na ich tle formułuje rekomendacje w postaci konieczności wypracowania programów wsparcia umożliwiających funkcjonowanie międzynarodowym przedsiębiorstwom typu *born global*. Zdaniem Autorki rozwój firm *born global* na terenie Unii Europejskiej mógłby przyczynić się do zdynamizowania jej wzrostu gospodarczego.

W tym miejscu pragnę podziękować wszystkim Autorom oraz Recenzentom tekstów niniejszego numeru „Zeszytów Naukowych Wydziału Zamiejscowego w Chorzowie Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu”. Pragnę też życzyć potencjalnym beneficjentom opracowania miłej lektury oraz badawczych korzyści z niej wyniesionych.

*prof. nadzw. dr hab. Adam Samborski*



# **Część I**

## **Spółeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw**



**Mariusz Zieliński**

Politechnika Śląska  
Wydział Organizacji i Zarządzania, Instytut Ekonomii i Informatyki  
e-mail: mariuszzielinski@autograf.pl, mariusz.zielinski@polsl.pl  
tel. 32 277 73 36

## **Corporate Social Responsibility a efektywność przedsiębiorstwa**

**Streszczenie.** Koncepcja społecznej odpowiedzialności biznesu (CSR) coraz częściej znajduje zainteresowanie wśród teoretyków i praktyków zarządzania. Koncepcja CSR obejmuje wiele obszarów, z których większość znajduje się w zakresie działań operacyjnych przedsiębiorstwa. W związku z tym uwzględnienie zaleceń koncepcji CSR może przyczynić się do wzrostu efektywności działalności przedsiębiorstwa nie tylko z perspektywy efektywności społecznej, ale także efektywności ekonomicznej. Tezą artykułu jest twierdzenie, że przedsiębiorstwa w ramach CSR w pierwszej kolejności skupiają się na działaniach uwzględniających efektywność ekonomiczną. Artykuł ma głównie charakter teoretyczny, przy czym zawarto w nim analizę zakresu działań w ramach CSR dwóch wybranych spółek notowanych na GPW, należących do sektora wydobywczego.

**Słowa kluczowe:** efektywność ekonomiczna, efektywność społeczna, społeczna odpowiedzialność biznesu, sektor wydobywczy

### **1. Wstęp**

Zgodnie z teorią zarządzania koncepcja społecznej odpowiedzialności biznesu (CSR – *Corporate Social Responsibility*) może być traktowana jako nowoczesny instrument podnoszenia wartości przedsiębiorstwa przyczyniający się do wzrostu jego przewagi konkurencyjnej. W poszukiwaniu przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstwo coraz częściej sięga po wartości zgodne z CSR, starając się występować w roli dobrego pracodawcy, obywatela, sąsiada. Przedsiębiorstwo

zakłada, że takiej postawy, potwierdzonej faktycznymi działaniami, oczekują od niego klienci (obywatele)<sup>1</sup>. Wprowadzenie do strategii przedsiębiorstwa elementów koncepcji CSR pozwala także na osiągnięcie korzyści obejmujących: lepsze wykorzystanie zasobów ludzkich, zmniejszenie zużycia energii i ilości odpadów, zmniejszenie kosztów ubezpieczeń, problemów prawnych, poprawę wizerunku przedsiębiorstwa wśród udziałowców, inwestorów i społeczeństwa<sup>2</sup>.

Celem artykułu było określenie, jak przedsiębiorstwa zapatrują się na wprowadzanie koncepcji CSR z perspektywy efektywności ich działań. Część działań w ramach CSR ma charakter operacyjny (budowanie relacji z klientami, odpowiednie prowadzenie zarządzania zasobami ludzkimi), a skuteczność i efektywność tych działań można oszacować.

Hipotezą postawioną w pracy było twierdzenie, że przedsiębiorstwa w ramach CSR w pierwszej kolejności skupiają się na działaniach uwzględniających efektywność ekonomiczną. Hipoteza powyższa została zweryfikowana na podstawie analizy materiałów dotyczących CSR publikowanych przez dwa wybrane przedsiębiorstwa sektora wydobywczego należące do indeksu RESPECT (deklarujące przestrzeganie zasad społecznej odpowiedzialności biznesu).

## 2. Efektywność w ujęciu ekonomicznym i społecznym

Ocena efektywności gospodarowania w ujęciu ekonomicznym opiera się na porównaniu nakładów i efektów działań gospodarczych<sup>3</sup>. W gospodarce występuje ograniczoność zasobów (ziemi, surowców, kapitału, osób aktywnych zawodowo), która powoduje konieczność dążenia do ich racjonalnego wykorzystania. Zarówno gospodarka, jak i poszczególne regiony, branże i pojedyncze przedsiębiorstwa znajdują się pod naciskiem rosnącej konkurencji, wynikającej z procesów integracyjnych i globalizacyjnych. Utrzymanie konkurencyjności wymaga od przedsiębiorstw wzrostu racjonalności (efektywności) gospodarowania. Dążenie do wzrostu efektywności rozpatrywane jest zwykle z perspektywy zasady największego efektu lub najmniejszego nakładu<sup>4</sup>. Pierwsze z ujęć zasady racjonalnego gospodarowania zaleca maksymalizowanie efektów przy dotychczasowym poziomie nakładów i dominuje w okresie dobrej koniunktury gospodarczej, gdy

<sup>1</sup> Z. Malara, J. Kroik, *Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa – konstituowanie koncepcji w perspektywie strategicznej*, „Organizacja i Kierowanie” 2012, nr 1, s. 13.

<sup>2</sup> K. Hys, L. Hawrysz, *Społeczna odpowiedzialność biznesu*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa” 2012, nr 4, s. 4.

<sup>3</sup> *Podstawy ekonomii*, red. R. Milewski, E. Kwiatkowski, PWN, Warszawa 2005, s. 17; C.R. McConnell, *Economics: Principles, Problems, and Policies*, McGraw-Hill, Nowy Jork – St. Luis 1984, s. 18-19.

<sup>4</sup> *Elementarne zagadnienia ekonomii*, red. R. Milewski, PWN, Warszawa 1994, s. 17-18.



przedsiębiorstwa w warunkach rosnącego rynku zbytu starają się, by efekty rosły szybciej od nakładów. Drugie ujęcie zasady racjonalnego gospodarowania zaleca minimalizowanie nakładów przy dotychczasowym poziomie efektów i dominuje w okresie kryzysu gospodarczego, gdy przedsiębiorstwa starają się dostosować nakłady do malejących na skutek załamania sprzedaży efektów.

Optymalizując decyzje gospodarcze, przedsiębiorstwa stosują rachunek ekonomiczny bazujący na porównaniu efektów i nakładów swojej działalności. W pierwszym przybliżeniu posługują się kategoriami zysku (różnicy między efektami i nakładami) i rentowności (ilorazu nadwyżki efektów nad nakładami w stosunku do nakładów). Poglębiona ocena efektywności przedsiębiorstwa opiera się na analizie osiągniętych przez nie wyników finansowych, na podstawie publikowanych przez przedsiębiorstwo sprawozdań finansowych. Sprawozdania finansowe pozwalają na analizę rentowności działań przedsiębiorstwa obejmującą: rentowność sprzedaży (proporcję zysku do sprzedaży netto), rentowność majątku (proporcję zysku do wartości aktywów) oraz rentowność finansową (proporcję zysku do wartości kapitału własnego)<sup>5</sup>.

Bardziej szczegółowymi miernikami oceny efektywności wykorzystania zasobów pozostających w gestii przedsiębiorstwa jest wielkość (wartość) produkcji odniesiona do jednostki pracy lub jednostki kapitału. W przypadku pracy podstawową miarą efektywności jest wydajność. Jednostki pomiaru wydajności mogą mieć charakter finansowy (wartość sprzedaży przypadająca na jednego zatrudnionego) lub naturalny (tony, litry, metry, wyprodukowane sztuki przypadające na jednego zatrudnionego)<sup>6</sup>. W odniesieniu do kapitału rzeczowego miernikami produktywności mogą być: wydajność maszyn i urządzeń, materiałochłonność, energochłonność itp. Do utrzymania stałego wzrostu produktywności kapitału i pracy, przyczynia się umiejętne wprowadzanie postępu technicznego, polegającego na stosowaniu nowej wiedzy technicznej i organizacyjnej<sup>7</sup>.

Oceniając efektywność gospodarowania z perspektywy społecznej, uwzględnia się dodatkowo społeczne koszty prowadzenia działalności gospodarczej i korzyści zewnętrzne generowane przez przedsiębiorstwo. Najczęściej wymienianymi kosztami społecznymi są: zanieczyszczenie środowiska, zmniejszenie wartości majątku, uszczerbek na zdrowiu okolicznych mieszkańców, wyczerpywanie się bogactw naturalnych. Wśród korzyści zewnętrznych, generowanych przez przedsiębiorstwa w otoczeniu, wymienia się: działania w zakresie ochrony środowiska (monitorowanie, budowa oczyszczalni, ochrona gleby, powietrza),

<sup>5</sup> M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warszawa 1994, s. 103-108.

<sup>6</sup> *Ekonomia od A do Z. Encyklopedia podręczna*, red. S. Sztaba, Wydawnictwa Akademickie i Profesjonalne, Warszawa 2007, s. 105, 506.

<sup>7</sup> M.G. Woźniak, *Wzrost gospodarczy. Podstawy teoretyczne*, Wyd. AE w Krakowie, Kraków 2004, s. 116.

przyczynianie się do rozwoju ochrony zdrowia, nauki i oświaty<sup>8</sup>. Przyjmując powyższe ujęcie kosztów i korzyści społecznych, można stwierdzić, że w przypadku przedsiębiorstw produkcyjnych z reguły występuje nadwyżka kosztów społecznych nad korzyściami, tak więc efektywność społeczna jest niższa od efektywności ekonomicznej.

Najczęściej rozpatrywanym przykładem sprzeczności między efektywnością ekonomiczną i społeczną jest wybór przez przedsiębiorstwo technologii produkcji. Przedsiębiorstwo, dążąc do utrzymania konkurencyjności, może wybrać technologię najtańszą, która jest uciążliwa dla środowiska naturalnego i wywołuje wieloletnie straty w otoczeniu przyrodniczym i społecznym<sup>9</sup>. Próbowano „wyrzucania” kosztów działania gospodarczego na zewnątrz przeciwdziałając państwo, wprowadzając regulacje prawne ograniczające stosowanie uciążliwych dla otoczenia technologii i wprowadzając opłaty za zanieczyszczenie środowiska<sup>10</sup>. Po uwzględnieniu przez przedsiębiorstwo w rachunku gospodarczym regulacji państwa może okazać się, że tańsza staje się technologia czystsza, co prawda wymagająca większych nakładów inwestycyjnych na początku, ale niegenerująca kosztów opłat za zanieczyszczenie środowiska.

### 3. Pojęcie i zakres CSR

Koncepcja społecznej odpowiedzialności biznesu (CSR) wskazuje, że zarządzający przedsiębiorstwem powinni podejmować decyzje zgodne z szeroko rozumianym interesem społecznym. Pojęcie CSR jest różnie definiowane w literaturze, wciąż trwają także spory co do jej zakresu<sup>11</sup>. Jako najbardziej ogólną można potraktować definicję podaną w „Odnowionej strategii UE na lata 2011-2014 dotyczącej społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw”. CSR jest tam

---

<sup>8</sup> B. Kryk, *Rachunek sozoeconomiczny działalności gospodarczej na przykładzie energetyki zawodowej regionu szczecińskiego*, Wyd. Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2003, s. 73-78, 122-133; A. Jankowska-Kłapkowska, *Makroekonomiczny i mikroekonomiczny rachunek zasobów przyrody w Polsce*, „Biblioteka Ekonomia i Środowisko” 1993, nr 8, s. 7-12; B. Piontek, F. Piontek, W. Piontek, *Ekorozwój i narzędzia jego realizacji*, Wyd. Ekonomia i Środowisko, Białystok 1997, s. 12-13; F. Piontek, *Sozoeconomiczny rachunek efektywności działalności gospodarczej w warunkach gospodarki rynkowej i samorządności terytorialnej*, Wyd. Ekonomia i Środowisko, Białystok 1996, s. 12-14; *Makro- i mikroekonomia. Podstawowe problemy*, red. S. Marciniak, PWN, Warszawa 2002, s. 110, 112.

<sup>9</sup> *Elementarne zagadnienia ekonomii...*, op. cit., s. 18.

<sup>10</sup> *Makro- i mikroekonomia. Podstawowe problemy*, op. cit., s. 128.

<sup>11</sup> A. Dahlsrud, *How Corporate Social Responsibility is Defined: An Analysis of 37 Definitions*, [www.interscience.wiley.com](http://www.interscience.wiley.com), s. 1-11 [13.11.2013]; M.S. Fifka, *Towards a more business-oriented definitions of Corporate Social Responsibility: Discussing the core controversies of a well-established concept*, „Journal Service Science and Management” 2009, nr 2, s. 312-314.

określana jako odpowiedzialność przedsiębiorstw za ich wpływ na społeczeństwo<sup>12</sup>. Definiując CSR z perspektywy jej istoty, jest ona działaniem prospołecznym nastawionym na podejmowanie (wspieranie) ważnych społecznie inicjatyw, udzielanie pomocy, wspieranie innych podmiotów gospodarczych, instytucji, społeczności bez względu na perspektywę czasową korzyści (pozytywnych efektów tych działań)<sup>13</sup>. Definiując CSR od strony zarządzania, stwierdza się, że jest to „proces poznawania i włączania zmieniających się oczekiwań społecznych w strategię zarządzania, a także monitorowania wpływu takiej strategii na konkurencyjność firmy [...] społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa ma charakter strategiczny i dynamiczny i opiera się na ciągłym doskonaleniu oraz stałej współpracy ze wszystkimi interesariuszami”<sup>14</sup>.

Definiowanie społecznej odpowiedzialności biznesu zmierza w czterech kierunkach, podkreślając (promując) aspekty moralno-etyczne, korzyści ekonomiczne, relacje podmiotów gospodarczych z otoczeniem oraz korzyści społeczne. W niniejszym artykule odniesiono się do drugiego z powyższych ujęć, zakładając, że przedsiębiorstwo, podejmując działania z zakresu CSR, może odnieść korzyści ekonomiczne. Korzyści te mogą mieć charakter bezpośredni (lepsze wykorzystanie zasobów i dobre relacje z otoczeniem stanowiące źródło przewagi konkurencyjnej) lub pośredni (przychylność i lojalność grup w otoczeniu przedsiębiorstwa)<sup>15</sup>.

Najczęściej przyjmuje się, że zakres społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa obejmuje trzy obszary działań, tj.: interesariuszy, środowisko przyrodnicze oraz ogólny dobrobyt społeczny<sup>16</sup>. Dla rozważań dotyczących związków CSR z efektywnością działań przedsiębiorstwa istotne jest rozróżnienie otoczenia bliższego (rynek, dostawcy, klienci, kredytodawcy) i dalszego (sytuacja społeczna, polityczna, prawna)<sup>17</sup>. Jako interesariusze traktowane są wszystkie osoby i instytucje zainteresowane powodzeniem realizacji celów określonego przedsiębiorstwa. Interesariuszy przedsiębiorstwa można podzielić na interesariuszy

---

<sup>12</sup> EC Communication, A Renewed EU Strategy 2011-2014 for Corporate Social Responsibility, 17 stycznia 2012, [www.eurocoop.coop](http://www.eurocoop.coop), s. 2-3 [13.11.2013].

<sup>13</sup> G. Bartkowiak, *Spoleczna odpowiedzialność biznesu w aspekcie teoretycznym i empirycznym*, Difin, Warszawa 2011, s. 20.

<sup>14</sup> B. Rok, *Spoleczna odpowiedzialność biznesu*, w: *Biznes, etyka, odpowiedzialność*, red. W. Gasparski, PWN, Warszawa 2012, s. 424.

<sup>15</sup> G. Bartkowiak, op. cit., s. 22-23; J. Nakonieczna, *Spoleczna odpowiedzialność przedsiębiorstw międzynarodowych*, Difin, Warszawa 2008, s. 20.

<sup>16</sup> R.W. Griffin, *Podstawy zarządzania organizacjami*, PWN, Warszawa 1996, s. 146-148.

<sup>17</sup> D. Williamson, W. Jenkins, P. Cooke, K.M. Moreton, *Strategic Management and Business Analysis*, Elsevier Butterworth Heinemann, Amsterdam – Boston 2004, s. 85-86; J.G. Nellis, D. Parker, *Principles of Business Economics*, Prentice Hall, Harlow – Londyn 2006, s. 344-346; H. Wehrich, H. Koontz, *Management. A Global Perspective*, McGraw-Hill, Nowy Jork – St. Luis 1993, s. 59-65.

wewnętrznych (właściciele, pracownicy) oraz interesariuszy zewnętrznych (klientów, dostawców, wierzycieli, społeczność lokalną, stowarzyszenia handlowe, władze różnych szczebli, sądy, szkoły, uniwersytety itd.)<sup>18</sup>.

Bardzo istotnym elementem składającym się na działania w ramach CSR jest odpowiednio realizowana strategia personalna. Zgodnie z sugestiami Komisji Europejskiej powinna ona obejmować: inwestycje w kapitał ludzki, zdrowie, bezpieczeństwo pracy, przestrzeganie praw człowieka i eliminację dyskryminacji<sup>19</sup>. Niemal równie istotne, jak odpowiednia polityka w stosunku do personelu, jest uwzględnianie przez przedsiębiorstwo w swych decyzjach interesów partnerów rynkowych (dostawców, klientów, kredytodawców, kooperantów, konkurentów). Zgodnie z zaleceniami CSR w tym zakresie przedsiębiorstwo powinno postępować etycznie w kontaktach z otoczeniem, posługiwać się uczciwą informacją i reklamą, postępować zgodnie z obowiązującymi regułami w procesach prywatyzacji, fuzji i przejęć<sup>20</sup>.

W odniesieniu do środowiska przyrodniczego przedsiębiorstwo powinno skupić się na zapobieganiu emisji i usuwaniu zanieczyszczeń oraz przeciwdziałaniu awariom mogącym mieć negatywne skutki dla środowiska. Wśród działań zmierzających do rozwiązywania problemów społecznych, poza dbałością o środowisko przyrodnicze, wymienia się także: tworzenie miejsc pracy, przyczynianie się do poprawy warunków życia ludności, działalność charytatywną, wspieranie kultury, oświaty i ochrony zdrowia<sup>21</sup>.

Zidentyfikowanie i uwzględnianie w procesie zarządzania przedsiębiorstwem oczekiwań interesariuszy umożliwia przedsiębiorstwu stabilny i trwały rozwój, przyczyniając się do poprawy jego pozycji konkurencyjnej w długim okresie<sup>22</sup>. Strategie rozwojowe przedsiębiorstwa uwzględniające koncepcję CSR powinny obejmować: dbałość o reputację (m.in. nacisk na solidność, wiarygodność, uczciwość, odpowiedzialność wobec interesariuszy), relacje z interesariuszami, wyczulenie na potrzeby otoczenia (rozumienie i reagowanie na trendy rynkowe, potrzeby interesariuszy), efektywność wykorzystania zasobów i podnoszenie ich wartości (pozytywnie wpływające na konkurencyjność przedsiębiorstwa)<sup>23</sup>.

W literaturze finansowej podkreśla się, że działania w zakresie zaangażowania społecznego i ekologicznego przekładają się na wzrost rynkowej wartości przedsiębiorstwa, ale dzieje się to w długim okresie. Z perspektywy krótko-

---

<sup>18</sup> Szerzej na temat pojęcia i rodzajów interesariuszy patrz: M. Rybak, *Etyka menedżera – społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2004, s. 43-50.

<sup>19</sup> Ibidem, s. 131.

<sup>20</sup> G. Bartkowiak, op. cit., s. 26.

<sup>21</sup> S. Sudoł, *Przedsiębiorstwo. Podstawy nauki o przedsiębiorstwie. Zarządzanie przedsiębiorstwem*, PWE, Warszawa 2006, s. 74-75; R.W. Griffin, op. cit., s. 148-149.

<sup>22</sup> R.E. Smith, *Defining Corporate Social Responsibility: A System Approach for Socially Responsible Capitalism*, University of Pennsylvania, Philadelphia 2011, s. 13.

<sup>23</sup> G. Bartkowiak, op. cit., s. 30.

okresowej przedsiębiorstwo dąży do generowania wartości dla właścicieli przy uwzględnieniu oczekiwań innych interesariuszy<sup>24</sup>.

#### 4. CSR na przykładzie działalności górniczej

Działania podejmowane w ramach CSR w dużej mierze zależą od sektora, w jakim funkcjonuje przedsiębiorstwo. Szczególną wagę do koncepcji CSR powinny przykładać przedsiębiorstwa uciążliwe dla środowiska, m.in. należące do sektora wydobywczego. Działalności górniczej towarzyszy wiele skutków mających swe odzwierciedlenie na poziomie lokalnym i ogólnokrajowym. Na przykład określając, czy należy ograniczyć wydobycie węgla energetycznego, z jednej strony należy uwzględnić korzyści z utrzymania wydobycia węgla, tj.: wartość produkcji sprzedanej, wartość miejsc pracy, wpływy do budżetu centralnego i budżetów samorządowych, a także nakłady, które należałoby ponieść na zmianę struktury źródeł pozyskiwania energii. Z drugiej strony uwzględnić należy wartość utraconych zasobów, szkody związane z bieżącą eksploatacją oraz nakłady na usuwanie skutków ekologicznych po likwidacji kopalń<sup>25</sup>. Biorąc pod uwagę skalę problemów generowanych na rynku regionalnym (w Polsce wydobycie węgla skupia się na obszarze Górnego Śląska), związanych z utratą wysoko opłacanych stanowisk pracy, do procesów restrukturyzacyjnych dotyczących poważnej redukcji zatrudnienia zwykle włącza się państwo<sup>26</sup>.

Dla zobrazowania kierunków działań podejmowanych w ramach CSR przez przedsiębiorstwa wydobywcze wybrano Jastrzębską Spółkę Węglową (JSW) i Lubelski Węgiel „Bogdanka” SA. Obie powyższe spółki należą do RESPECT Index (spółek notowanych na GPW deklarujących przestrzeganie zasad społecznej odpowiedzialności biznesu).

Jastrzębska Spółka Węglowa w ramach działań należących do kategorii „Odpowiedzialny biznes” wyodrębnia cztery obszary zdefiniowane następująco<sup>27</sup>:

1. Wiarygodny partner – troska o klienta (poprawa jakości obsługi, dotrzymanie warunków kontraktów zawartych z odbiorcami i dostawcami, przejrzysta procedura handlowa i reklamacyjna, dodatkowy serwis).

<sup>24</sup> M. Marcinkowska, *Spoleczna odpowiedzialność przedsiębiorstw a ich wyniki ekonomiczne – aspekty teoretyczne*, „Przegląd Organizacji” 2010, nr 10, s. 7-8.

<sup>25</sup> B. Piontek, F. Piontek, W. Piontek, op. cit., s. 70.

<sup>26</sup> I. Jonek-Kowalska, M.Cz. Turek, *Cost rationalization of maintaining post-industrial regions*, „Polish Journal of Environmental Studies” 2013, t. 22, nr 3, s. 727-730; M. Turek, I. Jonek-Kowalska, *Finansowanie procesów restrukturyzacyjnych w górnictwie węgla kamiennego w latach 2003-2006*, w: *Zarządzanie restrukturyzacją w procesach integracji i rozwoju nowej gospodarki*, red. R. Borowiecki, A. Jaki, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Kraków 2008, s. 562-565.

<sup>27</sup> [www.jsw.pl](http://www.jsw.pl) [19.04.2014].

2. Dbalność o środowisko naturalne – minimalizacja negatywnych efektów działalności, rekultywacja terenów, wykorzystanie najlepszych dostępnych technik, ochrona wód, racjonalne gospodarowanie odpadami, ograniczenie emisji gazów cieplarnianych, edukacja ekologiczna pracowników.

3. Dobre i bezpieczne warunki pracy – stabilne, dobre miejsca pracy, BiHP, monitoring zagrożeń, szkolenia, wzrost efektywności pracy, identyfikacji pracowników z firmą, poprawa komunikacji i interakcji z pracownikami.

4. Uczestnictwo w życiu społeczności lokalnych – budowanie wizerunku JSW jako mecenasa sportu, wspieranie rozwoju instytucji naukowych, służby zdrowia, programów wspierających uzdolnioną młodzież.

W przypadku Lubelskiego Węgla „Bogdanka” SA opracowano „Zaktualizowane podejście do CSR” określające następująco cele i kierunki działań na lata 2014-2017<sup>28</sup>:

1. Wzrost poziomu bezpieczeństwa zatrudnionych.

2. Bezpieczeństwo lokalnego otoczenia przyrodniczego – ochrona bioróżnorodności, rekultywacja terenów, wzrost efektywności środowiskowej i operacyjnej wydobywania.

3. Wspieranie rozwoju społeczności lokalnej – przeciwdziałanie skutkom szkód górniczych, działania na rzecz społeczności, wspieranie edukacji i rozwoju w branży górniczej.

4. Transparentne i odpowiedzialne praktyki zarządcze – odpowiedzialność w łańcuchu dostaw, etyka zarządzania (np. przeciwdziałanie korupcji), otwartość i dialog w miejscu pracy, zarządzanie relacjami z otoczeniem.

W strategicznych deklaracjach analizowanych przedsiębiorstw w zakresie CSR można zauważyć znaczące podobieństwa. Co prawda w nieco innym ujęciu; w obu przedsiębiorstwach działania skierowane są na otoczenie bliższe, pracowników, środowisko naturalne oraz społeczności lokalne. W odniesieniu do otoczenia bliższego podkreśla się znaczenie utrzymania wizerunku odpowiedzialnego partnera biznesowego, zarówno w odniesieniu do dostawców, jak i klientów. W obszarze działań personalnych podkreśla się znaczenie utrzymania dobrych (co do warunków pracy i wynagrodzenia) miejsc pracy, a także odpowiednie ich zabezpieczenie z perspektywy BiHP (co jest związane z występującymi w sektorze wydobywczym zagrożeniami dla pracowników). W odniesieniu do środowiska naturalnego zwraca się uwagę na szkody spowodowane działalnością górniczą i potrzebę rekultywacji terenów dotkniętych szkodami. Wszystkie powyższe działania należą do działań o charakterze operacyjnym, a nakreślone priorytety wynikają ze specyfiki działalności wydobywczej. Jeśli jako działania w ramach CSR traktować tylko te, które wykraczają poza obowiązkowe, narzucone przepisami, to w zasadzie są nimi jedynie działania na rzecz społeczności

<sup>28</sup> [www.lw.com.pl](http://www.lw.com.pl) [19.04.2014].



lokalnej. Jednak także te działania mają pewien aspekt efektywności ekonomicznej. Poza tym, że skierowane są do społeczności lokalnych, na terenie których prowadzona jest działalność gospodarcza, przedsiębiorstwa podkreślają również ich znaczenie w zakresie kształtowania wizerunku (JSW) lub wspierania edukacji i rozwoju branży górniczej (Bogdanka).

## 5. Podsumowanie

Efektywność w ujęciu ekonomicznym bazuje na porównaniu przychodów i kosztów. Efektywność społeczna uwzględnia dodatkowo koszty społeczne prowadzenia działalności gospodarczej i korzyści generowane przez przedsiębiorstwo w otoczeniu. Próbą pogodzenia efektywności w ujęciu ekonomicznym i społecznym na poziomie przedsiębiorstwa jest koncepcja społecznej odpowiedzialności biznesu (CSR). Koncepcja CSR zaleca dążenie do uzyskania równowagi ekonomicznej, społecznej i ekologicznej w relacjach przedsiębiorstwa z jego interesariuszami. Z perspektywy efektywności działań w zakresie CSR istotne dla przedsiębiorstwa jest rozróżnienie swoich interesariuszy wewnętrznych oraz otoczenia bliższego (rynek, dostawcy, klienci, kredytodawcy) i dalszego.

Większość kosztów związanych z działaniami zaliczanymi do społecznej odpowiedzialności biznesu można potraktować jako inwestycje w długookresowy rozwój przedsiębiorstwa. Opierając się na analizie deklaracji dotyczących realizacji działań w zakresie CSR składanych przez dwa wybrane przedsiębiorstwa sektora wydobywczego, można uznać za potwierdzoną postawioną we wstępie hipotezę, że przedsiębiorstwa w ramach CSR w pierwszej kolejności skupiają się na działaniach uwzględniających efektywność ekonomiczną. Przedsiębiorstwa skupiają się na relacjach z otoczeniem bliższym (dostawcy i klienci) oraz relacjach z pracownikami. Leży to w ich interesie i przekłada się na osiągnięte wyniki ekonomiczne. W dziedzinie ochrony środowiska przedsiębiorstwa skupiają się na redukcji i przeciwdziałaniu szkodom, które same powodują. W działalności filantropijnej przedsiębiorstwa koncentrują się na najbliższym otoczeniu i działaniach przekładających się na poprawę ich wizerunku.

## Literatura

- Bartkowiak G., *Spoleczna odpowiedzialność biznesu w aspekcie teoretycznym i empirycznym*, Difin, Warszawa 2011.
- Dahlsrud A., *How Corporate Social Responsibility is Defined: An Analysis of 37 Definitions*, [www.interscience.wiley.com](http://www.interscience.wiley.com) [13.11.2013].

- EC Communication, *A Renewed EU Strategy 2011-2014 for Corporate Social Responsibility*, 17 stycznia 2012, [www.eurocoop.coop](http://www.eurocoop.coop) [13.11.2013].
- Ekonomia od A do Z. Encyklopedia podręczna*, red. S. Sztaba, Wydawnictwa Akademickie i Profesjonalne, Warszawa 2007.
- Elementarne zagadnienia ekonomii*, red. R. Milewski, PWN, Warszawa 1994.
- Fifka M.S., *Towards a more business-oriented definitions of Corporate Social Responsibility: Discussing the core controversies of a well-established concept*, „Journal Service Science and Management” 2009, nr 2.
- Jankowska-Kłapkowska A., *Makroekonomiczny i mikroekonomiczny rachunek zasobów przyrody w Polsce*, „Biblioteka Ekonomia i środowisko” 1993, nr 8.
- Jonek-Kowalska I., Turek M.Cz., *Cost rationalization of maintaining post-industrial regions*, „Polish Journal of Environmental Studies” 2013, t. 22, nr 3.
- Griffin R.W., *Podstawy zarządzania organizacjami*, PWN, Warszawa 1996.
- Hys K., Hawrysz L., *Spoleczna odpowiedzialność biznesu*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa” 2012, nr 4.
- Kryk B., *Rachunek sozoeconomiczny działalności gospodarczej na przykładzie energetyki zawodowej regionu szczecińskiego*, Wyd. Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2003.
- Makro- i mikroekonomia. Podstawowe problemy*, red. S. Marciniak, PWN, Warszawa 2002.
- Malara Z., Kroik J., *Spoleczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa – konstytuowanie koncepcji w perspektywie strategicznej*, „Organizacja i Kierowanie” 2012, nr 1.
- Marcinkowska M., *Spoleczna odpowiedzialność przedsiębiorstw a ich wyniki ekonomiczne aspekty teoretyczne*, „Przegląd Organizacji” 2010, nr 10.
- McConnell C.R., *Economics: Principles, Problems and Policies*, McGraw-Hill, Nowy Jork – St. Luis 1984.
- Nakonieczna J., *Spoleczna odpowiedzialność przedsiębiorstw międzynarodowych*, Difin, Warszawa 2008.
- Nellis J.G., Parker D., *Principles of Business Economics*, Prentice Hall, Harlow, Londyn 2006.
- Piontek B., Piontek F., Piontek W., *Ekorozwój i narzędzia jego realizacji*, Wyd. Ekonomia i Środowisko, Białystok 1997.
- Piontek F., *Sozoeconomiczny rachunek efektywności działalności gospodarczej w warunkach gospodarki rynkowej i samorządności terytorialnej*, Wyd. Ekonomia i Środowisko, Białystok 1996.
- Podstawy ekonomii*, red. R. Milewski, E. Kwiatkowski, PWN, Warszawa 2005.
- Rok B., *Spoleczna odpowiedzialność biznesu*, w: *Biznes, etyka, odpowiedzialność*, red. W. Gasparski, PWN, Warszawa 2012.
- Rybak M., *Etyka menedżera – społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2004.
- Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warszawa 1994.
- Smith R.E., *Defining Corporate Social Responsibility: A System Approach for Socially Responsible Capitalism*, University of Pennsylvania, Philadelphia 2011.
- Sudoł S., *Przedsiębiorstwo. Podstawy nauki o przedsiębiorstwie. Zarządzanie przedsiębiorstwem*, PWE, Warszawa 2006.
- Turek M., Jonek-Kowalska I., *Finansowanie procesów restrukturyzacyjnych w górnictwie węgla kamiennego w latach 2003-2006*, w: *Zarządzanie restrukturyzacją w procesach integracji i rozwoju nowej gospodarki*, red. R. Borowiecki, A. Jaki, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Kraków 2008.
- Wehrich H., Koontz H., *Management. A Global Perspective*, McGraw-Hill, Nowy Jork – St. Luis 1993.
- Williamson D., Jenkins W., Cooke P., Moreton K.M., *Strategic Management and Business Analysis*, Elsevier Butterworth Heinemann, Amsterdam – Boston 2004.



Woźniak M.G., *Wzrost gospodarczy. Podstawy teoretyczne*, Wyd. AE w Krakowie, Kraków 2004.  
www.jsw.pl [19.04.2014].  
www.lw.com.pl [19.04.2014].

## **Corporate Social Responsibility vs. Company Performance**

**Summary.** More and more of those involved in the theory and practice of business management are recently taking an interest in the idea of corporate social responsibility (CSR). The CSR concept encompasses a number of business activity areas, most of which belong in the operations domain. Considering this fact, observance of CSR recommendations could help enhance a company's effectiveness in terms of social as well as economic performance. The author argues, however, that companies implementing CSR measures tend to focus primarily on improving their economic performance. Although the paper is mostly theoretical in character, it includes an analysis of CSR initiatives undertaken by two sample companies in the mining sector listed on the Warsaw Stock Exchange.

**Keywords:** economic performance, social performance, corporate social responsibility, mining industry



**Izabela Jonek-Kowalska**

Politechnika Śląska  
Wydział Organizacji i Zarządzania  
e-mail: izabela.jonek-kowalska@polsl.pl  
tel. 32 277 73 36

## **Corporate Social Responsibility a środowiskowe i społeczne skutki likwidacji kopalń\***

**Streszczenie.** Głównym celem artykułu była ocena społecznych i środowiskowych skutków likwidacji kopalń węgla kamiennego oraz określenie roli CSR w procesie likwidacji przedsiębiorstw wydobywczych. By tak postawiony cel zrealizować, w pierwszej części artykułu zidentyfikowano i oceniono środowiskowe i społeczne skutki likwidacji kopalń na przykładzie polskiego górnictwa węgla kamiennego. Następnie prowadzoną analizę rozszerzono o międzynarodowe studia przypadków z zakresu funkcjonowania i likwidacji przedsiębiorstw wydobywczych. W zakończeniu zaprezentowano wykorzystanie koncepcji CSR w zarządzaniu ryzykiem środowiskowym i społecznym w fazie likwidacji przedsiębiorstwa wydobywczego, posługując się przykładami z praktyki gospodarczej oraz formułując wytyczne pod adresem doskonalenia tej koncepcji w przemyśle wydobywczym.

**Słowa kluczowe:** środowiskowe i społeczne skutki likwidacji kopalń, Corporate Social Responsibility, CSR w przemyśle wydobywczym

### **1. Wprowadzenie**

Górnictwo węgla kamiennego to przemysł, który funkcjonuje na wszystkich kontynentach. W Europie jest przemysłem znajdującym się w fazie schyłkowej, w Ameryce i Australii funkcjonuje z powodzeniem od lat, zaś w Azji i Afryce przeżywa fazę dynamicznego rozwoju. Różny horyzont życia tego przemysłu wynika z kilku podstawowych okoliczności, z których część to okoliczności

---

\* Praca sfinansowana z BK 206/ROZ-5/2013.

obiektywne, takie jak: zasobność złóż, warunki geologiczno-górniczne czy koszty wydobycia, a część to okoliczności subiektywne, wśród których można wymienić: strategiczne znaczenie dla bezpieczeństwa energetycznego, utrzymanie miejsc pracy, nastawienie do odnawialnych źródeł energii czy politykę ekologiczną.

Górnictwo węgla kamiennego to branża wciąż ważna w rozwoju światowej gospodarki z powodu wzrastających potrzeb energetycznych oraz nadal znaczny udział węgla kamiennego w ich zaspokajaniu. Niemniej jednak, z uwagi na silne negatywne oddziaływanie na środowisko naturalne i społeczne, jest to branża, której funkcjonowanie budzi wiele kontrowersji. Dlatego też głównym celem artykułu była ocena społecznych i środowiskowych skutków likwidacji kopalń węgla kamiennego oraz określenie roli Corporate Social Responsibility (CSR) w procesie likwidacji przedsiębiorstw wydobywczych. By tak postawiony cel zrealizować, w pierwszej części artykułu zidentyfikowano i oceniono środowiskowe i społeczne skutki likwidacji kopalń na przykładzie polskiego górnictwa węgla kamiennego. Następnie prowadzoną analizę rozszerzono o międzynarodowe studia przypadków z zakresu funkcjonowania i likwidacji przedsiębiorstw wydobywczych. W zakończeniu zaprezentowano wykorzystanie koncepcji CSR w zarządzaniu ryzykiem środowiskowym i społecznym w fazie likwidacji przedsiębiorstwa wydobywczego, posługując się przykładami z praktyki gospodarczej oraz formułując wytyczne pod adresem doskonalenia tej koncepcji w przemyśle wydobywczym.

## **2. Społeczne skutki likwidacji kopalń węgla kamiennego w Polsce**

Bezpośrednią przyczyną likwidacji kopalń węgla kamiennego najczęściej jest wyczerpanie się eksploatowanych złóż. Proces ten może także wynikać z braku technologicznych możliwości kontynuowania wydobycia lub nieopłacalności produkcji. Zdecydowanie rzadziej kopalnie są likwidowane z przyczyn społecznych lub/i środowiskowych. Likwidacja kopalni węgla kamiennego trwa do dwóch do pięciu lat i z reguły poprzedza ją etap planowania działań w tym zakresie trwający od roku do trzech lat. Mimo że sama likwidacja nie trwa długo, to jej skutki są niezwykle długotrwałe i mogą być odczuwalne przez kilkadziesiąt, a nawet kilkaset lat.

Kluczowym społecznym czynnikiem ryzyka w fazie likwidacji jest redukcja zatrudnienia, powodująca najczęściej wzrost bezrobocia w rejonie lokalizacji kopalni węgla kamiennego. Ryzyko to znacznie wzrasta, gdy kopalnia jest jednym z większych pracodawców na lokalnym rynku oraz w sytuacji, gdy likwidowanych kopalń jest wiele, a przemysł górniczy ma kluczowe znaczenie dla regionu lub całej gospodarki. Pracę tracą także zatrudnieni w przedsiębiorstwach wspomagających działalność przedsiębiorstw górniczych. Wówczas poza indywidualnymi skutkami społecznymi pojawiają się także, w formie reakcji łańcuchowej, skutki

o charakterze zbiorowym, takie jak: spadek dochodów władz samorządowych, brak wsparcia dla lokalnych inicjatyw społecznych i kulturalnych, postępująca pauperyzacja społeczeństwa lokalnego lub regionalnego, spadek bezpieczeństwa energetycznego w regionie lub/i gospodarce<sup>1</sup>.

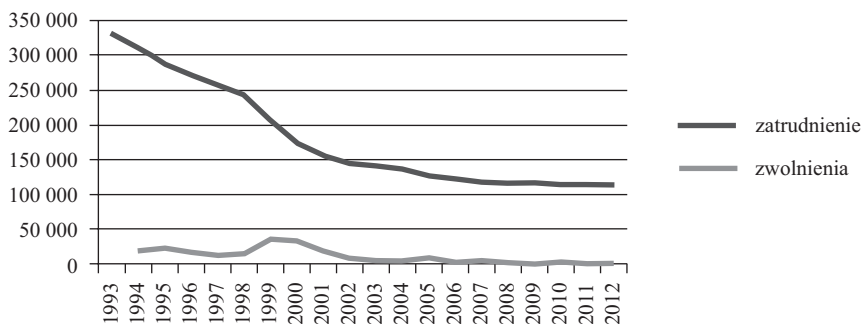
Skalę tych zagrożeń w obszarze zatrudnienia dobrze ilustruje przypadek polskiego przemysłu górniczego, w którym na skutek restrukturyzacji na przestrzeni prawie 20 lat pracę w regionie Górnośląskiego Zagłębia Węglowego straciło ponad 217 tysięcy osób (tabela 1, wykres 1).

Tabela 1. Stan zatrudnienia i zwolnień w polskim górnictwie węgla kamiennego w latach 1993-2012

Wyszczególnienie	Lata									
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Zatrudnienie	331 526	311 299	288 423	271 972	257 780	243 304	207 935	173 631	155 032	145 995
Zwolnienia	–	20 227	22 876	16 451	14 192	14 476	35 369	34 304	18 599	9 037
Wyszczególnienie	Lata									
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Zatrudnienie	140 717	136 456	127 097	123 414	119 314	116 407	116 046	114 089	114 089	114 235
Zwolnienia	5 278	4 261	9 359	3 683	4 100	2 907	361	1 957	0	–146

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Gospodarki.

Wykres 1. Stan zatrudnienia i zwolnień w polskim górnictwie węgla kamiennego w latach 1993-2012



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Gospodarki.

<sup>1</sup> Szerzej: A. Karbownik, M. Turek, *Restrukturyzacja zatrudnienia w górnictwie węgla kamiennego w latach 1998-2002*, „Wiadomości Górnicze” 2003, nr 10, s. 433-445; I. Jonek-Kowalska, M. Turek, *Restrukturyzacja zatrudnienia w polskim górnictwie węgla kamiennego – cele i efekty*, w: *Restrukturyzacja przedsiębiorstw i gospodarek w warunkach rozwoju rynków globalnych*, red. R. Borowiecki, A. Jaki, Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego, Kraków 2013, s. 249-266.

Warto podkreślić, że branża ta nadal ma kluczowe znaczenie dla utrzymania bezpieczeństwa energetycznego kraju. Energetyka zawodowa bowiem wykorzystuje do produkcji energii elektrycznej przede wszystkim węgiel kamienny (tabela 2). Zmiana tego stanu rzeczy może trwać nawet kilkadziesiąt lat, z uwagi na brak innych naturalnych surowców energetycznych oraz bardzo powolny rozwój odnawialnych źródeł energii<sup>2</sup>.

Tabela 2. Udział poszczególnych źródeł zaspokajania potrzeb energetycznych w Polsce w latach 1993-2012 (w %)

Wyszczególnienie	Lata									
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Węgiel kamienny	76,26	75,14	74,26	72,43	71,07	67,02	65,55	65,07	65,24	64,69
Ropa naftowa	14,46	15,39	15,47	17,30	18,43	21,87	23,39	22,55	21,91	22,65
Gaz ziemny	8,40	8,54	9,32	9,35	9,54	10,00	9,95	11,25	11,67	11,53
Hydroenergia	0,82	0,89	0,90	0,88	0,87	1,03	1,04	1,05	1,07	1,01
Inne odnawialne	0,05	0,05	0,05	0,05	0,08	0,08	0,07	0,08	0,12	0,13
Wyszczególnienie	Lata									
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Węgiel kamienny	64,10	62,65	61,07	61,27	60,53	58,17	56,36	56,66	56,18	55,29
Ropa naftowa	22,43	23,59	24,56	24,64	25,26	26,29	27,42	26,84	26,67	25,75
Gaz ziemny	12,50	13,00	13,42	13,06	12,93	13,98	14,09	14,03	14,18	15,28
Hydroenergia	0,83	0,52	0,55	0,49	0,56	0,51	0,58	0,66	0,53	0,47
Inne odnawialne	0,15	0,25	0,41	0,54	0,73	1,05	1,55	1,81	2,45	3,21

Źródło: opracowanie własne na podstawie *BP Statistical Review of World Energy*, June 2013.

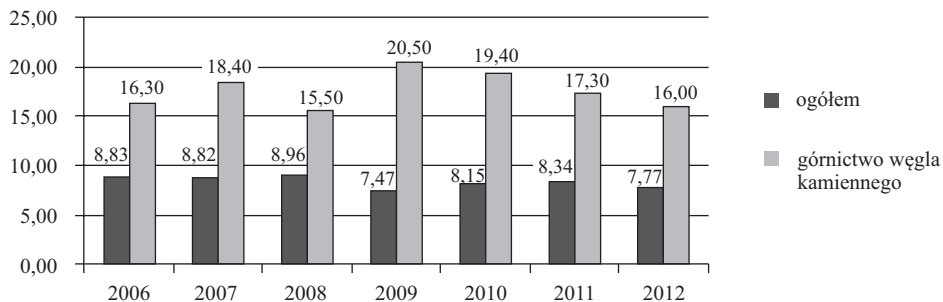
Nie bez znaczenia dla zatrudnionych w górnictwie są także zagrożenia indywidualne związane z wysoką wypadkowością oraz chorobami zawodowymi<sup>3</sup>. Są

<sup>2</sup> Szerzej: M. Kalabis, A. Kowalik, *Bezpieczeństwo energetyczne w Polsce na tle Unii Europejskiej i Stanów Zjednoczonych*, w: *Górnictwo zrównoważonego rozwoju 2010*, Wydział Górnictwa i Geologii Politechniki Śląskiej, Stowarzyszenie Wychowanków Wydziału Górnictwa i Geologii, dysk optyczny (CD-ROM), s. 1-7; J. Wójcik, *Bezpieczeństwo energetyczne*, „Przegląd Organizacji” 2008, nr 12, s. 28-32.

<sup>3</sup> Szerzej: J. Parchański, *Struktura wiekowa i wypadkowość pracowników kopalń węgla kamiennego w okresie restrukturyzacji*, w: *Polski Kongres Górniczy*, Kraków 2007, sesja nr 7: *Bezpieczeństwo pracy w górnictwie*, Wyższy Urząd Górniczy, Katowice 2007, s. 24-29; J. Parchański, *Wypadkowość w kopalniach węgla kamiennego na tle wypadkowości w sekcjach działalności gospodarczej*, „Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej” 2001, nr 1517, seria: *Górnictwo*, z. 250, s. 153-163.

to skutki obecne zarówno w toku działania kopalni węgla kamiennego, jak i po jej likwidacji. Skutki te obciążają także budżety lokalne i państwowe, z których pokrywana jest część lub całość wydatków na ochronę zdrowia. Należy przy tym zaznaczyć, że wypadkowość w górnictwie węgla kamiennego jest znacznie wyższa niż w innych sektorach gospodarki (wykres 2).

Wykres 2. Wskaźniki wypadkowości ogółem i w górnictwie węgla kamiennego w Polsce w latach 2006-2012 (na 1000 zatrudnionych)



Źródło: opracowanie własne na podstawie roczników statystycznych Głównego Urzędu Statystycznego w Polsce.

W górnictwie węgla kamiennego powszechnie występuje także zagrożenie licznymi chorobami zawodowymi, do których zalicza się przede wszystkim pylicę płuc. Ponadto do groźnych dla zdrowia skutków pracy w kopalniach węgla kamiennego należą także: uszkodzenie słuchu, zespół wibracyjny oraz przewlekłe zapalenie oskrzeli. Skalę zachorowań na wymienione powyżej choroby zawodowe przedstawiono za pomocą danych zamieszczonych w tabeli 3.

Tabela 3. Skala zachorowań na choroby zawodowe w polskim górnictwie węgla kamiennego w latach 2006-2012

Wyszczególnienie	Lata						
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Pylica płuc	417	471	443	409	548	501	386
Uszkodzenie słuchu	64	47	71	74	71	42	36
Zespół wibracyjny	22	30	33	38	29	38	43
Przewlekłe zapalenie oskrzeli	3	4	2	3	2	4	4
Inne	34	24	29	22	21	26	33
<b>Razem</b>	<b>540</b>	<b>576</b>	<b>578</b>	<b>546</b>	<b>671</b>	<b>611</b>	<b>502</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Wyższego Urzędu Górniczego w Polsce.

Poza redukcją zatrudnienia i utratą bezpieczeństwa energetycznego wśród społecznych źródeł ryzyka w fazie likwidacji należy także wskazać trwałą dezorganizację stosunków społecznych na objętym zasięgiem kopalni obszarze. Jest to szczególnie widoczne w krajach mniej rozwiniętych, w których duże korporacje górnicze, z uwagi na przewagę finansową i technologiczną, są w stanie zmienić dotychczasowe zwyczaje i postawy mieszkańców, podporządkowując je interesom korporacji. Po likwidacji kopalni powrót do stanu sprzed jej uruchomienia jest z reguły niemożliwy, co trwale zakłóca równowagę społeczną. Społeczności lokalne tracą także możliwości finansowania rozwoju niekomercyjnych obszarów działalności, takich jak: kultura, sport czy rekreacja.

### 3. Środowiskowe skutki likwidacji kopalń węgla kamiennego w Polsce

Likwidacja kopalń węgla kamiennego jest także niezwykle dotkliwa dla środowiska naturalnego<sup>4</sup>. Jednym z najpoważniejszych zagrożeń w tym zakresie jest trwałe zaburzenie równowagi hydrogeologicznej związane z zaprzestaniem odwadniania górotworu. Wynika ono ze wzrostu poziomu zwierciadła wód podziemnych (zagrożenie hydrodynamiczne) oraz ze zmian składu chemicznego wód podziemnych w strefie oddziaływania systemu odwadniania kopalń (zagrożenie hydrogeochemiczne). Pierwsze z wymienionych prowadzi do występowania lokalnych podtopień, drugie wiąże się z zagrożeniem dla czystości wody pitnej oraz powierzchniowych zbiorników i cieków wodnych<sup>5</sup>.

W wyniku podniesienia się zwierciadła wód podziemnych na powierzchni reaktywują się dawne źródłiska, lokalne wyschłe cieki powierzchniowe, tereny podmokłe i podtapiane, a w ciekach istniejących następuje wzrost przepływów. Niejednokrotnie obszary osuszone przez wieloletni drenaż górotworu w toku działalności kopalni zostały zabudowane lub zagospodarowane, a na terenach wcześniej podmokłych zaczęto wydawać pozwolenia na budowę. Tak więc, pomimo tego, że znaczna część stref zagrożonych ewentualnymi podtopieniami będzie miała charakter naturalny odtworzeniowy, może wystąpić tam problem urbanistyczny. Szkody w ekosferze pojawiają się najwcześniej na obrzeżach leja

<sup>4</sup> Szerzej: J. Palarski, *Likwidacja kopalń a zagrożenia dla środowiska*, w: *Materiały Szkoły Eksploatacji Podziemnej 2000*, Wyd. IGSMiE PAN, Kraków 2000, s. 461-476; D. Król, *Odpady z kopalń węgla kamiennego – likwidacja zwałowisk*, w: *Termiczne unieszkodliwianie odpadów. Restrukturyzacja procesów termicznych*, red. J.W. Wandrasz, Futura Grzegorz Łuczak, Poznań 2007, s. 215-223.

<sup>5</sup> J.M. Epps, *Environmental management in mining: An international perspective of an increasing global industry*, „Journal of South African Institute of Mining and Metallurgy” 1996, nr 2, s. 67-90.



depresji po około 5-15 latach od zakończenia odwadniania kopalni, a w strefie wewnętrznej leja nawet po około 40-60 latach.

Proces likwidacji kopalń jest niezwykle kosztowny i obejmuje nie tylko koszty związane z techniczno-organizacyjną stroną likwidacji przedsiębiorstwa górniczego, ale także koszty o charakterze długotrwałym, związane ze skutkami eksploatacji górniczej. Są to chociażby koszty odpompowywania wód dołowych czy koszty rekultywacji terenów pogórnich. Dla zobrazowania skali i zakresu ryzyka związanego z likwidacją kopalń węgla kamiennego poniżej zamieszczono analizę tych kosztów przeprowadzoną na przykładzie polskiego górnictwa węgla kamiennego.

W Polsce w latach 1998-2004 przeprowadzono gruntowną restrukturyzację górnictwa węgla kamiennego zorientowaną na likwidację nierentownych zakładów górniczych. Techniczna i organizacyjna likwidacja kopalń w praktyce obejmowała koszty związane z:

- likwidacją oraz zabezpieczeniem wyrobisk,
- likwidacją oraz zabezpieczeniem szybów i szybków,
- likwidacją infrastruktury pozostałej po zakończeniu likwidacji zakładu górniczego oraz po uproszczeniu systemów odwadniania,
- rekultywacją terenów pogórnich,
- utrzymywaniem obiektów niezbędnych do realizacji działań wykonywanych po zakończeniu likwidacji kopalni,
- zabezpieczeniem kopalń sąsiednich przed zagrożeniem wodnym, gazowym oraz pożarowym po zakończeniu likwidacji kopalni,
- opracowywaniem wymaganych odrębnymi przepisami projektów, dokumentacji, opinii, ekspertyz i analiz związanych z realizacją wyżej wymienionych zadań.

Wysokość tych kosztów ponoszonych w latach 2007-2012 przedstawiono w tabeli 4.

Tabela 4. Koszty ponoszone w związku z likwidacją kopalń węgla kamiennego w latach 2007-2012 (w tys. zł)

Wyszczególnienie	Lata					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Ogółem	<b>205 573,30</b>	<b>199 713,40</b>	<b>195 266,90</b>	<b>210 686,60</b>	<b>226 812,90</b>	<b>228 703,60</b>
W tym rozszczenia pracownicze	1 286,30	257,50	286,60	28,80	175,50	268,20

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Gospodarki.

Zgodnie z danymi zawartymi w tabeli 4 koszty związane z utrzymaniem kopalń węgla kamiennego, mimo zaprzestania po 2004 r. likwidacji kolejnych kopalń, podlegają niewielkim zmianom w czasie. Do 2009 r. maleją, ale od 2010 r. rosną, z powodu wzrostu natężenia zagrożeń naturalnych w opuszczonych

wyrobiskach podziemnych. Powyższe dane odzwierciedlają przede wszystkim długotrwałość wpływu eksploatacji górniczej na otoczenie społeczne i środowiskowe. I o ile możliwe jest znaczne ograniczenie skutków i kosztów eksploatacji na powierzchni, o tyle sieć wyrobisk podziemnych nie podlega z reguły trwałej likwidacji i wymaga ciągłego utrzymywania i zabezpieczania.

Tabela 5. Źródła finansowania kosztów ponoszonych w związku z likwidacją kopalń węgla kamiennego w latach 2007-2012 (w tys. zł)

Źródła finansowania	Lata					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Dotacja budżetowa	195 839,90	186 710,60	172 579,30	194 695,60	213 688,10	218 947,80
Przychody z likwidacji	1 234,40	2 472,90	1 426,80	1 940,50	4 229,40	3 882,60
Środki własne	8 329,70	10 529,90	20 145,60	13 882,70	8 568,30	5 651,30
Zobowiązania	169,30	0,00	1 115,10	167,80	327,10	221,90
<b>Razem</b>	<b>205 573,30</b>	<b>199 713,40</b>	<b>195 266,80</b>	<b>210 686,60</b>	<b>226 812,90</b>	<b>228 703,60</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Gospodarki.

Przedstawione koszty ponoszone są w Polsce przez budżet państwa (tabela 5) w związku z państwową własnością spółek górniczych. Jednakże w przypadku kopalń prywatnych problem ten często pozostaje nierozwiązany wskutek braku właściwych regulacji prawnych i zabezpieczenia pokrycia kosztów likwidacji już na etapie funkcjonowania kopalni węgla kamiennego<sup>6</sup>.

Tabela 6. Koszty usuwania szkód górniczych ponoszone w związku z likwidacją kopalń węgla kamiennego w latach 2007-2012

Wyszczególnienie	Lata					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Liczba zadań	250	135	49	34	19	15
Wartość wydatków (w tys. zł)	47 624,49	22 229,50	7 459,89	12 696,10	8 597,51	11,82

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Gospodarki.

<sup>6</sup> Zob. R. Lord, D. Manson, *Report on iron-rich mine water from abandoned Cleveland Ironstone Mine*, „Geoscientist Online” 2011, nr 7; J.M. Williamson, H.W. Thurston, M.T. Heberlink, *Valuing acid main drainage remediation in West Virginia. A hedonic modeling approach*, „The Annals of Regional Science” 2008, nr 42(4), s. 987-999; R.G. Walsh, M.D. Johnson, J.R. McKean, *Benefit transfer of outdoor recreation demand studies*, „Water Resources Research” 1992, nr 28, s. 707-713; S.K. Mishra, J.F. Hitzhusen, B.L. Sohngen, J.M. Guldmann, *Cost of abandoned coal mine reclamation and associated recreation benefits in Ohio*, „Journal of Environmental Management” 2012, nr 100, s. 52-58.

Poza wymienionymi kosztami likwidacji kopalń i utrzymania ich podziemnej infrastruktury, odrębnie ujmuje się koszty likwidacji szkód górniczych. Koszty te wiążą się z naprawą szkód w budynkach mieszkalnych, budynkach użyteczności publicznej, sieciach wodociągowych i kanalizacyjnych, w nawierzchniach ulic, ze zwrotem nakładów na budownictwo zastępcze oraz wypłatą odszkodowań za utratę plonów. Wysokość wymienionych kosztów oraz liczbę realizowanych w tym zakresie zadań zawarto w tabeli 6.

Tabela 7. Koszty likwidacji kopalń węgla kamiennego w Polsce w mikroperspektywie\*

Lp.	Nazwa kopalni	Zdolność produkcyjna (mln Mg/rok)	Całkowity koszt likwidacji (w mln zł)	Koszt likwidacji 1 mln Mg (w mln zł)
1.	Bytom I	1,38	29,86	21,64
2.	Dębieńsko	1,70	38,33	22,55
3.	Jadwiga	0,50	23,66	47,32
4.	Gliwice	1,10	50,38	45,80
5.	Morcinek	1,40	101,67	72,62
6.	1 Maja	1,90	23,57	12,40
7.	Grodziec	0,90	69,83	77,59
8.	Moszczenica	2,00	31,97	15,99
9.	Bobrek-Miechowice	2,20	70,64	32,11
10.	Centrum – Szombierki	2,40	79,86	33,28
11.	Siersza	2,47	87,91	35,59
12.	Niwka – Modrzejów	1,60	98,01	61,26
13.	Paryż	1,06	176,91	166,89
14.	Powstańców Śląskich	2,00	112,20	56,10
15.	Jaworzno	2,50	122,55	49,02
16.	Sosnowiec	1,10	135,88	123,52
17.	Porąbka – Klimontów	1,80	190,34	105,75
18.	Katowice – Kleofas	2,50	106,56	42,78
19.	Pstrowski	1,00	222,87	222,87
20.	Jan Kanty	1,23	97,50	79,27
21.	Jowisz	1,00	107,07	107,07
22.	Czczcott	3,40	136,45	40,13
	<b>Średnia</b>	<b>1,69</b>	<b>96,11</b>	<b>68,16</b>

\* likwidacje przeprowadzono w latach 1994-2004

Źródło: opracowanie własne na podstawie: P. Saługa, J. Jarosz, E.J. Sobczyk, J. Kicki, *Fundusz likwidacji kopalń – czy wszystkim wystarczy?*, „Gospodarka Surowcami Mineralnymi” 2008, t. 24, z. 2/4, s. 131-146.

Dane zawarte w tabeli 6 potwierdzają systematyczny spadek kosztów i liczbę zadań realizowanych w związku z powierzchniowym oddziaływaniem zlikwidowanych kopalń węgla kamiennego. Już bowiem w 2012 r. udało się znacznie ograniczyć wydatki na pokrycie szkód górniczych związanych z likwidacją kopalń zakończoną w roku 2004. Niemniej jednak wydatki te były ponoszone w długim – ponad ośmioletnim – okresie.

Przedstawiona analiza kosztów likwidacji kopalń węgla kamiennego ma charakter makroekonomiczny i odnosi się do restrukturyzacji przemysłu górniczego w Polsce. Tymczasem dla właściwego zarządzania likwidacją kopalni węgla kamiennego i ryzykiem związanym z tym procesem konieczne jest także spojrzenie mikroekonomiczne. Dlatego też w tabeli 7 przedstawiono koszty likwidacji kopalń węgla kamiennego dla poszczególnych zakładów górniczych.

Zgodnie z danymi zawartymi w tabeli 7 koszty likwidacji nawet po przeliczeniu na 1 mln Mg zdolności produkcyjnych są bardzo zróżnicowane, co sugeruje konieczność ich indywidualnego szacowania dla każdej kopalni węgla kamiennego. Przy czym, biorąc pod uwagę znaczną wysokość tych kosztów, należy rozważyć ich systematyczne gromadzenie w czasie istnienia zakładu górniczego, w myśl obowiązujących w tym zakresie przepisów prawa lub indywidualnych reguł wpisanych w system zarządzania kopalnią węgla kamiennego.

Resumując rozważania dotyczące polskiego górnictwa węgla kamiennego, można stwierdzić, że skala zagrożeń społecznych i środowiskowych w tym przemyśle jest znacznie większa niż w innych branżach gospodarki. Likwidacja zaś kopalni węgla kamiennego bardzo silnie i długotrwale oddziałuje na społeczności lokalne i regionalne oraz na stan ekosfery na objętym jej działaniem obszarze. W celu uzupełnienia listy zagrożeń społecznych i środowiskowych, w dalszej części niniejszego artykułu przeprowadzono analizę społecznego i środowiskowego oddziaływania przedsiębiorstw wydobywczych w ujęciu międzynarodowym, posługując się studium przypadku.

#### **4. Międzynarodowy kontekst działalności i likwidacji przedsiębiorstw wydobywczych**

Aspekty środowiskowe i społeczne związane z funkcjonowaniem i likwidacją przedsiębiorstw wydobywczych nabierają szczególnego znaczenia w krajach rozwijających się. Państwa te z jednej strony aspirują do dynamicznego rozwoju gospodarczego<sup>7</sup>, z drugiej zaś obawiają się wyczerpania ze strony wielkich wydo-

---

<sup>7</sup> Por. M.E. Porter, M.R. Kramer, *The link between competitive advantage and corporate social responsibility*, „Harvard Business Review” 2006, nr 48(2), s. 1-14.

bywanych korporacji<sup>8</sup>, które potraktują ich zasoby jedynie jako źródło tymczasowego zysku, pozostawiając władze państwowe i lokalne z długoterminowymi, nieodwracalnymi skutkami eksploatacji złóż<sup>9</sup>.

Obawy te ujawniają się już na etapie podejmowania decyzji o rozpoczęciu wydobycia i są w dużej mierze uzasadnione, gdyż międzynarodowe korporacje dysponują ogromną siłą przetargową, wyrażoną przez poziom ich przychodów oraz wartości przewyższających najczęściej GDP państw, w których podejmują działalność<sup>10</sup>. I tak przykładowo, przychody Royal Dutch Shell, wydobywającego ropę naftową w Niger Delta w Nigerii, wynosiły w 2010 r. 378,152 miliarda USD, a GDP Nigerii zaledwie 193,669 miliarda<sup>11</sup>. Jeszcze większa dysproporcja charakteryzowała współpracę BHP Billiton z władzami Papui Nowej Gwinei. Wartość rynkowa tego przedsiębiorstwa w 2010 r. wynosiła 247 miliardów USD, a GDP Papui Nowej Gwinei zaledwie 11 miliardów. Podobny przykład dotyczy Madagaskaru, gdzie wartość rynkowa Rio Tinto – drugiego pod względem wielkości przedsiębiorstwa wydobywczego na świecie – w 2011 r. wyniosła 144 miliardy USD, podczas gdy GDP Madagaskaru w tym okresie wynosił zaledwie 9 miliardów<sup>12</sup>.

Biorąc pod uwagę statystyki dotyczące konsumpcji i produkcji węgla kamiennego oraz mając na uwadze wyczerpywanie się innych surowców naturalnych w krajach wysoko rozwiniętych, można domniemywać, że problem działania i skutków likwidacji kopalń będzie szczególnie dotkliwy dla krajów rozwijających się, które w przemyśle wydobywczym dostrzegają szansę gospodarczego rozwoju. Potwierdza to przypadek kopalni złota The Meriln Mine uruchomionej przez kanadyjską korporację w Gwatemali. Kopalnia ta w zamierzeniach rządowych miała być jedną z największych inwestycji w regionie wyniszczonym przez trwającą 36 lat wojnę domową. Dla lokalnych społeczności oznaczało to nowe miejsca pracy w przemyśle wydobywczym i w branżach z nim związanych. Niestety korporacja potraktowała mieszkańców jako źródło taniej siły roboczej, a wykorzystywana przez nią przestarzała technologia wydobycia stała się

<sup>8</sup> Zob. L. Calvano, *Multinational corporations and local communities: a critical analysis*, „Journal of Business Ethics” 2008, nr 82(4), s. 793-805.

<sup>9</sup> Patrz: A. Bebbington, *Mining and the possibilities of development*, „Development and Change” 2008, nr 39(6), s. 887-914; I. Kostad, A. Wiig, *Is transparency a key to reduce corruption in resource-rich countries?*, „World Development” 2009, nr 37(3), s. 521-532.

<sup>10</sup> Por. S. Siegel, M.M. Veiga, *The myth of alternative livelihoods. artisanal mining, gold and poverty*, „International Journal of Environment and Pollution” 2010, nr 41(3-4), s. 272-288.

<sup>11</sup> Zob. C.I. Obi, *Oil extraction, dispossession, resistance and conflict in Nigeria's oil-rich Niger Delta*, „Canadian Journal of Development Studies” 2010, nr 30(1-2), s. 219-236; K. Omeje, *Oil conflict in Nigeria. Contending issues and perspectives of the local Niger delta people*, „New Political Economy” 2005, nr 10(3), s. 321-334.

<sup>12</sup> Por. G. Hilson, *Corporate Social Responsibility in the extractive industries. Experiences from developing countries*, „Resources Policy” 2012, nr 37, s. 131-137; G. Hilson, N. Yakovleva, *Strained relations. A critical analysis of the mining conflict in Prestea Ghana*, „Political Geography” 2007, nr 26(1), s. 98-119.

przyczyną znacznie większej, niż zakładano, degradacji środowiska naturalnego, której koszty zmuszony był ponieść rząd Gwatemali<sup>13</sup>.

Niemniej jednak działalność wydobywczą w każdym regionie, niezależnie od poziomu rozwoju gospodarczego i cywilizacyjnego, budzi sprzeciw. Inna bywa jednakże siła oddziaływania lokalnych interesariuszy, którzy z uwagi na ugruntowane już swobody ekonomiczne i demokratyczne są w stanie wynegocjować znacznie lepsze warunki współpracy z przedsiębiorstwami wydobywczymi w fazie eksploatacji i likwidacji zakładu wydobywczego. Przykładem w tym zakresie mogą być dwie kopalnie rud metali, których lokalizacje zaplanowano w Wisconsin w USA. Pierwsza z nich to kopalnia cynku i ołowiu – The Flambeau Mine, druga to kopalnia cynku i miedzi – Crandon Mine. Oba projekty w fazie uruchamiania nie spotkały się z akceptacją władz lokalnych, które miały prawo kwestionować i negocjować warunki rozpoczęcia eksploatacji. W przypadku The Flambeau Mine zaowocowało to wynegocjowaniem korzystnych warunków prowadzenia wydobycia, które gwarantowały korzyści ekonomiczne i socjalne lokalnym społecznościom oraz które zapewniały przywrócenie równowagi środowisku naturalnemu po likwidacji kopalni. Wszystkie wynegocjowane warunki usankcjonowano umownie w porozumieniu zawartym z lokalnymi władzami. W przypadku Crandon Mine uruchomienie kopalni zostało wstrzymane wskutek braku porozumienia z lokalnymi władzami i silnego oporu społeczności lokalnych<sup>14</sup>.

Powyższe przykłady dowodzą potrzeby opracowania i upowszechnienia kompleksowych systemów zarządzania ryzykiem środowiskowym i społecznym w przedsiębiorstwach wydobywczych<sup>15</sup>, szczególnie w krajach rozwijających się i dysponujących bogatymi zasobami naturalnymi, zlokalizowanymi w Afryce, Ameryce Łacińskiej i Azji<sup>16</sup>. Rozwiązania w tym zakresie powinny zapewnić zrównoważony rozwój na trzech poziomach:

---

<sup>13</sup> Zob. K. Slack, *Mission impossible? Adopting a CSR-based business model for extractive industries in developing countries*, „Resources Policy” 2012, nr 37, s. 180-184.

<sup>14</sup> G. Campbell, M. Roberts, *Permitting a new mine. Insights from the community debate*, „Resources Policy” 2010, nr 35, s. 210-217.

<sup>15</sup> Zob. N. Yakovlev, T. Alabaster, *Tri-sector partnership for community development in mining: A case study of the SAPI Foundation and Target Fund in the Republic of Sakha (Yakutia)*, „Resources Policy” 2003, nr 29(3-4), s. 83-98.

<sup>16</sup> Por. G. Hilson, *Championing the rhetoric? Corporate social responsibility in Ghana's mining sector*, „Greener Management International” 2007, nr 53, s. 43-56; R. Hamann, *Corporate social responsibility, partnerships, and institutional change: The case of mining companies in South Africa*, „Natural Resources Forum” 2004, nr 28(4), s. 278-290; R. Hamann, P. Kapelus, *Corporate social responsibility in mining in Southern Africa: Fair accountability or just greenwash?*, „Development” 2004, nr 47(3), s. 85-92; J. Sharp, *Corporate social responsibility and development: An anthropological perspective*, „Development Southern Africa” 2006, nr 23(2), s. 213-222; M. Welker, *Corporate security begins in the community: Mining, the corporate social responsibility industry, and environmental advocacy in Indonesia*, „Cultural Anthropology” 2009, nr 24(1), s. 142-179.

- indywidualnym – odnoszącym się do pracowników i członków lokalnych i regionalnych społeczności,
- lokalnym, regionalnym i państwowym – odnoszącym się do władz różnych szczebli, oraz
- biznesowym – odnoszącym się do samego przedsiębiorstwa wydobywczego.

Takie podejście wymaga jednak etycznego dialogu, wzajemnego poszanowania wszystkich interesariuszy oraz przeorientowania perspektywy z krótkoterminowych, tymczasowych korzyści na długoterminowe budowanie wartości, dzięki pozytywnym relacjom ze wszystkimi uczestnikami otoczenia<sup>17</sup>.

## 5. Wykorzystanie Corporate Social Responsibility w przemyśle wydobywczym

W związku z przeprowadzoną analizą ryzyka środowiskowego i społecznego, towarzyszącego likwidacji przedsiębiorstw wydobywczych, pojawia się konieczność opracowania szczegółowych procedur wspomagających zarządzanie tym ryzykiem. Przy czym, mając na uwadze sekwencyjność zarządzania ryzykiem, proces ten powinien obejmować cztery zasadnicze etapy: identyfikację źródeł ryzyka, ocenę ryzyka, dobór instrumentów zarządzania ryzykiem oraz kontrolę ryzyka.

Identyfikacja ryzyka powinna być prowadzona już na etapie budowy przedsiębiorstwa wydobywczego. W etapie tym powinni uczestniczyć wszyscy interesariusze przedsiębiorstwa objęci ewentualnymi skutkami ryzyka społecznego i środowiskowego, a więc przede wszystkim pracownicy, ekolodzy, przedstawiciele władz lokalnych, regionalnych i państwowych<sup>18</sup>. Tylko takie zrównoważone współuczestnictwo umożliwi skonstruowanie pełnych list ryzyka będących rezultatem tego etapu. Na etapie przedlikwidacyjnym i likwidacyjnym lista ta powinna zostać zweryfikowana i uzupełniona.

Ocena ryzyka środowiskowego i ekologicznego powinna z kolei zostać przeprowadzona przy udziale obiektywnych, interdyscyplinarnych ekspertów zewnętrznych, z uwagi na możliwość celowego niedoszacowania skutków likwidacji przez przedsiębiorstwo. Specjalizacje tych ekspertów powinny odzwierciedlać poszczególne segmenty otoczenia przedsiębiorstwa, tj. segment ekologiczny, społeczny, technologiczny i prawny.

<sup>17</sup> Por. A.B. Carroll, *The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders*, „Business Horizons”, lipiec-sierpień 1991, s. 39-48.

<sup>18</sup> Por. K. Buysse, A. Verbeke, *Proactive environmental strategies: A stakeholder management perspective*, „Strategic Management Journal” 2003, nr 24, s. 453-470; M. Delmas, M. Toffel, *Stakeholders and environmental management practices: An institutional framework*, „Business Strategy Environment” 2004, nr 13, s. 209-222.



Z kolei dobór instrumentów zarządzania ryzykiem środowiskowym i społecznym w fazie likwidacji powinien uwzględniać współczesne koncepcje zarządzania. Nadrzędną i najszerszą koncepcją w tym obszarze jest koncepcja zrównoważonego rozwoju (SD), w której eksponuje się to, że przedsiębiorstwo nie może kreować wartości bez trwałego zaangażowania wszystkich uczestników otoczenia<sup>19</sup>. Koncentrując się jedynie na wynikach finansowych oraz na podstawowym łańcuchu tworzenia wartości, który obejmuje relacje z dostawcami i odbiorcami, popełnia się błąd, ponieważ w długiej perspektywie o przyszłości przedsiębiorstwa decydować będzie także postrzeganie i ocena jego działalności przez pozostałych uczestników otoczenia, w tym przede wszystkim przez członków społeczności lokalnych i przedstawicieli środowisk proekologicznych<sup>20</sup>.

Drugą możliwą do wykorzystania przez przedsiębiorstwa wydobywcze koncepcją jest Corporate Social Responsibility) powstała w wyniku intensywnego rozwoju gospodarek, nasilenia się globalizacji i międzynarodowej ekspansji wielkich korporacji<sup>21</sup>. Wówczas okazało się, że rządy poszczególnych państw nie są w stanie w pełni zabezpieczyć interesów społecznych i ekologicznych<sup>22</sup>. W takiej sytuacji najlepszym rozwiązaniem jest rozszerzenie grona interesariuszy przedsiębiorstw o uczestników otoczenia społecznego i ekonomicznego, co umożliwi wszystkim partnerom realizację koncepcji zrównoważonego rozwoju<sup>23</sup>. Przedsiębiorstwa zaś mają szansę zasłużyć na miano społecznie odpowiedzialnych<sup>24</sup>.

---

<sup>19</sup> Zob. M. Starik, G.P. Rands, *Weaving an integrated web: Multilevel and multi-system perspectives of ecologically sustainable organizations*, „Academic Management Review” 1995, nr 20, s. 908-925; O. Boiral, Y. Gendron, *Sustainable development and certification practices: Lessons learned and prospects*, „Business Strategy and the Environment” 2010, nr 20.

<sup>20</sup> Por. G. Hilson, B. Murck, *Sustainable development in the mining industry: Clarifying the corporate perspective*, „Resources Policy” 2000, nr 26(4), s. 227-238.

<sup>21</sup> Por. A. Pater, K. van Lierop, *Sense and sensitivity: The roles of organisation and stakeholders in managing corporate social responsibility*, „Business Ethics: European Review” 2006, nr 15(4), s. 339-351; M. van Marrewijk, *Concepts and definitions of CSR and corporate sustainability: Between agency and communion*, „Journal of Business Ethics” 2003, nr 44(2/3), s. 95-104; J. Unerman, J. Bebbington, B. O’Dwyer, *Introduction to sustainability accounting and accountability*, w: *Sustainability Accounting and Accountability*, red. J. Unerman, J. Bebbington, B. O’Dwyer, Routledge, Nowy Jork 2007, s. 1-16; P. Kotler, N. Lee, *Corporate Social Responsibility: Doing the Most Good for Your Company and Your Cause*, John Wiley & Sons, Inc: Hoboken, New Jersey 2005.

<sup>22</sup> Por. A. Merino, C. Valor, *The potential of corporate social responsibility to eradicate poverty: An ongoing debate*, „Development in Practice” 2011, nr 21(2), s. 157-167.

<sup>23</sup> Zob. M.B.E. Clarkson, *Defining, evaluating, and managing corporate social performance: A stakeholder management model*, w: *Research in Corporate Social Performance and Policy*, red. J.E. Post, JAI Press, Greenwich 1991, s. 331-358.

<sup>24</sup> Patrz. M. Blowfield, *Corporate social responsibility: Reinventing the meaning of development?*, „International Affairs” 2005, nr 81(3), s. 512-524.



Wykorzystanie koncepcji SD i CSR w przedsiębiorstwach górniczych często spotyka się z krytyką i uważane jest za praktycznie niemożliwe<sup>25</sup>. Przeciwnicy tych koncepcji twierdzą, że z uwagi na cykliczność i czasowość produkcji wydobywczej przedsiębiorstwa górnicze nie są zainteresowane ich wdrażaniem, gdyż nie zamierzają budować długoterminowych relacji z interesariuszami w danym środowisku lokalnym. Po wyczerpaniu złóż bowiem kończą eksploatację i likwidują kopalnię<sup>26</sup>.

Warto jednak w tym miejscu podkreślić, że większość tych przedsiębiorstw to korporacje o charakterze globalnym, działające na całym świecie, którym powinno zależeć również na świadomym budowaniu wizerunku. Tymczasem wizerunek ten przez pomijanie aspektów środowiskowych i społecznych jest systematycznie niszczone, o czym świadczą przytoczone w niniejszym artykule międzynarodowe studia przypadków. Zaś w dobie powszechnej informatyzacji i szybkiego dostępu do informacji nie można liczyć na to, że nieetyczne praktyki przedsiębiorstw wydobywczych nie zostaną nagłośnione, nawet jeśli miały miejsce w mało dostępnym zakątku globu. Dlatego też SD i CSR właściwe wdrożone mogą pozwolić tym przedsiębiorstwom poprawić niekorzystny wizerunek przemysłu wydobywczego i umożliwić dalszą międzynarodową ekspansję, która jest potencjalnym źródłem dodatkowych zysków i wzrostu wartości przedsiębiorstwa<sup>27</sup>.

Warto w tym miejscu dodać, że zabezpieczenie finansowania fazy likwidacji oraz fazy postlikwidacyjnej jest zagadnieniem niezmiernie ważnym, stąd konieczność włączenia w proces zarządzania ryzykiem także „twardych” narzędzi zarządczych dotyczących finansowania ryzyka, wspieranych przez rozwiązania prawne<sup>28</sup>. Można w tym kontekście mówić o obligatoryjnych funduszach likwidacyjnych, ubezpieczeniach bądź dobrowolnych umowach z samorządami lokalnymi, regionalnymi czy władzami państwowymi. Przy czym, mając na uwadze przytoczone w niniejszym artykule skutki finansowe działalności kopalń, należy

<sup>25</sup> Por. P. Newell, *Citizenship, accountability and community: The limits of the CSR agenda*, „International Affairs” 2005, nr 81(3), s. 541-557; K. Trebeck, *Corporate social responsibility, indigenous Australians and mining*, „Australian Chief Executive”, kwiecień 2003, s. 46-54; H. Jenkins, N. Yakovleva, *Corporate social responsibility in the mining industry: Exploring trends in social and environmental disclosure*, „Journal of Cleaner Production” 2006, nr 14(3-4), s. 271-284.

<sup>26</sup> Zob. R. Hamann, *Mining companies' role in sustainable development: The 'Why' and 'How' of corporate social responsibility from a business perspective*, „Development Southern Africa” 2003, nr 20(2), s. 37-54; D. Sarawitz, *How science makes environmental controversies worse*, „Environmental Science and Policy” 2004, nr 7, s. 385-403.

<sup>27</sup> Por. T. Vaaland, M. Heide, K. Gronhaug, *Corporate social responsibility: Investigating theory and research in the marketing context*, „European Journal of Marketing” 2008, nr 42(9/10), s. 927-953.

<sup>28</sup> M. Godoy, R. Dimitrakopoulos, *Managing risk and waste mining in longterm production scheduling of open-pit mines*, „Transactions of the Society for Mining, Metallurgy, and Exploration” 2004, nr 316, s. 43-50.

jednak rozważać przymusowość pewnych rozwiązań<sup>29</sup>, nie opierając się jedynie na dość miękkich, choć racjonalnych i etycznych założeniach CSR czy SD.

## 6. Wnioski

Biorąc pod uwagę przedstawione w artykule analizy środowiskowych i społecznych skutków wydobywania surowców naturalnych w Polsce i na świecie, można stwierdzić, że konsekwencje prowadzenia eksploatacji górniczej są długotrwałe i kosztowne, a ich rozmiary zdecydowanie przewyższają skalę zagrożeń typową dla prowadzenia działalności gospodarczej przez inne branże.

Mając z kolei na uwadze rosnące zapotrzebowanie światowej gospodarki na surowce naturalne, można stwierdzić, że problem ryzyka środowiskowego i ekologicznego będzie przybierał na znaczeniu, szczególnie w krajach rozwijających się, które z jednej strony są zainteresowane pozyskiwaniem strategicznych dla gospodarki inwestorów, a z drugiej strony nie mają w pełni rozwiniętych mechanizmów obronnych pozwalających na niwelowanie skutków eksploatacji górniczej.

W związku z powyższym wydaje się, że wdrażanie koncepcji SD i CSR w tej branży jest jak najbardziej uzasadnione. Czym innym bowiem jest nieświadomienie sobie przez branżę konieczności takiego wdrożenia, a czym innym sama konieczność podyktowana obiektywnymi przesłankami, w tym przede wszystkim potrzebą ochrony zasobów ludzkich i środowiskowych.

W procesie uświadamiania przedsiębiorstw wydobywczych kluczowe są dwa zagadnienia: zmiana postaw etycznych oraz wsparcie prawne dla proponowanych rozwiązań. Pierwsze z wymienionych jest bardzo trudne, ponieważ wymaga zmiany sposobu myślenia, a w konsekwencji sposobu zarządzania przedsiębiorstwem górniczym. Problem z wdrożeniem SD oraz CSR bowiem nie wynika z niedoskonałości samych koncepcji, ale z niedoskonałości jednostek, które koncepcje te wykorzystują do osiągnięcia partykularnych korzyści, najczęściej finansowych. Bez zmiany postaw etycznych i perspektywicznego spojrzenia na skutki działalności przedsiębiorstw wydobywczych minimalizacja ryzyka środowiskowego i społecznego nie będzie możliwa.

Z kolei wsparcie prawne dla proponowanych w artykule rozwiązań zmusi przedsiębiorstwa do bardziej odpowiedzialnego podejścia do skutków eksploatacji górniczej. Określone przez ustawodawstwo lokalne lub centralne wymogów dotyczących ochrony interesów społecznych i środowiskowych pozwoli choć w części niwelować skutki ryzyka środowiskowego i społecznego. Takie

---

<sup>29</sup> Zob. W. Cragg, A. Greenbaum, *Reasoning about responsibilities: Mining company managers on what stakeholders are owed*, „Journal of Business Ethics” 2002, nr 39(3), s. 319-335.

rozumowanie potwierdza także analiza studiów przypadków w krajach wysoko rozwiniętych, w których dzięki prawnie usankcjonowanym formom negocjacji oraz większej wiedzy o skutkach eksploatacji, społeczności lokalne były w stanie wynegocjować korzystniejsze warunki funkcjonowania przedsiębiorstwa wydobywczego lub też zablokować jego uruchomienie.

Warunkiem gwarantującym sukces wykorzystania SD i CSR w przemyśle wydobywczym jest przede wszystkim równorzędność wszystkich interesariuszy oraz prowadzenie otwartego, szczerego dialogu opartego na partnerskich relacjach ze wszystkimi stronami objętymi skutkami działania i likwidacji przedsiębiorstwa wydobywczego.

## Literatura

- Bebbington A., *Mining and the possibilities of development*, „Development and Change” 2008, nr 39(6).
- Blowfield M., *Corporate social responsibility: Reinventing the meaning of development?*, „International Affairs” 2005, nr 81(3).
- Boiral O., Gendron Y., *Sustainable development and certification practices: Lessons learned and prospects*, „Business Strategy and the Environment” 2010, nr 20.
- Buysse K., Verbeke A., *Proactive environmental strategies: A stakeholder management perspective*, „Strategic Management Journal” 2003, nr 24.
- Calvano L., *Multinational corporations and local communities: A critical analysis*, „Journal of Business Ethics” 2008, nr 82(4).
- Campbell G., Roberts, M., *Permitting a new mine. Insights from the community debate*, „Resources Policy” 2010, nr 35.
- Carroll A.B., *The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders*, „Business Horizons”, lipiec-sierpień 1991.
- Clarkson M.B.E., *Defining, evaluating, and managing corporate social performance: A stakeholder management model*, w: *Research in Corporate Social Performance and Policy*, red. J.E. Post, JAI Press, Greenwich 1991.
- Cragg W., Greenbaum A., *Reasoning about responsibilities: Mining company managers on what stakeholders are owed*, „Journal of Business Ethics” 2002, nr 39(3).
- Delmas M., Toffel M., *Stakeholders and environmental management practices: An institutional framework*, „Business Strategy Environment” 2004, nr 13.
- Epps J.M., *Environmental management in mining: An international perspective of an increasing global industry*, „Journal of South African Institute of Mining And Metallurgy” 1996, nr 2.
- Godoy M., Dimitrakopoulos R., *Managing risk and waste mining in longterm production scheduling of open-pit mines*, „Transactions of the Society for Mining, Metallurgy and Exploration” 2004, nr 316.
- Hamann R., *Mining companies' role in sustainable development: The 'Why' and 'How' of corporate social responsibility from a business perspective*, „Development Southern Africa 2003”, nr 20(2).
- Hamann R., *Corporate social responsibility, partnerships, and institutional change: The case of mining companies in South Africa*, „Natural Resources Forum” 2004, nr 28(4).
- Hamann R., Kapelus P., *Corporate social responsibility in mining in Southern Africa: Fair accountability or just greenwash?*, „Development” 2004, nr 47(3).
- Hilson G., Yakovleva N., *Strained relations. a critical analysis of the mining conflict in Prestea Ghana*, „Political Geography” 2007, nr 26(1).

- Hilson G., *Championing the rhetoric? Corporate social responsibility; in Ghana's mining sector*, „Greener Management International” 2007, nr 53.
- Hilson G., *Corporate Social Responsibility in the extractive industries. Experiences from developing countries*, „Resources Policy” 2012, nr 37.
- Hilson G., Murck B., *Sustainable development in the mining industry: Clarifying the corporate perspective*, „Resources Policy” 2000, nr 26(4).
- Jenkins H., Yakovleva N., *Corporate social responsibility in the mining industry: Exploring trends in social and environmental disclosure*, „Journal of Cleaner Production” 2006, nr 14 (3-4).
- Jonek-Kowalska I., Turek M., *Restrukturyzacja zatrudnienia w polskim górnictwie węgla kamiennego - cele i efekty*, w: *Restrukturyzacja przedsiębiorstw i gospodarek w warunkach rozwoju rynków globalnych*, red. R. Borowiecki, A. Jaki, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego, Kraków 2013.
- Kalabis M., Kowalik A., *Bezpieczeństwo energetyczne w Polsce na tle Unii Europejskiej i Stanów Zjednoczonych*, w: *Górnictwo zrównoważonego rozwoju 2010*, Wydział Górnictwa i Geologii Politechniki Śląskiej, Stowarzyszenie Wychowanków Wydziału Górnictwa i Geologii, dysk optyczny (CD-ROM).
- Karbownik A., Turek M., *Restrukturyzacja zatrudnienia w górnictwie węgla kamiennego w latach 1998-2002*, „Wiadomości Górnicze” 2003, nr 10.
- Kostad I., Wiig A., *Is transparency a key to reduce corruption in resource-rich countries?*, „World Development” 2009, nr 37(3).
- Kotler P., Lee N., *Corporate Social Responsibility: Doing the Most Good for Your Company and Your Cause*, John Wiley & Sons, Inc: Hoboken, New Jersey 2005.
- Król D., *Odpady z kopalń węgla kamiennego – likwidacja zwalowisk*, w: *Termiczne unieszkodliwianie odpadów. Restrukturyzacja procesów termicznych*, red. J.W. Wandrasz, Futura Grzegorz Łuczak, Poznań 2007.
- Lord R., Manson D., *Report on iron-rich mine water from abandoned Cleveland Ironstone mine*, „Geoscientist Online” 2011, nr 7.
- Marrewijk M. van, *Concepts and definitions of CSR and corporate sustainability: Between agency and communion*, „Journal of Business Ethics” 2003, nr 44(2/3).
- Merino A., Valor C., *The potential of corporate social responsibility to eradicate poverty: an ongoing debate*, „Development in Practice” 2011, nr 21(2).
- Mishra S.K., Hitzhusen J.F., Sohngen B.L., Guldmann J.M., *Cost of abandoned coal mine reclamation and associated recreation benefits in Ohio*, „Journal of Environmental Management” 2012, nr 100.
- Newell P., *Citizenship, accountability and community: The limits of the CSR agenda*, „International Affairs” 2005, nr 81(3).
- Obi C.I., *Oil extraction, dispossession, resistance and conflict in Nigeria's oil-rich Niger Delta*, „Canadian Journal of Development Studies” 2010, nr 30(1-2).
- Omeje K., *Oil conflict in Nigeria. Contending issues and perspectives of the local Niger delta people*, „New Political Economy” 2005, nr 10(3).
- Palarski J., *Likwidacja kopalń a zagrożenia dla środowiska*, w: *Materiały Szkoły Eksploatacji Podziemnej 2000*, Wyd. IGSMiE PAN, Kraków 2000.
- Parchański J., *Struktura wiekowa i wypadkowość pracowników kopalń węgla kamiennego w okresie restrukturyzacji*, w: *Polski Kongres Górniczy, sesja nr 7: Bezpieczeństwo pracy w górnictwie*, Wyższy Urząd Górniczy, Katowice 2007.
- Parchański J., *Wypadkowość w kopalniach węgla kamiennego na tle wypadkowości w sekcjach działalności gospodarczej*, „Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej” 2001, nr 1517, seria: *Górnictwo*, z. 250.
- Pater A., Lierop K. van, *Sense and sensitivity: The roles of organisation and stakeholders in managing corporate social responsibility*, „Business Ethics: European Review” 2006, nr 15(4).
- Porter M.E., Kramer M.R., *The link between competitive advantage and corporate social responsibility*, „Harvard Business Review” 2006, nr 48(2).

- Saługa P., Jarosz J., Sobczyk E.J., Kicki J., *Fundusz likwidacji kopalń – czy wszystkim wystarczy?*, „Gospodarka Surowcami Mineralnymi” 2008, t. 24, z. 2/4.
- Sarawitz D., *How science makes environmental controversies worse*, „Environmental Science and Policy” 2004, nr 7.
- Sharp J., *Corporate social responsibility and development: An anthropological perspective*, „Development Southern Africa” 2006, nr 23(2).
- Siegel S., Veiga M.M., *The myth of alternative livelihoods. Artisanal mining, gold and poverty*, „International Journal of Environment and Pollution” 2010, nr 41(3-4).
- Slack K., *Mission impossible? Adopting a CSR-based business model for extractive industries in developing countries*, „Resources Policy” 2012, nr 37.
- Starik M., Rands G.P., *Weaving an integrated web: Multilevel and multi-system perspectives of ecologically sustainable organizations*, „Academic Management Review” 1995, nr 20.
- Trebeck K., *Corporate social responsibility, indigenous Australians and mining*, „Australian Chief Executive”, kwiecień 2003.
- Unerman J., Bebbington J., O’Dwyer B., *Introduction to sustainability accounting and accountability*, w: *Sustainability Accounting and Accountability*, red. J. Unerman, J. Bebbington, B. O’Dwyer, Routledge, Nowy Jork 2007.
- Vaaland T., Heide M., Gronhaug K., *Corporate social responsibility: Investigating theory and research in the marketing context*, „European Journal of Marketing” 2008, nr 42(9/10).
- Walsh R.G., Johnson M.D., McKean J.R., *Benefit transfer of outdoor recreation demand studies*, „Water Resources Research” 1992, nr 28.
- Welker M., *Corporate security begins in the community: Mining, the corporate social responsibility industry, and environmental advocacy in Indonesia*, „Cultural Anthropology 2009”, nr 24(1).
- Williamson J.M., Thurston H.W., Heberlink M.T., *Valuing acid mine drainage remediation in West Virginia. A hedonic modeling approach*, „The Annals of Regional Science” 2008, nr 42(4).
- Wójcik J., *Bezpieczeństwo energetyczne*, „Przegląd Organizacji” 2008, nr 12.
- Yakovlev N., Alabaster T., *Tri-sector partnership for community development in mining: A case study of the SAPI Foundation and Target Fund in the Republic of Sakha (Yakutia)*, „Resources Policy” 2003, nr 29(3-4).

## Corporate Social Responsibility vis-à-vis the Environmental and Social Impact of Coal Mines Closures

**Summary.** The paper primarily aims to assess the environmental and social impacts of coal mine closures, and to determine the role of corporate social responsibility in the liquidation process. To accomplish this, the first part of the paper identifies and assesses the environmental and social impacts of coal mine closures as exemplified by Poland’s hard coal industry. Next, the analysis is extended to include international case studies involving the operations and the termination of operations of mining companies. To reach the conclusion, the application of the corporate social responsibility concept in environmental and social risk management during industrial shutdowns is described, employing practical examples of mining companies being shut down. This leads to outlining recommendations for the concept’s further refinement for use in the mining industry.

**Keywords:** environmental and social impact, coal mine shutdown, corporate social responsibility, coal industry



## **Część II**

### **Nadzór korporacyjny**





## **Małgorzata Stępień**

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach  
e-mail: malgorzata\_stepien@ue.katowice.pl  
tel. 32 257 73 02

# **Analiza podstawowych problemów nadzoru korporacyjnego**

**Streszczenie.** Zainteresowanie nadzorem korporacyjnym wzrasta w ostatnich latach na całym świecie. Głównie spowodowane jest to dużą liczbą nieprawidłowości w funkcjonowaniu podmiotów gospodarczych i nieefektywnym sprawowaniu przez nich nadzoru korporacyjnego. Istotnym celem nadzoru jest zapewnienie efektywności funkcjonowania przedsiębiorstwa poprzez zapewnienie ochrony zarówno inwestorów, jak i interesariuszy, przy eliminowaniu nadużyć ze strony dominujących akcjonariuszy czy menedżerów. W artykule przedstawiono problemy wynikające z relacji pomiędzy akcjonariuszami a wyższą kadrami kierowniczą oraz relacji zachodzących między akcjonariuszami. Wskazano także różnice w definiowaniu samego pojęcia nadzoru korporacyjnego przez poszczególnych autorów.

**Słowa kluczowe:** nadzór korporacyjny, koszty agencji, akcjonariusz mniejszościowy, menedżer

## **1. Wstęp**

Problemy wiążące się z nadzorem korporacyjnym leżą w centrum zainteresowań ekonomistów wielu krajów. Wynika to z zaostrzenia się konfliktów interesów, będących rozdzieleniem własności od zarządzania tą własnością. Szczególnie wyraźne są one między menedżerami a rozproszonymi właścicielami spółek. Bankructwa wielu przedsiębiorstw jeszcze bardziej wyeksponowały problemy, jakie wynikają z tego rozdzielenia, oraz ich konsekwencje dla wyników działania spółek i dochodów ich właścicieli. Ze względu na konflikty występujące

w spółkach dochodzi do nierówności wśród akcjonariuszy w zakresie praw, pozycji czy też osiąganego dochodu. Silni menedżerowie oraz dominujący akcjonariusze wykorzystują swoją uprzywilejowaną pozycję oraz asymetrię informacji do osiągnięcia nieproporcjonalnie dużych korzyści i realizacji prywatnych interesów kosztem akcjonariuszy mniejszościowych.

Celem niniejszego artykułu było przedstawienie zasadniczych problemów nadzoru korporacyjnego, do których można zaliczyć: niejednoznaczne definiowanie pojęcia nadzoru korporacyjnego, prawa akcjonariuszy, zapewnienie równego traktowania akcjonariuszy czy też rolę właścicieli w nadzorze korporacyjnym. Istotne bowiem jest ograniczanie konfliktów zarówno między akcjonariuszami a menedżerami, jak i pomiędzy poszczególnymi grupami interesariuszy, oraz wskazanie możliwości wzmocnienia pozycji akcjonariuszy mniejszościowych.

## 2. Pojęcie nadzoru korporacyjnego

Pojęcie nadzoru korporacyjnego (*corporate governance*), choć powszechnie stosowane w nauce o zarządzaniu jak i w praktyce, nie jest jednoznaczne. W przeważającym stopniu znaczenie tego pojęcia dotyczy wzajemnych relacji pomiędzy poszczególnymi grupami zaangażowanymi w funkcjonowanie korporacji (akcjonariusze, zarząd, członkowie organów nadzorczych, pracownicy, dostawcy i kontrahenci), mimo to poszczególne definicje autorów w różny sposób określają jego istotę w zależności od dziedzin nauki zajmujących się tą problematyką, otoczenia korporacji, jej celów, oraz kultury korporacji krajów, z których pochodzą badacze<sup>1</sup>. W związku z tym definicja nadzoru korporacyjnego uzależniona jest od stosowanego przez danego autora podejścia teoretycznego.

Do ekonomii pojęcie *corporate governance* wprowadził Adam Smith, który w pracy zatytułowanej *The Wealth of Nations*<sup>2</sup> po raz pierwszy opisał i przeanalizował występujące w ówczesnych korporacjach rozdzielenie własności i kontroli oraz rezultaty takiego zjawiska. Istotę tego problemu zaczęto dostrzegać dopiero wraz z rozwojem kapitalizmu, wzrostem rozmiarów przedsiębiorstw, rozwojem form prawnych zorganizowanej działalności podmiotów gospodarczych, w szczególności korporacji. Do współczesnej teorii ekonomii pojęcie to wprowadzone zostało w pierwszej połowie lat 30. XX w. przez Adolfa A. Berle'a i Gardinera Meansa. Autorzy ci obserwowali funkcjonowanie korporacji amerykańskich, poddając analizie zależności między własnością, nadzorem korporacyjnym a efektami działalności

<sup>1</sup> I. Postuła, *Nadzór korporacyjny w spółkach Skarbu Państwa*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2013, s. 36.

<sup>2</sup> A. Smith, *An Enquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Random House, Nowy Jork 1937.

gospodarczej<sup>3</sup>. Od tego momentu zależności między nadzorem korporacyjnym a wynikami przedsiębiorstw są przedmiotem szerokiej dyskusji i przeżywają prawdziwy renesans, poczynając od dwóch ostatnich dziesięcioleci XX w.

W literaturze można spotkać dwa ujęcia nadzoru korporacyjnego – w szerokim i wąskim zakresie. Kryterium takiego podziału stanowi określenie jego celu. W ujęciu wąskim nadzór korporacyjny traktowany jest jako formalny system odpowiedzialności najwyższego szczebla zarządzania nad akcjonariuszami. Jest to model akcjonariuszy<sup>4</sup>, nazywany też zintegrowaną wartością dla akcjonariuszy (*enlightened shareholder value*)<sup>5</sup>. Opiera się ono na dwóch założeniach<sup>6</sup>:

- maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy jest gwarancją sukcesu spółki,
- cel ten może być osiągnięty poprzez długoterminowe relacje z innymi grupami udziałowymi w spółce (pracownikami, inwestorami, kontrahentami, klientami, dostawcami), które powinny być podporządkowane interesom akcjonariuszy.

Dzięki temu relacje z pracownikami, klientami, inwestorami, dostawcami oraz społecznością prowadzą do zwiększenia konkurencyjności spółki. Właściwe relacje z grupami udziałowymi tworzą wartość dla spółki poprzez zapewnienie dopływu informacji oraz wpływ na opinię w otoczeniu. Jednak interesy wszystkich tych grup muszą być podporządkowane interesom akcjonariuszy. Zgodnie z tym podejściem na dobrobyt społeczny najkorzystniejszy wpływ ma przestrzeganie prawa dotyczącego spółki skupiające się na zabezpieczeniu praw akcjonariuszy.

W szerokim ujęciu nadzór korporacyjny jest to sieć formalnych i nieformalnych relacji, które dotyczą korporacji, zwanych modelem grup udziałowych lub podejściem pluralistycznym (*pluralist approach*)<sup>7</sup>.

Koncepcja ta zakłada poświęcenie części zysków właścicieli spółki na rzecz realizacji celów społecznych. Na dobrobyt społeczny największy wpływ ma prawo, które umożliwi szersze uczestnictwo wszystkich grup udziałowych w procesie podejmowania decyzji, co ułatwi im reprezentowanie swoich interesów.

Podejście pluralistyczne zakłada, że spółka funkcjonuje poprzez współdziałanie jej poszczególnych interesariuszy; zgodnie z nim nadzór korporacyjny stanowi system ograniczeń determinujących tworzenie wartości dodanej przez korporację oraz jej alokację pomiędzy interesariuszy<sup>8</sup>.

<sup>3</sup> A. Berle, G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, Nowy Jork 1932.

<sup>4</sup> M. Jerzemowska, *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002, s. 25.

<sup>5</sup> R. Cobbaut, J. Lenoble, *Corporate Governance: An Institutional Approach*, Kluwer Law International, Haga – Londyn – Nowy Jork 2003, s. 163.

<sup>6</sup> I. Postuła, *Nadzór korporacyjny w spółkach Skarbu Państwa*, op. cit., s. 37.

<sup>7</sup> R. Cobbaut, J. Lenoble, op. cit., s. 163.

<sup>8</sup> L. Zingales, *Corporate governance*, w: *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, red. P. Newman, Macmillan Reference, Londyn 1998, s. 499.

W literaturze polskiej podejście pluralistyczne przyjmują tacy autorzy, jak: Jan Jeżak i Leszek Bohdanowicz, Stanisław Rudolf, Roman Borowiecki i inni. S. Rudolf za nadzór korporacyjny uważa zintegrowany zbiór zewnętrznych i wewnętrznych mechanizmów kontroli, które łagodzą konflikt interesów między akcjonariuszami (właścicielami) a menedżerami. Mechanizmy te wpływają na decyzje kierownictwa, by były one zgodne zarówno z celami akcjonariuszy, jak i interesariuszy<sup>9</sup>. R. Borowiecki i inni pojęcie nadzoru korporacyjnego odnoszą do kreowania wartości przedsiębiorstwa, uznając go za uwarunkowany instytucjonalnie oraz zwyczajowo system oceny działalności organów zarządzania przedsiębiorstwem w procesie kreowania jego wartości dla interesariuszy<sup>10</sup>. Według Bogdana Nogalskiego nadzór korporacyjny to proces, w ramach którego nadzór nad przedsiębiorstwem, a zwłaszcza nad jego zachowaniem rynkowo-społecznym, sprawowany jest zarówno przez właścicieli i akcjonariuszy, jak i przez innych interesariuszy, zainteresowanych bezpośrednio tym, aby obiekt będący przedmiotem nadzoru, tj. zarządzanie danym przedsiębiorstwem, był skuteczny<sup>11</sup>.

Robert A.G. Monks i Nell Minow stosują szerszą definicję nadzoru korporacyjnego, zgodnie z którą jest to maksymalizacja tworzenia bogactwa w sposób nieobarczający innych lub całego społeczeństwa niewłaściwymi kosztami<sup>12</sup>.

Warto także pokazać, jak definiują *corporate governance* brytyjscy badacze. Adrian Cadbury zdefiniował nadzór korporacyjny jako system, poprzez który korporacje są kierowane i kontrolowane<sup>13</sup>. W skład systemu wchodzi: siła banków oraz innych instytucji finansowych, regulacje prawne, poziom rozwoju rynku kapitałowego oraz czynniki kulturowe, które wpływają na zachowania różnych osób w korporacjach, mają również znaczenie dla instytucji na nie wpływających. Neil Fligstein i Robert Freeland *corporate governance* uważają za system, który stanowi społeczną organizację firm, wraz z ich powiązaniem (stosunkami) z dostawcami, klientami, konkurentami i agendami rządowymi<sup>14</sup>. Steven Brenner i Philip Coachran za *governance* uznają proces,

---

<sup>9</sup> S. Rudolf, *Od nadzoru właścicielskiego do nadzoru korporacyjnego. Ewolucja polskiego systemu nadzoru*, w: S. Borkowska i in., *Dobra gospodarka*, Wyd. WSPiZ im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2006, s. 336.

<sup>10</sup> R. Borowiecki, A. Jaki, K. Misiótek, T. Rojek, *Nadzór korporacyjny w procesie kreowania wartości i rozwoju przedsiębiorstwa*, Wyd. Abrys, Kraków 2005, s. 112.

<sup>11</sup> B. Nogalski, *Nadzór nad przedsiębiorstwem i grupą kapitałową*, w: S. Borkowska i in., *Dobra gospodarka*, op. cit., s. 293-294.

<sup>12</sup> R.A.G. Monks, N. Minow, *Watching the Watchers: Corporate Governance for the 21<sup>st</sup> Century*, Blackwell Publishers, Cambridge 1996, s. 162.

<sup>13</sup> A. Cadbury, *What are the trends in corporate governance? How will they impact your company?*, „Long Range Planning” 1999, nr 1, s. 14-16.

<sup>14</sup> N. Fligstein, R. Freeland, *Theoretical and comparative perspectives on corporate organization*, „Annual Review Sociology” 1995, s. 21.

w którym elementy społeczeństwa dzierżą wpływy i władzę oraz tworzą politykę i podejmują decyzje dotyczące życia publicznego, gospodarki i rozwoju społecznego<sup>15</sup>. *Governance* rozumiany jest także jako proces godzenia ambicji indywidualnych z potrzebą utrzymania i rozwoju wspólnego dobra, które wiąże jednostki przez wspólne interesy<sup>16</sup>.

Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju za *corporate governance* uznaje system zarządzania i kontroli organizacji gospodarczych, który zapewnia podział praw i odpowiedzialności między różne grupy interesów zaangażowane w działalność firmy, a także określa reguły ustalające jej cele, środki ich osiągnięcia oraz monitorowanie działania firmy<sup>17</sup>. Jest to sieć relacji pomiędzy akcjonariuszami, kadrami zarządzającą, ich organami oraz innymi grupami zainteresowanymi działaniem spółki. Za strukturę tego systemu organizacja uznaje zbiór mechanizmów, które umożliwiają akcjonariuszom i innym interesariuszom nadzór nad zarządzaniem ich własnością.

Przedstawione powyżej rozważania na temat terminu nadzór korporacyjny wskazują, że nie ma w literaturze jednoznacznej i uniwersalnej definicji tego pojęcia. Reasumując zaprezentowane poglądy, można zaobserwować trzy główne podejścia do definiowania oraz określania celów nadzoru korporacyjnego<sup>18</sup>:

- akcjonariusze są jedyną liczącą się grupą,
- istotne są prawa innych udziałowców oraz ich relacje z otoczeniem,
- kompromis mówiący, że maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy jest niemożliwa bez uwzględnienia maksymalizacji interesów pozostałych grup udziałowych.

Ponieważ pojęcie nadzoru korporacyjnego nie jest jednakowo rozumiane przez naukowców, odzwierciedla wiele perspektyw, które wynikają z narodowych tradycji nawiązujących do pojęcia korporacji dominującego w danym obszarze kulturowym. Niejednoznaczność oraz niejednorodność ujmowania tego pojęcia jest kwestią dyskusyjną, która wynika z reprezentowanych przez badacza poglądów. Różne definiowanie nadzoru korporacyjnego w polskiej literaturze może wynikać z faktu, że trudno znaleźć powszechnie akceptowane tłumaczenie terminu *corporate governance* oraz znaczenie tego pojęcia. Konieczne jest nadanie terminowi „nadzór korporacyjny” neutralnego charakteru, który będzie zawierał koncepcyjne oraz kreatywne zadania nadzoru.

<sup>15</sup> S. Brenner, P. Coachran, *The Stakeholder Theory and the Firm: Implications for Business and Society Theory and Research*, IABS Proceedings 1991, s. 449.

<sup>16</sup> K. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór korporacyjny*, cyt. za: A. Davis, *A strategic Approach to Corporate Governance*, Gover Publishing, Hampshire 1999, s. VII.

<sup>17</sup> OECD Principles of Corporate Governance, Meeting of the OECD Council at Ministerial Level, OECD, Paris 1999.

<sup>18</sup> M. Jerzemowska, op. cit., s. 30-31.

### 3. Pionowy nadzór korporacyjny: kierownicze koszty agencji

Nadzór korporacyjny rozpatrywany z perspektywy mechanizmu kontroli ma za zadanie łagodzenie konfliktów interesów pomiędzy poszczególnymi podmiotami funkcjonującymi w przedsiębiorstwie, będącymi efektem rozdzielienia własności i kontroli. Problematyka struktury własności w systemie nadzoru korporacyjnego odnosi się do konfliktów oraz współpracy między<sup>19</sup>:

- menedżerami a akcjonariuszami (w sytuacji rozdrobnionej struktury),
- akcjonariuszami dominującymi i akcjonariuszami mniejszościowymi (w sytuacji skoncentrowanej struktury własności i struktur piramidalnych),
- poszczególnych grup akcjonariuszy (instytucjonalnych oraz indywidualnych, wewnętrznych i zewnętrznych, jak menedżer bądź pracownik).

Relacje zachodzące między kadrami kierowniczą korporacji a akcjonariuszami stanowią teoretyczną podbudowę w teorii agencji. Teoria ta opisuje i analizuje relacje, jakie łączą pryncypała z jego agentem, w dużej mierze koncentrując się na kosztach rozwiązywania konfliktów interesów pomiędzy tymi dwoma stronami<sup>20</sup>. Agent jest zobowiązany do wykonywania zadań powierzonych przez pryncypała. Za pryncypała przyjmuje się właściciela korporacji (akcjonariusza), agentami zaś są menedżerowie. W uproszczonej formie można uznać, że jest to kontrakt pomiędzy dwoma stronami na wykonanie określonych zadań. Teoria agencji analizuje zatem problemy wynikające z zawierania takiego kontraktu, jednocześnie zajmując się stworzeniem optymalnego kontraktu, który zagwarantuje należyte wykonanie pracy, ograniczając zbędne koszty.

Relacja pryncypał – agent opiera się na trzech założeniach. Po pierwsze między pryncypałem a agentem występuje asymetria informacji wynikająca z posiadania przez obie strony niepełnych informacji. Do akcjonariuszy docierają informacje przekazane przez członków zarządu i rady nadzorcze, które wynikają z przepisów prawnych oraz statutu lub są uznane przez członków tych organów za istotne, a także informacje publikowane przez spółkę. Zaś menedżerowie są w posiadaniu informacji dotyczących funkcjonowania spółki, ale nie muszą znać zamierzeń akcjonariuszy, strategii prowadzonej przez nich polityki inwestycyjnej.

Kolejne założenie mówi o ograniczonej racjonalności pryncypała oraz agenta. Wynika to z posiadania niepełnej informacji każdej ze stron, a co za tym idzie, zarówno agent, jak i pryncypał nie mogą przeanalizować wszystkich spo-

---

<sup>19</sup> F. Allen, M. Zhao, *The Corporate Governance Model of Japan: Shareholders Are Not Rulers*, <http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/Japan-Corporate-Governance.pdf> [19.11.2013].

<sup>20</sup> A. Shleifer, R. Vishny, *A survey of corporate governance*, „Journal of Finance” 1997, nr 52(2).



sobów działania w danej sytuacji. Kierując się ograniczoną racjonalnością, agent i pryncypał nie są w stanie podjąć optymalnych decyzji, zatem podejmują decyzje adekwatne do posiadanych przez nich informacji. Pojęcie ograniczonej racjonalności wprowadził Herbert A. Simon<sup>21</sup>, który zauważył, że postępowanie ludzkie jest jedynie intencjonalnie racjonalne, ale ze względu na naturalne cechy człowieka zawsze będzie miało charakter ograniczony<sup>22</sup>.

W trzecim założeniu zwraca się uwagę na oportunistyczne zachowania agenta, czyli zachowania, które sprzyjają realizacji własnych, prywatnych interesów, a nie interesów pryncypała, do realizacji których agent się zobowiązał<sup>23</sup>. Do takich zachowań można zaliczyć: zatrudnienie znajomych oraz rodziny, wytwarzanie wysokich kosztów reprezentacji, czerpanie prywatnych korzyści z zawieranych umów. Należą tutaj także zachowania menedżerów, którzy dążą do osiągnięcia najwyższego kursu w terminie realizacji opcji, którzy wynagradzani są opcjami na nabycie akcji spółki za określoną cenę. Osiągnięty zysk może być efektem zamrożenia inwestycji, z których korzyści przypadająby dopiero na dalsze okresy, po sprzedaży przez menedżerów akcji nabytych po cenie niższej od rynkowej<sup>24</sup>. Oportunistyczne zachowania menedżerów wynikają z<sup>25</sup>:

- ukrytej informacji – akcjonariusze nie mają dostępu do informacji posiadanych przez menedżerów,
- ukrytego działania – akcjonariusze nie są w stanie kontrolować działań menedżerów.

Przedmiotem analiz w relacji agencji pomiędzy pryncypałem a agentem jest problem nawiązujący do konfliktu interesów pomiędzy tymi podmiotami. Głównymi źródłami tego konfliktu są<sup>26</sup>:

- różnice w podejściu do ryzyka – agent przy ocenie ryzyka kieruje się posiadaną wiedzą i doświadczeniem, reaguje na ryzyko, podejmując określone działania w spółce, np. poprzez zróżnicowanie jej działalności; właściciel reaguje na ryzyko poprzez podejmowanie działań poza korporacją, np. dywersyfikację własnego portfela udziałów w różnych korporacjach,

---

<sup>21</sup> H.A. Simon, *Administrative Behavior*, wyd. 2, Macmillan, Nowy Jork 1961, 1976, wyd. pol. *Działanie administracji*, PWN, Warszawa 1976.

<sup>22</sup> C. Klimkowski, *Znaczenie założeń behawioralnych ekonomii*, „*Ekonomista*” 2002, nr 6.

<sup>23</sup> K.M. Eisenhardt, *Agency theory: An assesment and review*, „*Academy Management Review*” 1989, t. 14, nr 1, s. 64-65.

<sup>24</sup> I. Postuła, *Nadzór korporacyjny w spółkach Skarbu Państwa*, w: *Ład korporacyjny. Podręczniki akademickie*, red. D. Dobija, I. Koładkiewicz, Warszawa 2011, s. 44.

<sup>25</sup> A. Słomka-Gołębiowska, *Corporate Governance. Banki na straży efektywności przedsiębiorstw*, CeDeWu, Warszawa 2006, s. 40.

<sup>26</sup> I. Postuła, *Nadzór korporacyjny w spółkach Skarbu Państwa*, w: *Ład korporacyjny...*, op. cit., s. 63-64.

– różne horyzonty działania – interesy właścicieli nie mają ograniczenia czasowego, natomiast prywatne interesy menedżerów są ograniczone do czasu, w jakim pracują oni dla korporacji<sup>27</sup>;

– skłonność menedżera do podjęcia działania – menedżer zawsze będzie podejmował takie działania, które wymagają od niego mniejszego wysiłku lub z których to podejmuje osobiste korzyści.

Cele menedżerów spółki oraz kierunki inwestycji nie zawsze są zgodne z celami akcjonariuszy, dlatego też przychody z zainwestowanego kapitału mogą być niższe. W relacji agencji występują dwie główne trudności spowodowane niepełną i niesymetryczną informacją pomiędzy pryncypałem a agentem oraz wynikającą z tego niepewnością. Pryncypał w warunkach niepewności nie może być pewien, czy agent dysponuje właściwymi kwalifikacjami do realizacji jego interesów. Co więcej, pryncypał nie może być pewien, czy agent dołożył wszelkich starań, jakie są konieczne do wykonania danego zadania<sup>28</sup>.

Teoria agencji pociąga za sobą koszty, które mogą być związane z niechęcią menedżerów do podjęcia ryzyka, niechęcią podjęcia określonych działań oraz ograniczonym horyzontem działania. Koszty agencji mogą odnosić się do strategii spółki, objawiając się przesadnym inwestowaniem, budową imperiów czy umieszczaniem nadwyżki środków finansowych w inwestycjach o niskiej stopie zwrotu, w sytuacji gdy na rynku nie ma projektów o dostatecznie wysokiej wartości bieżącej<sup>29</sup>. Do kosztów agencji zalicza się: koszty monitoringu, koszty systemów motywacyjnych łączących interesy agentów i pryncypała oraz koszty zachowań agentów działających niezgodnie z interesem pryncypała.

Koszty teorii agencji mogą być minimalizowane poprzez rozwiązania występujące w dwóch nurtach: pozytywnym oraz relacji pryncypał – agent<sup>30</sup>. Nurt pozytywny wskazuje, że rozwiązanie problemu agencji jest możliwe poprzez wprowadzenie instrumentów nadzoru działań menedżerów oraz przez konstrukcję kontraktu pomiędzy pryncypałem a agentem opartego na wynikach. Kontrakt taki zbliżałby preferencje pryncypała i agenta, ponieważ korzyści obu stron są uzależnione od tych samych działań, a więc agent będzie bardziej skłonny zachowywać się adekwatnie do interesów pryncypała. Drugi nurt koncentruje się na tworzeniu optymalnych kontraktów między stronami. Za punkt wyjścia należy tu przyjąć założenie, że agent ze względu na lokowanie swoich aktywów w spółce, w której jest zatrudniony, wykazuje większą awersję do

---

<sup>27</sup> *Recent Advances in Corporate Finance*, red. E. Altman, M.G. Subrahmanyam, Homewood 1985, s. 94.

<sup>28</sup> K.M. Eisenhardt, op. cit., s. 59-63.

<sup>29</sup> M. Aluchna, *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2007, s. 74.

<sup>30</sup> K.M. Eisenhardt, op. cit., s. 59-63.



ryzyka niż pryncypał, który swoje ryzyko rozkłada poprzez dywersyfikację portfela aktywów<sup>31</sup>. Mogą mieć tu miejsce dwie sytuacje. W pierwszej pryncypał posiada pełną informację dotyczącą wysiłków, jakie podejmowane są przez agenta. Zatem efektywny kontrakt powinien być oparty na obserwacji zachowań agenta. Druga sytuacja ma miejsce, gdy pryncypał nie jest w stanie przyjrzeć się zachowaniom agenta. Ze względu na rozbieżność celów obu stron może wystąpić zagrożenie podjęcia przez agenta działań nieefektywnych dla akcjonariusza. Problem ten może być określony jako moralne ryzyko lub negatywna selekcja. Ryzyko moralne powstaje w sytuacji, kiedy działania agenta są sprzeczne z zawartym kontraktem. Do negatywnej selekcji dochodzi w sytuacji, gdy akcjonariusz nie jest w stanie zweryfikować kwalifikacji oraz wiedzy agenta.

W sytuacji niemożności konstrukcji kontraktów kompletnych menedżerowie podejmują decyzje w sytuacjach, które nie są objęte kontraktem, decyzje te nie muszą pokrywać się z interesami właścicieli. Akcjonariusze zaś mogą domagać się roszczeń rezydualnych, są to roszczenia, które można realizować dopiero po spłacie pozostałych zobowiązań przedsiębiorcy. Sytuacja taka ma miejsce, ponieważ to akcjonariusze ponoszą ryzyko rezydualne, które pozostaje po podjęciu wszystkich możliwych i opłacalnych kroków zmierzających do unikania ryzyka, kontrolowania go czy transferu<sup>32</sup>. Akcjonariuszom w dużym stopniu powinno zależeć do najefektywniejszego wykorzystywania zasobów, jakimi dysponuje spółka, jednak to nie zawsze jest zgodne z prywatnym interesem menedżerów<sup>33</sup>. Ponieważ w korporacji nie ma możliwości konstrukcji kontraktu kompletnego, należy wprowadzać mechanizmy nadzoru korporacyjnego, które umożliwią rozstrzygnięcie konfliktów rezydualnych będących mechanizmami nadzoru nad menedżerami<sup>34</sup>.

#### **4. Poziomy nadzór korporacyjny: poskromienie akcjonariusza dominującego**

W każdej funkcjonującej spółce na rynku dochodzi do krzyżowania się celów społecznych, gospodarczych i jednostkowych, które dotyczą poszczególnych grup interesariuszy tworzących zarówno wewnętrzne struktury spółki, jak i jej

<sup>31</sup> M. Jerzemowska, op. cit., s. 39.

<sup>32</sup> I. Postuła, op. cit., s. 65.

<sup>33</sup> M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the firm. Managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, „Journal of Financial Economics” 1997, nr 3, s. 5.

<sup>34</sup> O. Hart, *Corporate governance. Some theory and implications*, „The Economic Journal” 1995, nr 105, s. 679.

otoczenie<sup>35</sup>. Zgodnie z tym kryterium można wyróżnić następujące grupy interesów: wewnętrzne i zewnętrzne. Do pierwszej grupy zalicza się: kierownictwo, pracowników, związki zawodowe. W drugiej grupie można wyróżnić: dostawców, odbiorców, kredytodawców, konkurentów, inwestorów oraz akcjonariuszy większościowych i mniejszościowych<sup>36</sup>.

By spółka osiągnęła sukces poprzez budowanie polityki strategicznej, powinna wziąć pod uwagę katalog priorytetów, który uwzględni charakter gospodarki, obowiązujące normy prawne, system nagradzania i motywowania pracowników, strukturę akcjonariatu oraz możliwość sprawowania nadzoru<sup>37</sup>. Z badań przeprowadzonych przez J. Jeżaka i L. Bohdanowicza wynika, że największym wpływem na decyzje podejmowane przez zarząd spółki dysponują kapitałodawcy, w szczególności akcjonariusze większościowi. Posiadają oni silniejszą pozycję z powodu zaangażowania znacznych zasobów kapitałowych, która może prowadzić do nadużyć kosztem pozostałych grup<sup>38</sup>. Do najsłabszej grupy można zaliczyć akcjonariuszy mniejszościowych, których dotyczy zjawisko asymetrii informacji lub racjonalnej apatii<sup>39</sup>.

Ze względu na dużą liczbę podmiotów zaangażowanych w funkcjonowanie spółki może dochodzić do konfliktów między np. interesem spółki a akcjonariatem większościowym i mniejszościowym oraz bezpośrednio między nimi. Trzeba zaznaczyć także, że interes spółki nie powinien być utożsamiany z interesem akcjonariusza większościowego czy ochroną interesów akcjonariusza mniejszościowego, ponieważ obie grupy kierują się własnymi priorytetami, co nie zawsze jest jednoznaczne z dobrem danej spółki.

Relacje agencyjne w spółkach decydują o pozycji akcjonariuszy mniejszościowych. Mogą one występować w formie własności rozproszonej oraz własności skoncentrowanej (tabela 1).

Przy rozproszonej własności akcjonariusze posiadający niewielkie pakiety akcji nie są w stanie kontrolować decyzji menedżerów, wykorzystując prawo głosu na walnym zgromadzeniu. Z tego powodu menedżerowie za najważniejsze uważają realizację własnych interesów kosztem interesów akcjonariuszy<sup>40</sup>.

<sup>35</sup> J. Engelhard, *Ekonomika przedsiębiorstw*, CeDeWu.pl, Warszawa 2011, s. 31.

<sup>36</sup> T. Gołębiowski, *Zarządzanie strategiczne. Planowanie i kontrola*, Difin, Warszawa 2008, s. 105.

<sup>37</sup> J. Jeżak, *Lad korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 230.

<sup>38</sup> J. Jeżak, L. Bohdanowicz, *Struktura i formy sprawowania władzy w spółkach akcyjnych w ocenie przewodniczących rad nadzorczych badanych spółek*, w: *Struktura i formy sprawowania władzy w spółkach kapitałowych*, część II, rozdz. 2, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005, s. 102.

<sup>39</sup> M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka, *Corporate Governance*, Wolters Kluwer Polska, Kraków 2006, s. 26.

<sup>40</sup> W. Popławski, *Akcyjniarze mniejszościowi i ich pozycja na rynku kapitałowym*, „Organizacja i Kierowanie” 2003, nr 1, s. 59.

Tabela 1. Rodzaj struktury własnościowej a charakter relacji agencyjnych w spółkach

Wyszczególnienie	Własność	
	Rozproszona	Skoncentrowana
Model nadzoru korporacyjnego	otwarty ( <i>outsider system</i> )	zamknięty ( <i>insider system</i> )
Miejsce (kraj) występowania	Wielka Brytania, Stany Zjednoczone, Australia	większość krajów Europy Zachodniej, np. Francja, Niemcy, Polska
Charakter relacji agencyjnych	relacje agencyjne na linii: akcjonariusze – menedżerowie	relacje agencyjne na linii: akcjonariusze mniejszościowi – dominujący akcjonariusz (i lojalni wobec niego menedżerowie)

Źródło: A. Szewc-Rogalska, *Kierunki ograniczania nierówności wśród akcjonariuszy spółek giełdowych*, w: *Nierówności społeczne a wzrost gospodarczy. Gospodarka oparta na wiedzy*, red. M.G. Woźniak, Wyd. Uniwersytetu Rzeszowskiego, Rzeszów 2007, z. 11, s. 581-590.

W warunkach skoncentrowanej własności problem ten pojawia się na linii: dominujący akcjonariusz – akcjonariusz mniejszościowy. Jak wynika z badań, najwyższa skłonność do przekazywania informacji występuje w spółkach z dużym akcjonariatem większościowym (niewielki udział akcjonariatu rozproszonego)<sup>41</sup>. Dominujący akcjonariusz dysponuje o wiele lepszym od innych dostępem do informacji oraz możliwością obsadzania kluczowych stanowisk w spółce, przez co może czerpać prywatne korzyści z kontroli<sup>42</sup>. W wyniku tego pozycja akcjonariuszy mniejszościowych w spółce jest zagrożona, w szczególności gdy występuje zwiększanie się rozdzielania własności i kontroli poprzez wykorzystanie przez akcjonariuszy dominujących specjalnych mechanizmów prawnych, np. akcji uprzywilejowanych co do głosu. Akcjonariusze ci ze względu na uprzywilejowaną pozycję w spółce osiągają nieproporcjonalnie większe korzyści, niż wynika to z przysługujących im praw własności<sup>43</sup>. Przyczyną rozdzielania własności od kontroli jest w tym wypadku znaczna liczba rozdrobnionych akcjonariuszy, którzy nie komunikują się między sobą, nie mając realnego wpływu na działania podejmowane przez spółkę<sup>44</sup>.

Prawa akcjonariuszy mniejszościowych powinny być chronione, zgodnie z zasadą obowiązującą w spółce akcyjnej, tj. zasadą rządów większości. Zasada ta wynika z zagwarantowania spółce sprawniejszego podejmowania decyzji, co byłoby

<sup>41</sup> A. Blajer-Gołębiwska, *Asymetria informacji w obszarze nadzoru korporacyjnego a wyniki ekonomiczne spółek giełdowych*, „Master of Business Administration” 2010, nr 3(104), s. 40.

<sup>42</sup> L. Zingales, *The value of the voting right. A study of the Milan stock exchange experience*, „The Review of Financial Studies” 1994, nr 1, s. 125-148.

<sup>43</sup> A. Szewc-Rogalska, *Kierunki ograniczania nierówności wśród akcjonariuszy spółek giełdowych*, w: *Nierówności społeczne a wzrost gospodarczy. Gospodarka oparta na wiedzy*, red. M.G. Woźniak, Wyd. Uniwersytetu Rzeszowskiego, Rzeszów 2007, z. 11.

<sup>44</sup> J. Jeżak, *Struktura i formy sprawowania władzy w spółkach kapitałowych*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005, s. 20.

niemożliwe w sytuacji kierowania się zasadą jednomyślności<sup>45</sup>. Zasada ta chroni interes spółki przed celowym blokowaniem przez poszczególnych udziałowców podejmowania uchwał przy wymaganej jednomyślności. Patrząc z drugiej strony, powoduje ona, że akcjonariusz większościowy ma decydujący wpływ na realizację polityki prowadzonej przez spółkę, realizując przy tym własne interesy kosztem akcjonariuszy mniejszościowych. Akcjonariusze nie mają jednakowej pozycji, co jest niezgodne z zapisem w kodeksie o jednakowym traktowaniu akcjonariuszy w takich samych okolicznościach. Tak więc prawa, jakim podlegają, zależą od dysponowanej przez nich liczby akcji. Można mówić tu o zasadzie proporcjonalności, gdyż zakres praw jest uzależniony od zaangażowanego kapitału, jednak nie może to być powodem do dyskryminowania drobnych akcjonariuszy.

Do form naruszeń praw akcjonariuszy mniejszościowych należy zaliczyć: ukrywanie przed nimi istotnych informacji, przejęcie kontroli nad spółką bez wykupienia akcjonariuszy mniejszościowych, zaniżanie cen akcjonariuszom mniejszościowym po nabyciu pakietu kontrolnego podczas wykupu spółki, utrudnianie wykonywania praw akcjonariuszy mniejszościowych poprzez zmiany terminu walnego zgromadzenia, przesuwanie terminu obrad czy też kwestionowanie prawa głosu<sup>46</sup>.

Czerpanie osobistych korzyści przez dominujących akcjonariuszy oraz naruszanie praw akcjonariuszy mniejszościowych nosi nazwę tunelowania. Może ono przybierać następujące formy<sup>47</sup>:

- niekorzystne dla spółki ceny transferowe większościowy akcjonariusz przenosi zasoby, jednocześnie kontrolując transakcje danej spółki z innymi podmiotami, które są jego własnością,
- powiększanie swojego udziału w spółce poprzez emisje uprzywilejowane rozwadniające udziały pozostałych akcjonariuszy,
- wykorzystywanie informacji poufnych podczas przeprowadzania transakcji finansowych,
- emisje akcji dla zaprzyjaźnionych podmiotów,
- promowanie krewnych,
- preferowanie nadmiernego rozrostu korporacji, większego niż wynikałoby to z rachunku ekonomicznego.

Aby chronić interesy akcjonariuszy mniejszościowych należy określić właściwe ramy działania akcjonariatu większościowego<sup>48</sup>. Śledząc przepisy zawarte

---

<sup>45</sup> J. Okolski, D. Wajda, *Rządy większości a ochrona akcjonariuszy mniejszościowych*, „Przeгляд Prawa Handlowego”, czerwiec 2005, s. 4-5.

<sup>46</sup> M. Dzierżanowski, *Ewolucja struktury własności i kontroli polskich korporacji – obraz modelu polskiego rynku kapitałowego i systemu corporate governance*, IBnGR, Gdańsk 2002.

<sup>47</sup> A. Shleifer, R. Vishny, op. cit., s. 737-783.

<sup>48</sup> D. Wajda, *Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych w kodeksie spółek handlowych*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2007, s. 11.

w kodeksie spółek handlowych dotyczące ochrony mniejszościowych akcjonariuszy, można zauważyć, że brak jest zasad, które chroniłyby akcjonariuszy mniejszościowych, jednak istnieją zasady ograniczające działania akcjonariuszy większościowych, co pośrednio wpływa na akcjonariat mniejszościowy. Trzeba także zwrócić uwagę, że zapewnienie bezpieczeństwa interesów akcjonariuszy mniejszościowych nie powinno wpływać na interesy spółki oraz interesy akcjonariuszy dominujących. Pojedynczy akcjonariusz nie może także nadużywać swoich uprawnień, które mogłyby utrudniać prawidłowe funkcjonowanie spółki lub służyć do realizacji własnych korzyści majątkowych<sup>49</sup>.

Analizując dostępną literaturę, należy określić kierunki działań, które pozwolą dążyć do poprawy interesów oraz zwiększenia praw akcjonariuszy mniejszościowych<sup>50</sup>:

- polepszenie przejrzystości informacyjnej spółek,
- stworzenie rynkowych mechanizmów mających na celu poprawę standardów nadzoru korporacyjnego w postaci kodeksów dobrych praktyk i rankingów,
- dostęp akcjonariuszy mniejszościowych do przejrzystych informacji dotyczących dominujących akcjonariuszy i zarządu, poziomu i składników wynagrodzeń menedżerów<sup>51</sup>, struktury własności i kontroli,
- reforma prawa i stworzenie efektywnego mechanizmu jego egzekucji,
- możliwość zaskarżania przez akcjonariuszy mniejszościowych uchwał walnego zgromadzenia podjętych przez akcjonariuszy większościowych<sup>52</sup>,
- opracowanie i wprowadzenie bardziej skutecznych systemów motywowania organów spółki do dbania o interesy akcjonariuszy poprzez wzrost efektywności spółek, szczególnie w długim okresie. S. Rudolf i inni wskazują, że system ten powinien zwiększyć zaangażowanie rad w sprawy spółki i poprawić jej efektywność. W związku z tym system premiowania powinien być powiązany z okresem kadencji czy też wartością rynkową spółki<sup>53</sup> i powodować:
  - zwiększenie efektywności funkcjonowania mechanizmów nadzoru korporacyjnego,
  - zwiększenie aktywności akcjonariuszy, np. poprzez organizacje zrzeszające akcjonariuszy indywidualnych,
  - powołanie wyspecjalizowanych pełnomocników reprezentujących interesy akcjonariuszy mniejszościowych na walnym zgromadzeniu.

<sup>49</sup> P. Tamowicz, M. Dierżanowski, *Własność i kontrola polskich korporacji. Ewolucja struktur własnościowo-kontrolnych*, IBnGR, Gdańsk 2002, s. 4.

<sup>50</sup> A. Szewc-Rogalska, op. cit., s. 584-588.

<sup>51</sup> P. Urbanek, *Wynagrodzenia menedżerów a transparentność informacji – zalecenia i praktyka*, s. 103-122, w: *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, red. S. Rudolf, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004.

<sup>52</sup> J. Okolski, D. Wajda, op. cit., s. 4-9.

<sup>53</sup> S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos, P. Urbanek, *Efektywny nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002, s. 225.

Można także ograniczyć swobodę realizowania przez menedżerów prywatnych celów oraz ograniczyć podejmowanie działań niezgodnych z interesem przedsiębiorstwa. Do mechanizmów takich należą: bezpośredni nadzór sprawowany przez aktywnych właścicieli, system wynagradzania menedżerów oraz informacje płynące z rynku kapitałowego. Wyniki badań wykazały, że w prywatnych przedsiębiorstwach rozwiązanie problemów nadzoru korporacyjnego w większości zależy od możliwości zastąpienia mniej skutecznych menedżerów innymi, a nie od bodźców, za pomocą których właściciele mogą motywować menedżerów do pożądanых zachowań<sup>54</sup>.

## 5. Zakończenie

Zasady nadzoru korporacyjnego mają za zadanie łagodzenie konfliktów interesów, jakie powstają między interesami akcjonariuszy a interesami spółki, a także pomiędzy akcjonariuszami mniejszościowymi i akcjonariuszami większościowymi. Istotne jest, aby wszystkie grupy zaangażowane w funkcjonowanie spółki współdziałały ze sobą, realizując przyjętą przez spółkę strategię. Dlatego niezmiernie ważne jest znalezienie kompromisu pomiędzy interesami wszystkich grup w celu prawidłowego funkcjonowania spółki i wypracowania przyjaznych relacji pomiędzy poszczególnymi grupami. Analiza problemów dotyczących nadzoru korporacyjnego wykazała niedostateczną ochronę interesariuszy oraz nieprzestrzeganie praw akcjonariuszy mniejszościowych, którzy nie są w stanie wpłynąć na losy danej spółki. Analiza definicji nadzoru korporacyjnego dowiodła niejednoznaczności rozumienia tego pojęcia. Jednym z wyzwań dla badawczy problemu nadzoru korporacyjnego jest stworzenie oraz rozwój właściwych ram koncepcyjnych nadzoru korporacyjnego, które będą w stanie zapewnić uzyskanie korzyści wynikających z bezpośredniego monitorowania spółek przez akcjonariuszy, skuteczne przeciwdziałanie uzyskiwaniu przez akcjonariuszy nadmiernych korzyści kosztem pozostałych grup udziałowych spółki oraz ochronę akcjonariuszy mniejszościowych. Działania te mogą dotyczyć poprawy przejrzystości informacyjnej spółek, poprawy mechanizmów nadzoru korporacyjnego czy też reformy istniejącego prawa.

## Literatura

Allen F., Zhao M., *The Corporate Governance Model of Japan: Shareholders Are not Rulers*, <http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/Japan-Corporate-Governance.pdf> [19.11.2013].

<sup>54</sup> A. Wojtyła, *Rola prywatyzacji w procesie transformacji – nowe kierunki badań*, „Gospodarka Narodowa” 1999, nr 4, s. 11.



- Aluchna M., *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2007.
- Berle A., Means G., *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, Nowy Jork 1932.
- Blajer-Gołębiowska A., *Asymetria informacji w obszarze nadzoru korporacyjnego a wyniki ekonomiczne spółek giełdowych*, „Master of Business Administration” 2010, nr 3(104).
- Borowiecki R., Jaki A., Misiołek K., Rojek T., *Nadzór korporacyjny w procesie kreowania wartości i rozwoju przedsiębiorstwa*, Wyd. Abrys, Kraków 2005.
- Brenner S., Coachran P., *The Stakeholder Theory and the Firm: Implications for Business and Society Theory and Research*, IABS Proceedings 1991.
- Cadbury A., *What are the trends in corporate governance? How will they impact your company?* „Long Range Planning” 1999, nr 1.
- Cejmer M., Napierała J., Sójka T., *Corporate Governance*, Wolters Kluwer Polska, Kraków 2006.
- Cobbaut J., Lenoble J., *Corporate Governance: An Institutional Approach*, Haga – Londyn – Nowy Jork 2003.
- Dzierżanowski M., *Ewolucja struktury własności i kontroli polskich korporacji – obraz modelu polskiego rynku kapitałowego i systemu corporate governance*, IBnGR, Gdańsk 2002.
- Eisenhardt K.M., *Agency theory: An assesment and review*, „Academy Management Review 1989”, t. 14, nr 1.
- Engelhard J., *Ekonomika przedsiębiorstw*, CeDeWu.pl, Warszawa 2011.
- Fligstein N., Freeland R., *Theoretical and comparative perspectives on corporate organization*, „Annual Review Sociology” 1995.
- Gołębiwski T., *Zarządzanie strategiczne. Planowanie i kontrola*, Difin, Warszawa 2008
- Hart O., *Corporate governance. Some theory and implications*, „The Economic Journal” 1995, nr 105.
- Jensen M.C., Meckling W.H., *Theory of the firm. Managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, „Journal of Financial Economics” 1997, nr 3.
- Jerzemska M., *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002.
- Jeżak J., *Struktura i formy sprawowania władzy w spółkach kapitałowych*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005.
- Jeżak J., *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Jeżak J., Bohdanowicz L., *Struktura i formy sprawowania władzy w spółkach akcyjnych w ocenie przewodniczących rad nadzorczych badanych spółek*, w: *Struktura i formy sprawowania władzy w spółkach kapitałowych*, część II, rozdz. 2, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005.
- Klimkowski C., *Znaczenie założeń behawioralnych ekonomii*, „Ekonomista” 2002, nr 6.
- Lis K., Sterniczuk H., *Nadzór korporacyjny*, cyt. za Davis A., *A strategic Approach to Corporate Governance*, Gover Publishing, Hampshire 1999, s. VII.
- Monks R.A.G., Minow N., *Watching the Watchers: Corporate Governance for the 21<sup>st</sup> Century*, Blacwell Publishers, Cambridge 1996.
- Nogalski B., *Nadzór nad przedsiębiorstwem i grupą kapitałową*, w: S. Borkowska i in., *Dobra gospodarka*, Wyd. WSPiZ im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2006.
- OECD Principles of Corporate Governance, Meeting of the OECD Council at Ministerial Level, OECD, Paris 1999.
- Okolski J., Wajda D., *Rządy większości a ochrona akcjonariuszy mniejszościowych*, „Przegląd Prawa Handlowego”, czerwiec 2005.
- Popławski W., *Akcjonariusze mniejszościowi i ich pozycja na rynku kapitałowym*, „Organizacja i Kierowanie” 2003, nr 1.
- Postuła I., *Nadzór korporacyjny w spółkach Skarbu Państwa*, w: *Ład korporacyjny. Podręczniki akademickie*, red. D. Dobija, I. Koładkiewicz, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011.
- Postuła I., *Nadzór korporacyjny w spółkach Skarbu Państwa*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2013.

- Recent Advances in Corporate Finance*, red. E. Altman, M.G. Subrahmanyam, Homewood 1985.
- Rudolf S., Janusz T., Stos D., Urbanek P., *Efektywny nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002.
- Rudolf S., *Od nadzoru właścicielskiego do nadzoru korporacyjnego. Ewolucja polskiego systemu nadzoru*, w: S. Borkowska i in., *Dobra gospodarka*, Wyd. WSPiZ im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2006.
- Shleifer A., Vishny R., *A survey of corporate governance*, „Journal of Finance” 1997, nr 52(2).
- Simon H.A., *Administrative Behavior*, wyd. 2, Macmillan, Nowy Jork 1976, wyd. pol. *Działanie administracji*, PWN, Warszawa 1976.
- Słomka-Gołębiowska A., *Corporate governance. Banki na straży efektywności przedsiębiorstw*, CeDeWu, Warszawa 2006,
- Smith A., *An Enquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Random House, Nowy Jork 1937.
- Szewc-Rogalska A., *Kierunki ograniczania nierówności wśród akcjonariuszy spółek giełdowych*, w: *Nierówności społeczne a wzrost gospodarczy. Gospodarka oparta na wiedzy*, red. M.G. Woźniak, Wyd. Uniwersytetu Rzeszowskiego, Rzeszów 2007, z. 11.
- Tamowicz P., Dierżanowski M., *Własność i kontrola polskich korporacji. Ewolucja struktur własnościowo-kontrolnych*, IBnGR, Gdańsk 2002.
- Urbanek P., *Wynagrodzenia menedżerów a transparentność informacji – zalecenia i praktyka*, w: *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, red. S. Rudolf, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004.
- Wajda D., *Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych w kodeksie spółek handlowych*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2007.
- Wojtyła A., *Rola prywatyzacji w procesie transformacji – nowe kierunki badań*, „Gospodarka Narodowa” 1999, nr 4.
- Zingales L., *Corporate governance*, w: *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, red. P. Newman, Macmillan Reference, Londyn 1998.
- Zingales L., *The value of the voting right. A study of the Milan stock exchange experience*, „The Review of Financial Studies” 1994, nr 1.

## A Study of the Fundamental Problems of Corporate Governance

**Summary.** In recent years, interest in corporate governance has been increasing worldwide. This is mainly due to a large number of irregularities in the performance of business organizations, and to the inefficient exercise of corporate governance. An important goal of governance is to ensure the company’s effectiveness by protecting investors and stakeholders, and by addressing abuses by any of the major shareholders or managers. This article discusses the problems arising in the relations between shareholders and senior executives as well as among the shareholders themselves. It also highlights differences between the definitions of corporate governance provided by specific authors.

**Keywords:** corporate governance, agency costs, minority shareholder, managers



## Gracjan Chrobak

Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu  
Wydział Zamiejscowy w Chorzowie  
e-mail: gracch@poczta.onet.pl  
tel. 512 616 632

# Warunki przejęcia własnych udziałów i akcji przez spółki kapitałowe dla potrzeb ich umorzenia

**Streszczenie.** Kapitały pełnią szczególną rolę w jednostce, będąc źródłem finansowania jej aktywów. Konieczność ich zwrotu implikuje podział na kapitały własne, występujące tradycyjnie w postaci instrumentów kapitałowych, zaangażowane w jednostce bezterminowo i kapitały obce, rozumiane jako zobowiązania wymagające spłaty w określonym czasie<sup>1</sup>. Co do zasady własne instrumenty kapitałowe nie są przedmiotem transakcji pomiędzy spółką a jej właścicielami. Regulacje prawne wielu państw coraz częściej jednak przewidują odstępstwa od tej reguły, dając możliwość przeprowadzenia takiej operacji w ściśle określonych sytuacjach. Jedną z nich jest umorzenie.

**Słowa kluczowe:** umorzenie, kapitał własny, instrumenty finansowe, udziały, akcje, udziałowcy, akcjonariusze

## 1. Wstęp

„Bezwrotny” charakter własnych źródeł finansowania majątku oznacza dla przedsiębiorstwa bezpieczeństwo prowadzenia konkretnej działalności gospodarczej, zwłaszcza w początkowej fazie jego istnienia. W dalszej kolejności wypracowany zysk zwiększa poziom kapitału własnego, a rosnący stopień zaufania wierzycieli do podmiotu poprawia perspektywy wykorzystania źródeł finansowania pochodzących spoza jednostki.

---

<sup>1</sup> Por. ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, tekst jedn. Dz.U. z 2013 r., poz. 330.

Rozmiary kapitału własnego mogą podlegać wahaniom – zarówno zwiększeniom, jak i zmniejszeniom. Po stronie zmniejszeń dopuszczoną prawnie możliwością jest umorzenie własnych udziałów (akcji) w określonych warunkach.

Celem artykułu było omówienie obowiązujących przepisów prawa w zakresie warunków nabycia własnych udziałów i akcji przez spółki kapitałowe dla potrzeb ich umorzenia. Pokazano także sposoby ewidencji tego faktu w księgach rachunkowych jednostki.

Główną tezę artykułu stanowi stwierdzenie, że zabieg umorzenia instrumentów kapitałowych o charakterze własnościowym prowadzi do ustalenia nowego poziomu równowagi pomiędzy zasobami przedsiębiorstwa i źródłami ich pochodzenia, urealnienia wartości kapitału własnego i jego składowych. W dalszej perspektywie unicestwienie objętych udziałów (akcji) może korzystnie oddziaływać na jego wysokość, zwłaszcza w odniesieniu do spółek giełdowych.

## 2. Pojęcie instrumentów kapitałowych i przesłanki ich nabycia

Kategoria instrumentów kapitałowych pojawia się w ustawie o rachunkowości. I tak na mocy art. 3 ust. 1 pkt 26 przez instrumenty kapitałowe rozumie się kontrakty określające prawo do majątku spółki, pozostałego po zaspokojeniu lub zabezpieczeniu wszystkich wierzycieli, a także zobowiązanie się jednostki do wyemitowania lub dostarczenia własnych instrumentów kapitałowych<sup>2</sup>. Wynika stąd, że instrumenty kapitałowe są świadectwem (dowodem) pozyskania przez właścicieli kapitału praw do części majątku spółki, w sytuacji gdy roszczenia wierzycieli zostaną zabezpieczone<sup>3</sup>. Poświadczają też „transfer” własności kapitału poza krąg dotychczasowych udziałowców<sup>4</sup>.

Użyty atrybut „własny” na określenie instrumentu kapitałowego ma oznaczać przejęcie wydanych przez samą spółkę udziałów i (lub) akcji z rąk ich posiadaczy. W tym sensie spółka staje się niejako dłużnikiem wobec swoich współników bądź akcjonariuszy.

<sup>2</sup> Por. ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, tekst jedn. Dz.U. z 2013 r., poz. 330.

<sup>3</sup> W literaturze rachunkowości mowa o aktywach netto odpowiadających wartościowo kapitałowi własnemu, zob. art. 3 ust. 1 pkt 29 ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, tekst jedn. Dz.U. z 2013 r., poz. 330.

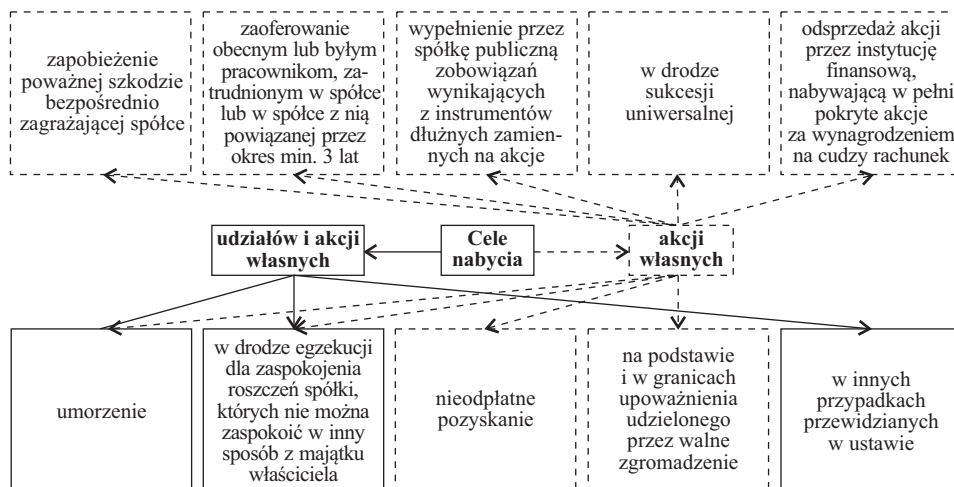
<sup>4</sup> Zgodnie z OS31 pkt b instrumentem kapitałowym jest wbudowana opcja zamiany zobowiązania na udziały/akcje własne emitenta, zob. rozporządzenie Komisji Europejskiej (WE) nr 1126/2008 z dnia 3 listopada 2008 r. przyjmujące określone międzynarodowe standardy rachunkowości zgodnie z rozporządzeniem (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady, Dz.Urz. UE 29.11.2008, L. 320/193, [www.finance.mf.gov.pl/documents/764034/1002221/20120911\\_30\\_rozporzadzenie\\_1126.2008.pdf](http://www.finance.mf.gov.pl/documents/764034/1002221/20120911_30_rozporzadzenie_1126.2008.pdf) [12.11.2013].

Informację o nabyciu akcji (udziałów) własnych można odnaleźć w elementach sprawozdania finansowego. I tak zgodnie z art. 49 ust. 2 pkt 5 ustawy o rachunkowości sprawozdanie z działalności jednostki powinno obejmować istotne informacje o stanie majątkowym i sytuacji finansowej, w tym ocenę uzyskiwanych efektów oraz wskazanie czynników ryzyka i opis zagrożeń, m.in. informacje o nabyciu udziałów (akcji) własnych, a w szczególności celu ich nabycia<sup>5</sup>.

Podobne uregulowania wprowadzają standardy międzynarodowe. I tak na mocy MSR 1 § 76 jednostka powinna ujawnić dla każdej grupy kapitału podstawowego udziały/akcje własne jednostki pozostające w jej posiadaniu lub w posiadaniu jednostek zależnych lub stowarzyszonych w bilansie lub w informacji dodatkowej<sup>6</sup>.

Zakres wyjątków i towarzyszących im wymogów w odniesieniu do procedury nabywania własnych instrumentów kapitałowych zdaje się uzależniony od skali prowadzonej działalności.

Schemat 1. Cele nabycia instrumentów kapitałowych w spółce z o.o. i spółce akcyjnej



Źródło: opracowanie własne na podstawie art. 200 § 1, art. 362 § 1 ustawy z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, tekst jedn. Dz.U. z 2013 r., poz. 1030.

W spółce z ograniczoną odpowiedzialnością mamy trzy wyjątki od zakazu nabywania i przyjmowania w zastaw własnych udziałów przez spółkę lub spółkę

<sup>5</sup> Por. ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, tekst jedn. Dz.U. z 2013 r., poz. 330.

<sup>6</sup> Zob. szerzej na ten temat: rozporządzenie Komisji Europejskiej (WE) nr 1126/2008 z dnia 3 listopada 2008 r. przyjmujące określone międzynarodowe standardy rachunkowości zgodnie z rozporządzeniem (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady, Dz.Urz. UE 29.11.2008, L. 320/14, [www.finanse.mf.gov.pl/documents/764034/1002221/20120911\\_30\\_rozporzadzenie\\_1126.2008.pdf](http://www.finanse.mf.gov.pl/documents/764034/1002221/20120911_30_rozporzadzenie_1126.2008.pdf) [12.11.2013].

zależną. W przypadku spółki akcyjnej zakres wyłączeń od zakazu obejmowania własnych instrumentów kapitałowych ulega rozszerzeniu.

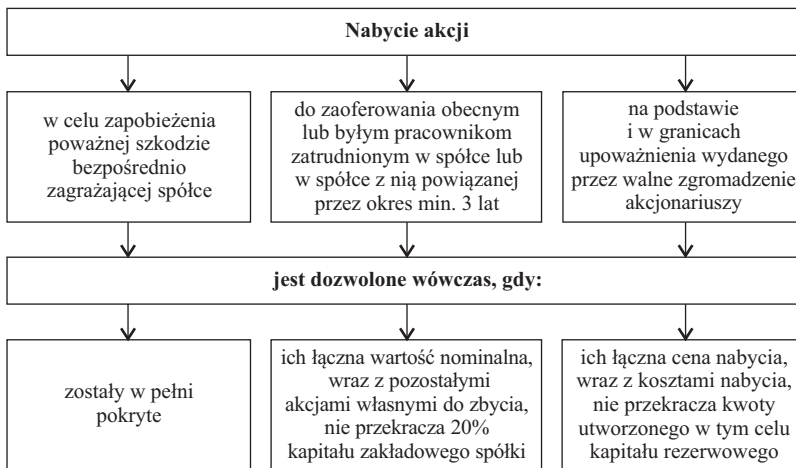
Cele nabycia instrumentów kapitałowych w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością i spółce akcyjnej ujawnia schemat 1.

Wynika stąd, że wspólny horyzont przejścia papierów wartościowych w obu typach spółek wytyczają umorzenie, nabycie w drodze egzekucji dla zaspokojenia roszczeń spółki, których nie można zaspokoić w inny sposób z majątku wspólnika i/lub akcjonariusza, oraz inne okoliczności przewidziane w ustawie<sup>7</sup>. W pozostałych przypadkach mowa o warunkach przejścia akcji własnych w spółkach akcyjnych.

## 2.1. Szczególne uwarunkowania nabycia akcji własnych

Kodeks spółek handlowych wprowadza dodatkowe obostrzenia towarzyszące nabyciu akcji własnych. Stąd w sytuacji odpłatnego pozyskania akcji przez spółkę ze względów prewencyjnych, mających ustrzec ją przed negatywnymi zjawiskami w przyszłości, w przypadku zaoferowania ich obecnym lub byłym pracownikom oraz nabycia akcji na podstawie i w granicach upoważnienia udzielonego przez walne zgromadzenie oczekuje się, że<sup>8</sup>:

Schemat 2. Specyfika nabycia akcji własnych w niektórych przypadkach



Źródło: opracowanie własne na podstawie art. 362 § 2 ustawy z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, tekst jedn. Dz.U. z 2013 r., poz. 1030.

<sup>7</sup> Na schemacie 1 cele wspólne zapisano w prostokątach oznaczonych ciągłą linią.

<sup>8</sup> Por. art. 362 § 2 ustawy z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, tekst jedn. Dz.U. z 2013 r., poz. 1030.

- 1) nabyte akcje zostały w pełni pokryte,
- 2) łączna wartość nominalna nabytych akcji nie przekracza 20% kapitału zakładowego spółki, uwzględniając w tym również wartość nominalną pozostałych akcji własnych, które nie zostały przez spółkę zbyte,
- 3) łączna cena nabycia akcji własnych, powiększona o koszty ich nabycia, nie jest wyższa od kapitału rezerwowego utworzonego w tym celu.

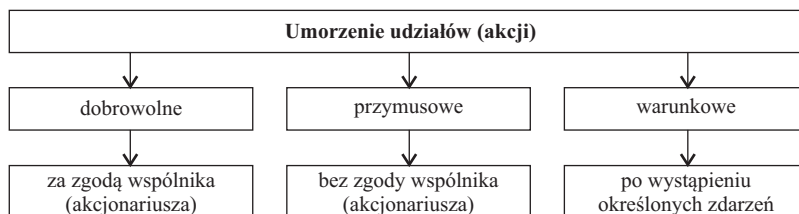
Jak widać, nabycie akcji własnych w wyżej wymienionych okolicznościach wymaga utworzenia kapitału rezerwowego<sup>9</sup>. Jego wysokość nie może być niższa od ceny nabycia akcji własnych<sup>10</sup>. Sytuację tę prezentuje schemat 2.

### **3. Pojęcie i procedura umorzenia własnych instrumentów kapitałowych w razie przekroczenia terminów ustawowych**

Przejęte przez spółkę udziały lub akcje mogą ulec umorzeniu. Umorzenie papierów wartościowych oznacza unicestwienie praw wynikających z posiadania instrumentów kapitałowych jednostki bez unieważnienia treści samego dokumentu. Fizyczne unicestwienie wiąże się z uniemożliwieniem ich ponownego wprowadzenia do obiegu<sup>11</sup>.

Mając na względzie charakter umorzenia udziałów (akcji), można dokonać podziału na dobrowolne, przymusowe i warunkowe. Typologię umorzenia ujawnia schemat 3.

Schemat 3. Rodzaje umorzenia udziałów (akcji) w spółkach kapitałowych



Źródło: opracowanie własne na podstawie art. 199 § 1 i 4 oraz art. 359 § 1 i 6 ustawy z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, tekst jedn. Dz.U. z 2013 r., poz. 1030.

<sup>9</sup> Takie podejście wydaje się podyktowane troską o to, aby nie uległ uszczupleniu kapitał własny zgromadzony w innych celach niż dla potrzeb umorzenia.

<sup>10</sup> Por. D. Kania, E. Dreliszak, *Zestawienie zmian w kapitale własnym*, ODDK, Gdańsk 2003, s. 30.

<sup>11</sup> Por. M. Mucharski, *Umorzenie akcji – jakie są przyczyny i skutki?*, <http://prawo.money.pl/aktualnosc/okiem-eksperta/artukul/umorzenie;akcji;-jakie;sa;przyczyny;i;skutki,105,0,698985.html> [6.11.2013].

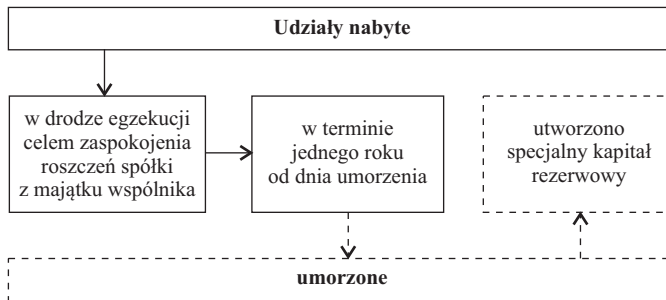
Umorzenie dobrowolne odbywa się za zgodą wspólnika (akcjonariusza), przymusowe dokonuje się bez jego akceptacji, a umorzenie warunkowe następuje z chwilą wystąpienia określonych zdarzeń. To ostatnie nabiera cech umorzenia przymusowego<sup>12</sup>. Oprócz umorzenia przymusowego kodeks spółek handlowych dopuszcza również możliwość wykluczenia wspólnika ze spółki<sup>13</sup>.

Umorzenie instrumentów kapitałowych wiąże się co do zasady z obniżeniem kapitału zakładowego. Tak jest w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością i spółce akcyjnej. W spółce z o.o. umorzenia udziałów może dokonać się z kwoty czystego zysku<sup>14</sup>.

Umorzenie własnych udziałów i akcji drogą obniżenia kapitału zakładowego spółek kapitałowych wymaga ogłoszenia poprzez wezwanie ich wierzycieli do wniesienia sprzeciwu (lub roszczeń)<sup>15</sup> w terminie trzech miesięcy, licząc od dnia ogłoszenia, jeżeli nie zgadzają się na jego obniżenie<sup>16</sup>.

Z instytucją umorzenia wiąże się ściśle zagadnienie horyzontu czasowego zbycia instrumentów kapitałowych nabytych w określonych okolicznościach. Prawo przewiduje, że w razie niedotrzymania wymienionych terminów instrumenty kapitałowe winny zostać umorzone.

Schemat 4. Procedura zbycia własnych udziałów nabytych w drodze egzekucji przez spółkę z o.o.



Źródło: opracowanie własne na podstawie art. 200 § 2 ustawy z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, tekst jedn. Dz.U. z 2013 r., poz. 1030.

<sup>12</sup> Przymusowy tryb umorzenia własnych instrumentów kapitałowych wiąże się z wypłatą wynagrodzenia ich właścicielom.

<sup>13</sup> Zob. art. 266-269 ustawy z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, tekst jedn. Dz.U. z 2013 r., poz. 1030.

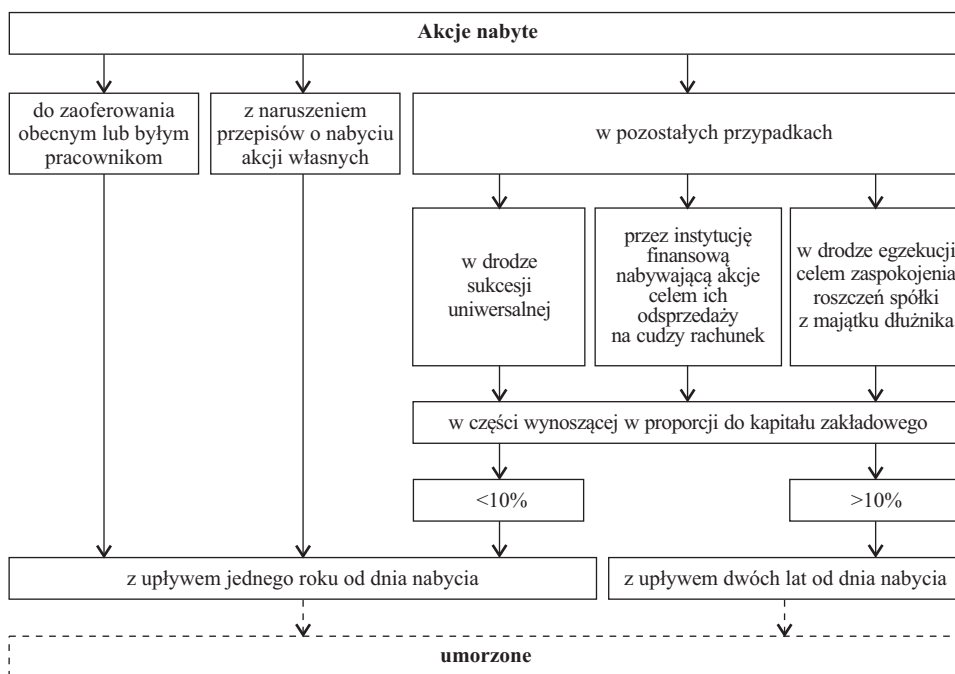
<sup>14</sup> To jest bez obniżenia kapitału zakładowego, zob. art. 199 § 6 i 7; art. 360 § 1 ustawy z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, tekst jedn. Dz.U. z 2013 r., poz. 1030.

<sup>15</sup> W stosunku do spółki akcyjnej.

<sup>16</sup> Zob. odstępstwa od wymogu ogłoszenia o umorzeniu udziałów i akcji drogą obniżenia kapitału zakładowego, art. 264 § 2; art. 360 § 2 ustawy z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, tekst jedn. Dz.U. z 2013 r., poz. 1030.

W odniesieniu do spółki z o.o. chodzi o udziały nabyte w drodze egzekucji celem zaspokojenia roszczeń spółki z majątku współnika. Jeśli nie zostaną one zbyte w ciągu roku od dnia ich nabycia, podlegają umorzeniu, o ile do czasu ich „zagospodarowania” utworzono (zablokowano) specjalny kapitał rezerwowy odpowiadający wartości nabycia udziałów własnych<sup>17</sup>. Pokazuje to schemat 4.

Schemat 5. Terminarz zbycia nabytych akcji własnych w spółce akcyjnej



Źródło: opracowanie własne na podstawie art. 363 § 3, 4 i 5 ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, tekst jedn. Dz.U. z 2013 r., poz. 1030.

W spółce akcyjnej mamy do czynienia z akcjami nabytymi w celu zaferowania ich obecnym lub byłym pracownikom, nabytymi z naruszeniem przepisów o nabyciu akcji własnych oraz w tzw. pozostałych przypadkach. Terminarz zbycia tych akcji zilustrowano na schemacie 5.

<sup>17</sup> Por. Z. Fedak, *Zasady wyceny aktywów i pasywów bilansu oraz ustalania wyniku finansowego*, „Rachunkowość” 2005: *Zamknięcie roku 2005 (wydanie specjalne)*, s. 107 i rozważania dotyczące szczególnych uwarunkowań nabycia akcji własnych, podrozdział 1.1.

#### 4. Zasady ewidencji księgowej udziałów (akcji) własnych

Zgodnie z MSR 32 „Instrumenty finansowe: ujawnianie i prezentacja”, jeśli jednostka nabywa własne instrumenty kapitałowe, to instrumenty te (nabyte udziały/akcje własne) odejmuje się od kapitału własnego. Nabycie, sprzedaż, emisja lub unicestwienie własnych instrumentów kapitałowych przez jednostkę nie powoduje ujęcia w wyniku finansowym jednostki żadnych zysków lub strat. Kwoty otrzymane lub zapłacone ujmują się bezpośrednio w kapitale własnym<sup>18</sup>.

W „Objaśnieniu stosowania”, będącym załącznikiem do MSR 32 „Instrumenty finansowe: ujawnianie i prezentacja”, czytamy, że własnych instrumentów kapitałowych jednostki nie zalicza się do aktywów finansowych, bez względu na przyczynę ich odkupienia. Podobnie ma się rzecz w przypadku, gdy jednostka posiada udziały w kapitale własnym, działając na rzecz innej osoby, na przykład instytucji finansowej, która w imieniu klienta weszła w posiadanie udziałów w kapitale własnym. Mowa wówczas o pośrednictwie, w związku z którym posiadanych udziałów/akcji własnych nie uwzględnia się w bilansie jednostki<sup>19</sup>.

W następstwie zbycia udziałów (akcji) własnych powstają różnice pomiędzy<sup>20</sup>:

- 1) wartością udziałów (akcji) wprowadzonych do ksiąg a ceną ich sprzedaży,
- 2) wartością udziałów (akcji) wprowadzonych do ksiąg a ich wartością nominalną podlegającą umorzeniu.

W przypadku umorzenia akcji własnych dodatnią różnicę między ich wartością nominalną a ceną nabycia należy odnieść na kapitał zapasowy. Ujemną różnicę należy ująć jako zmniejszenie kapitału zapasowego, a pozostałą część ujemnej różnicy, przewyższającą kapitał zapasowy, jako stratę z lat ubiegłych i opisać w informacji dodatkowej w sprawozdaniu finansowym za rok, w którym nastąpiło obniżenie kapitału zakładowego<sup>21</sup>.

<sup>18</sup> Por. MSR 32 § 33 rozporządzenia Komisji Europejskiej (WE) nr 1126/2008 z dnia 3 listopada 2008 r. przyjmujące określone międzynarodowe standardy rachunkowości zgodnie z rozporządzeniem (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady, Dz.Urz. UE 29.11.2008, L. 320/185, [www.finance.mf.gov.pl/documents/764034/1002221/20120911\\_30\\_rozporzadzenie\\_1126.2008.pdf](http://www.finance.mf.gov.pl/documents/764034/1002221/20120911_30_rozporzadzenie_1126.2008.pdf) [12.11.2013]; zob. też: *Rachunkowość i plan kont dla spółek kapitałowych po zmianie ustawy o rachunkowości i kodeksu spółek kapitałowych*, red. E. Jakubczyk-Cały, Difin, Warszawa 2001, s. 129 i 133.

<sup>19</sup> Por. OS 36, rozporządzenia Komisji Europejskiej (WE) nr 1126/2008 z dnia 3 listopada 2008 r. przyjmujące określone międzynarodowe standardy rachunkowości zgodnie z rozporządzeniem (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady, Dz.Urz. UE 29.11.2008, L. 320/193, [www.finance.mf.gov.pl/documents/764034/1002221/20120911\\_30\\_rozporzadzenie\\_1126.2008.pdf](http://www.finance.mf.gov.pl/documents/764034/1002221/20120911_30_rozporzadzenie_1126.2008.pdf) [12.11.2013].

<sup>20</sup> Por. *Sprawozdanie finansowe według polskich i międzynarodowych standardów rachunkowości*, red. G.K. Świdarska, W. Więclaw, Difin, Warszawa 2012, s. 391.

<sup>21</sup> Zob. art. 36a ust. 2 ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, tekst jedn. Dz.U. z 2013 r., poz. 330.



Na mocy art. 36a ust. 3 przepisy o umorzeniu akcji własnych mają zastosowanie również do umorzenia udziałów własnych spółki z ograniczoną odpowiedzialnością. Wyjątkiem jest umorzenie udziałów bez dokonywania obniżenia kapitału zakładowego w przypadku nabycia udziałów w drodze egzekucji. Wówczas ich wartość według ceny nabycia należy ująć jako zmniejszenie kapitału rezerwowego utworzonego w celu umorzenia<sup>22</sup>.

#### Przykład 1. Ewidencja umorzeń udziałów własnych w spółce z o.o.

Firma ALFA Sp. z o.o. w bieżącym roku nabyła własne udiały w liczbie 20 sztuk o wartości nominalnej 200 zł każdy i cenie nabycia według ich wartości księgowej 250 zł każdy celem ich umorzenia przymusowego, bez zgody współnika, drogą zmniejszenia kapitału zakładowego w wysokości 2000 zł i zysku lat ubiegłych w kwocie 3000 zł.

Zaksięguwać operacje gospodarcze związane z umorzeniem udziałów.

#### Ewidencja księgowa

Dt Środki trwałe Ct			Dt Kapital podstawowy Ct		Rozliczenie wyniku finansowego Dt Ct	
Sp. 50 000			3a) 2 000	50 000 Sp.	1) 10 000	30 000 Sp.
			2 000	50 000		
			Sk. 48 000			
			<b>50 000</b>	<b>50 000</b>		
Dt Kapital zapasowy Ct			Dt Rozrachunki ze współnikami Ct		Dt Udziały własne Ct	
3ba) 2 000	10 000 1)			5 000 2)	5 000	5 000 3)
3bb) 1 000						
3 000	10 000					
Sk. 7 000						
<b>10 000</b>	<b>10 000</b>					

Legenda: 1) przeznaczenie części zysku lat ubiegłych na kapitał zapasowy – 10 000 zł; 2) nabycie udziałów własnych w celu ich umorzenia po cenie nabycia wynoszącej 5000 zł (20 × 250); 3) powzięcie uchwały o umorzeniu kapitału zakładowego przez zarząd i dokonanie stosownego wpisu do krajowego rejestru sądowego: a) wartość nominalna umorzonych udziałów własnych drogą obniżenia kapitału zakładowego – 2000 zł (20 × 200), ba) przeznaczenie części kapitału zapasowego na umorzenie udziałów własnych (wartość nominalna) – 2000 zł, bb) nadwyżka ceny nabycia nad wartością nominalną udziałów – 1000 zł (5000 – 4000).

Źródło: Por. E. Dreliszak, D. Kania, *Zestawienie zmian w kapitale własnym*, ODDK, Gdańsk 2003, s. 138-139.

W spółce ALFA Sp. o.o. kapitał podstawowy w kwocie 50 000 zł stanowi główne źródło finansowania aktywów trwałych. Ten element kapitałów własnych

<sup>22</sup> Por. ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, tekst jedn. Dz.U. z 2013 r., poz 330; zob. schemat 4.

ulega powiększeniu o kapitał zapasowy<sup>23</sup> w wysokości 10 000 zł otrzymany z części zysku z lat ubiegłych zatwierdzonego przez uprawnionego do badania jednostki biegłego rewidenta.

Wskutek przymusowego charakteru umorzenia udziałów powstaje obowiązek zapłaty wynagrodzenia ich dotychczasowym posiadaczom w wysokości ceny nabycia. Przy braku sprzeciwu ze strony współników, na mocy stosownej uchwały, kapitał podstawowy i zapasowy ulegają obniżeniu o wartość nominalną umorzonych udziałów – każdorazowo o 2000 zł (op. 3a i 3ba). Dodatkowo kapitał zapasowy zmniejsza różnica pomiędzy ceną nabycia udziałów podlegających unicestwieniu a ich wartością nominalną w kwocie 1000 zł (op. 3bb). Ostatecznie ulega urealnieniu wysokość kapitałów własnych, wytyczając nowy punkt równowagi pokrycia aktywów po stronie własnych źródeł finansowania.

Przykład 2. Nabycie instrumentów kapitałowych w celu ich umorzenia w spółce akcyjnej

Firma BETA S.A. w bieżącym roku nabyła akcje własne w liczbie 2000 sztuk serii C o wartości nominalnej 10 zł każda i cenie nabycia 15 zł każda celem ich umorzenia z kapitału zakładowego równo 1 000 000 zł.

Dokonać stosownych księgowania związanych z umorzeniem akcji.

#### Ewidencja księgowania

Dt Środki trwałe Ct			Rozliczenie wyniku finansowego					
Dt	Środki trwałe	Ct	Dt	Kapitał podstawowy	Ct	Dt	finansowego	Ct
Sp.	1 000 000		3a)	20 000	1 000 000	Sp.	1) 40 000	600 000
				20 000	1 000 000			
				Sk. 980 000				
				<b>1 000 000</b>	<b>1 000 000</b>			
Dt Kapital zapasowy Ct			Rozrachunki z akcjonariuszami					
Dt	Kapitał zapasowy	Ct	Dt	z akcjonariuszami	Ct	Dt	Akcje własne	Ct
	3b) 10 000	40 000 1)			30 000 2)		30 000	30 000 3c)
	10 000	40 000						
	Sk. 30 000							
	<b>40 000</b>	<b>40 000</b>						

Legenda: 1) przeznaczenie części zysku lat ubiegłych na kapitał zapasowy – 40 000 zł; 2) nabycie akcji własnych w celu ich umorzenia po cenie nabycia wynoszącej 30 000 zł (15 × 2000); 3) powzięcie uchwały o umorzeniu kapitału zakładowego i dokonanie wpisu do krajowego rejestru sądowego: a) wartość nominalna umorzonych akcji własnych – 20 000 zł (2000 × 10), b) różnica między wartością nominalną a ceną nabycia – 10 000 zł, c) wartość akcji w cenie nabycia jw.

Źródło: Por. E. Dreliszak, D. Kania, *Zestawienie zmian w kapitale własnym*, ODDK, Gdańsk 2003, s. 70-71.

<sup>23</sup> Kapitał zapasowy uzyskany z przeniesienia zysku lat ubiegłych odgrywa tu rolę swoistego „bufora” zabezpieczającego spółkę przed nadmierną obniżką kapitału podstawowego.

W spółce BETA S.A. kapitał podstawowy wynoszący 1 000 000 zł tradycyjnie już jest źródłem finansowania środków trwałych. Okoliczność nabycia akcji własnych pociąga za sobą zobowiązanie wobec ich właścicieli równe cenie nabycia. Mają oni prawo wnieść sprzeciw wobec uchwały walnego zgromadzenia akcjonariuszy, o ile nie zgadzają się na obniżenie kapitału zakładowego. W przypadku jego braku kapitał podstawowy obniża się o wartość nominalną umorzonych akcji, a kapitał zapasowy o różnicę pomiędzy ceną nabycia akcji a ich wartością nominalną<sup>24</sup>. W rezultacie kapitał podstawowy zmniejsza się o 20 000 zł (op. 3a), a kapitał zapasowy o 10 000 zł (op. 3b). Tak jak poprzednio, nowy poziom kapitału własnego i jego składników zostaje ustalony. Co więcej, zmniejszona wskutek wycofania części akcji podaż może spowodować wzrost ich kursu w przyszłości.

## 5. Zakończenie

Aktualne rozwiązania kodeksu spółek handlowych zezwalają w znacznym stopniu na proceder nabywania własnych instrumentów kapitałowych przez spółki. W wąskim zakresie dotyczy to spółek z ograniczoną odpowiedzialnością. W przypadku spółek akcyjnych wachlarz możliwości jest znacznie szerszy. Nie oznacza to jednak całkowitej swobody postępowania w przejmowaniu własnych akcji. Wiele dopuszczonych prawnie rozwiązań obwarowanych jest bowiem dodatkowymi wymogami, a kluczem wydaje się imperatyw zaufania inwestorów do spółek notowanych na giełdzie papierów wartościowych.

Jednym z głównych powodów przejęcia własnych instrumentów kapitałowych jest ich umorzenie. Unicestwienie własnych udziałów i akcji może okazać się korzystne dla właścicieli spółek. Dzięki liberalizacji przepisów uzyskały one nowoczesny instrument zarządzania swoimi finansami oraz, do pewnego stopnia, narzędzie kształtowania składu udziałowców i/lub akcjonariuszy<sup>25</sup>.

Unicestwienie własnych instrumentów kapitałowych może służyć m.in. przekazywaniu im wypracowanego zysku, zastępując w pewnym sensie wypłatę dywidendy, optymalizacji struktury kapitału, przekazywaniu informacji o dobrej kondycji finansowej spółki itp. W państwach o rozwiniętych rynkach kapitałowych znaczenie procederu nabywania własnych akcji (udziałów) jest duże, powoli przybierając na sile i w Polsce<sup>26</sup>.

---

<sup>24</sup> Podobnie jak w przykładzie 1, kapitał zapasowy zdaje się pełnić funkcję „buforu” bezpieczeństwa minimalizującego negatywne skutki obniżenia kapitału podstawowego.

<sup>25</sup> D. Dąbrowski, *Nabywanie akcji własnych przez spółkę akcyjną*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2010, [www.profinfo.pl/p,nabywanie-akcji-wlasnych-przez-spolke-akcyjna,40153259.html](http://www.profinfo.pl/p,nabywanie-akcji-wlasnych-przez-spolke-akcyjna,40153259.html) [9.11.2013].

<sup>26</sup> Por. *ibidem*.

## Literatura

- Dąbrowski D., *Nabywanie akcji własnych przez spółkę akcyjną*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2010, [www.profinfo.pl/p,nabywanie-akcji-wlasnych-przez-spolke-akcyjna,40153259.html](http://www.profinfo.pl/p,nabywanie-akcji-wlasnych-przez-spolke-akcyjna,40153259.html) [9.11.2013].
- Dreliszak E., Kania D., *Zestawienie zmian w kapitale własnym*, ODDK, Gdańsk 2003.
- Fedak Z., *Zasady wyceny aktywów i pasywów bilansu oraz ustalania wyniku finansowego*, „Rachunkowość” 2005: *Zamknięcie roku 2005 (wydanie specjalne)*.
- Mucharski M., *Umorzenie akcji – jakie są przyczyny i skutki?*, <http://prawo.money.pl/aktualnosci/okiem-eksperta/arttykul/umorzenie;akcji;-jakie;sa;przyczyny;i;skutki,105,0,698985.html> [6.11.2013].
- Rachunkowość i plan kont dla spółek kapitałowych po zmianie ustawy o rachunkowości i kodeksu spółek kapitałowych*, red. E. Jakubczyk-Cały, Difin, Warszawa 2001.
- Rozporządzenie Komisji Europejskiej (WE) nr 1126/2008 z dnia 3 listopada 2008 r. przyjmujące określone międzynarodowe standardy rachunkowości zgodnie z rozporządzeniem (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady, Dz.Urz. UE, 29.11.2008, [www.finanse.mf.gov.pl/documents/764034/1002221/20120911\\_30\\_rozporzadzenie\\_1126.2008.pdf](http://www.finanse.mf.gov.pl/documents/764034/1002221/20120911_30_rozporzadzenie_1126.2008.pdf) [12.11.2013].
- Sprawozdanie finansowe według polskich i międzynarodowych standardów rachunkowości*, red. G.K. Świdarska, W. Więclaw, Difin, Warszawa 2012.
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, tekst jedn. Dz.U. z 2013 r., poz. 1030.
- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, tekst jedn. Dz.U. z 2013 r., poz. 330.

### **Terms and Conditions for the Acquisition of Own Shares by Limited Liability Companies for the Purpose of their Redemption**

**Summary.** Owners' equity plays a special role in any business, being a source of financing for its assets. The repayment imperative is what implies the division of financing sources into equity – traditionally taking the form of equity instruments which remain engaged in a business for an indefinite term – and liabilities, which are perceived as accounts payable within a specified time frame. As a rule, equity instruments are not subject to transactions between the company and its shareholders. Legal regulations in many countries, however, increasingly often provide for exceptions from this rule, allowing such operations in specific circumstances. One such exception relates to the so called equity redemption. The paper sets out to discuss current legislation regarding the acquisition of own shares by limited liability companies for the purpose of their redemption. Furthermore, the options for posting such transactions in the company's accounts are presented.

**Keywords:** redemption, owner's equity, financial instruments, shares, stock, shareholders

**Aleksandra Sulik-Górecka**

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach  
Katedra Rachunkowości  
e-mail: sulik\_gorecka@ae.katowice.pl  
tel. 32 257 72 76

## **Wytyczne polityki zarządzania ryzykiem instrumentów pochodnych dla przykładowego przedsiębiorstwa**

**Streszczenie.** Pomimo wzrastającego wpływu czynników ryzyka na działalność współczesnego przedsiębiorstwa, menedżerowie wykazują niską świadomość konieczności podjęcia integralnych działań w obszarze zarządzania ryzykiem finansowym. Jednym z warunków kompleksowego zarządzania ryzykiem jest opracowanie polityki zarządzania ryzykiem finansowym spójnej z przyjętą strategią korporacyjną przedsiębiorstwa. Celem publikacji było zaprezentowanie najistotniejszych elementów polityki zarządzania ryzykiem instrumentów pochodnych dla przedsiębiorstwa produkcyjnego.

**Słowa kluczowe:** polityka, zarządzanie, ryzyko, rachunkowość zabezpieczeń

### **1. Wprowadzenie**

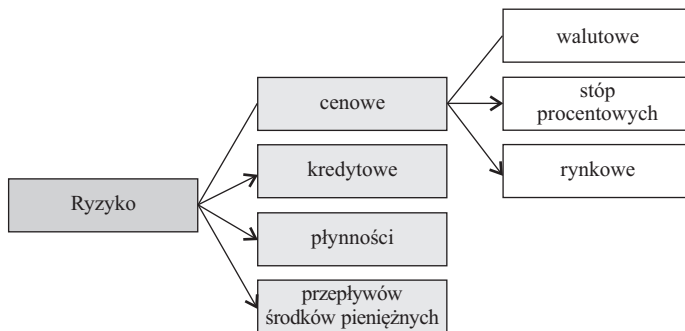
We współczesnej polskiej gospodarce większość przedsiębiorstw odczuwa skutki globalnego kryzysu finansowego, który rozpoczął się w 2008 r. Pomimo tego, że zjawisko kryzysu gospodarczego występuje dość regularnie, a prowadzenie działalności gospodarczej narażone jest na ryzyko w wymiarze strategicznym i operacyjnym, menedżerowie wykazują niską świadomość konieczności podjęcia integralnych działań w obszarze zarządzania ryzykiem. Jednym z elementów kompleksowego zarządzania ryzykiem powinno stać się opracowanie polityki zarządzania ryzykiem. Wymienione przesłanki skłoniły do przemyśleń w zakresie wytycznych polityki zarządzania ryzykiem, ze szczególnym uwzględnieniem

transakcji z wykorzystaniem instrumentów pochodnych, stanowiącej formalny dokument opracowywany przez podmiot gospodarczy we własnym zakresie lub z pomocą zatrudnionych doradców. Celem artykułu było opracowanie wytycznych przykładowej polityki zarządzania ryzykiem instrumentów pochodnych dla przedsiębiorstwa produkcyjnego. Artykuł został oparty na analizie literatury przedmiotu oraz doświadczeniach z pracy autorki w firmie doradczej.

## 2. Strategiczne uwarunkowania polityki zarządzania ryzykiem

W literaturze wyróżnia się wiele kryteriów klasyfikacji ryzyka występującego w działalności gospodarczej. Ze względu na zakres merytoryczny opracowania istotna jest klasyfikacja ryzyka zgodna z Międzynarodowymi Standardami Rachunkowości.

Schemat 1. Klasyfikacja ryzyka w MSR 32 „Instrumenty finansowe – ujawnienia i prezentacja”



Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Finansowe instrumenty pochodne*, red. nauk. J. Grzywacz, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009, s. 16.

Ryzyko walutowe polega na tym, że wartość instrumentu finansowego będzie ulegać wahaniom ze względu na zmiany kursów wymiany walut obcych. Ryzyko stopy procentowej związane jest ze zmianą stóp procentowych określających wartość instrumentu finansowego. Ryzyko cenowe spowodowane jest zmianą wartości cen rynkowych instrumentu finansowego. Ryzyko płynności związane jest trudnościami, jakich jednostka gospodarcza może doświadczyć przy finansowaniu zobowiązań wynikających z instrumentów finansowych. Ryzyko kredytowe wynika z tego, że jedna ze stron umowy dotyczącej instrumentu finansowego nie wypełni ciążącego na niej zobowiązania, co spowoduje poniesienie kosztów przez drugą stronę umowy. Ryzyko przepływów środków pieniężnych oznacza,

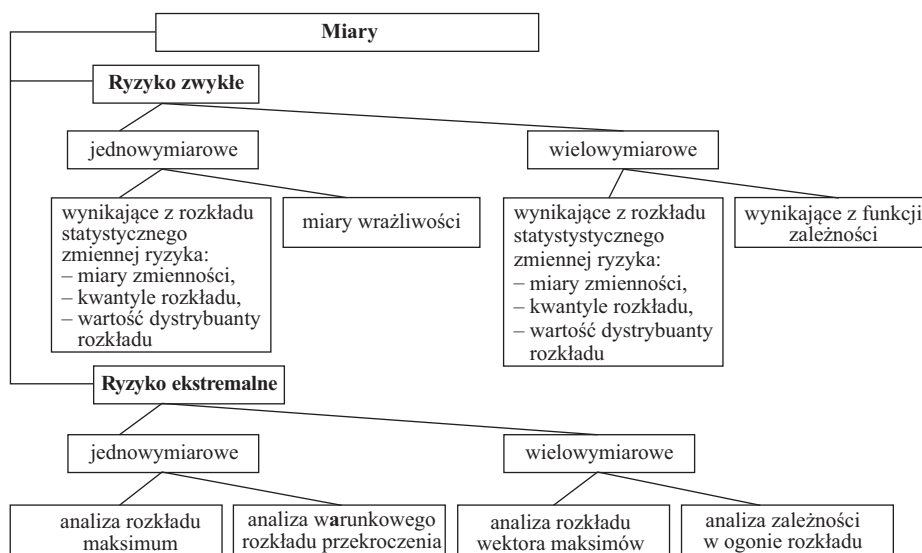
że przyszłe przepływy środków pieniężnych związane z instrumentem finansowym będą ulegać wahaniom kwotowym, na przykład zmiany stóp procentowych dłużnych instrumentów finansowych<sup>1</sup>.

W ramach zarządzania ryzykiem podmioty gospodarcze zmuszone są do ciągłego podejmowania decyzji, a także realizowania działań prowadzących do osiągnięcia akceptowalnego poziomu ryzyka. Proces zarządzania ryzykiem obejmuje cztery podstawowe etapy:

- 1) identyfikacja ryzyka,
- 2) pomiar ryzyka,
- 3) sterowanie ryzykiem,
- 4) monitorowanie i kontrola ryzyka<sup>2</sup>.

W pierwszej kolejności podmiot gospodarczy rozpoznaje rodzaj ryzyka, na które jest narażony, a następnie powinien określić jego poziom w postaci liczbowej lub opisowej, czyli dokonać pomiaru ryzyka. Różnorodność metod pomiaru ryzyka omawianych w literaturze wynika m.in. z ich różnego zaawansowania teoretycznego. Dla potrzeb niniejszego opracowania kwestię tą przedstawiono w sposób uproszczony na schemacie 2.

Schemat 2. Teoretyczny podział miar ryzyka



Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Zarządzanie ryzykiem*, red. nauk. K. Jajuga, PWN, Warszawa 2009, s. 33-68.

<sup>1</sup> *Finansowe instrumenty pochodne*, red. nauk. J. Grzywacz, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009, s. 16.

<sup>2</sup> *Zarządzanie ryzykiem*, red. nauk. K. Jajuga, PWN, Warszawa 2009, s. 15.

Ze względu na zakres niniejszego opracowania należy wymienić praktyczne metody pomiaru ryzyka rynkowego. Do miar wynikających z rozkładu statystycznego można zaliczyć koncepcję wartości zagrożonej (*Value at Risk* – VaR). Wartość zagrożona to taka strata wartości, że prawdopodobieństwo jej osiągnięcia lub przekroczenia w zadanym okresie równe jest zadanemu poziomowi tolerancji. Wartością zagrożoną może być wartość rynkowa instrumentu finansowego, portfela instrumentów czy wartość przedsiębiorstwa. VaR wyznaczana jest zwykle za pomocą kwantyla rozkładu stopy zwrotu lub przez odchylenie standardowe rozkładu normalnego<sup>3</sup>. W zakresie drugiej grupy pomiaru ryzyka – miar wrażliwości, do pomiaru ryzyka rynkowego stosowany jest model będący funkcją zależności zmiennej ryzyka od czynników ryzyka. W praktyce stosowane są modele pomiaru ryzyka stopy procentowej i ryzyka kursu walut, a także ryzyka zmian cen akcji lub cen instrumentów pochodnych. Przykładowo do pomiaru ryzyka stopy procentowej można zastosować analizę luki procentowej, analizę symulacyjną, analizę okresową (*duration*), badanie elastyczności stopy procentowej<sup>4</sup>. Istotne zastosowanie praktyczne mają takie metody pomiaru ryzyka walutowego, jak analiza pozycji walutowej oraz analiza symulacyjna kursów walutowych<sup>5</sup>. Z kolei do pomiaru ryzyka cen instrumentów pochodnych, a przede wszystkim opcji, stosowany jest model Blacka – Scholesa – Mertona<sup>6</sup>.

W ramach trzeciego i czwartego etapu zarządzania ryzykiem przedsiębiorstwa powinny opracować strategię sterowania ryzykiem, a następnie ją wdrożyć i kontrolować.

Wydaje się oczywiste, że opracowana strategia zarządzania ryzykiem powinna być spójna z ogólną strategią jednostki gospodarczej. Zarządzanie ryzykiem należałoby traktować jako element warunkujący powodzenie ogólnej strategii przedsiębiorstwa, pozwalający przewidzieć wszelkie czynniki stanowiące zagrożenie dla realizacji celów strategicznych<sup>7</sup>. Tymczasem w świetle badań ankietowych dotyczących relacji pomiędzy opracowaniem i realizacją strategii a zarządzaniem ryzykiem w polskich przedsiębiorstwach mniej niż 9% badanych menedżerów uznało kompetencję w zakresie zarządzania ryzykiem jako umie-

---

<sup>3</sup> Por. *Matematyczne i ekonometryczne metody oceny ryzyka finansowego*, red. nauk. P. Chrzan, Wyd. AE w Katowicach, Katowice 2007, s. 104.

<sup>4</sup> T. Waściński, P. Krasiński, *Ryzyko w działalności przedsiębiorstwa – elementy systematyki i identyfikacji*, w: *Zarządzenie ryzykiem działalności organizacji*, red. nauk. J. Monkiewicz, L. Gąsiorkiewicz, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 41.

<sup>5</sup> *Ibidem*, s. 44.

<sup>6</sup> Por. *Zarządzanie ryzykiem*, op. cit., s. 111.

<sup>7</sup> Por. A. Sulik-Górecka, *Systemy wczesnego ostrzegania w controllingu strategicznym*, w: *Rachunkowość a controlling*, red. nauk. E. Nowak, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2013, nr 291.



jętność strategiczną pozwalającą uzyskać przewagę konkurencyjną w dłuższym okresie<sup>8</sup>.

Przedsiębiorstwa mogą przyjmować dwie różne postawy wobec ryzyka: pasywną lub aktywną. Zarządzając pasywnie ryzykiem, przedsiębiorstwa wykorzystują zabezpieczenie naturalne, dążąc do pełnego dopasowania przepływów pieniężnych z tytułu rozpoznanych w księgach aktywów i pasywów oraz planowanych przyszłych transakcji. Przykładem tzw. hedgingu naturalnego jest sytuacja, gdy polski eksporter uzyskujący przychody w euro finansuje się kredytem zaciągniętym w euro, tak aby wykorzystać przychody uzyskiwane w walucie europejskiej do regulacji zobowiązań<sup>9</sup>. Z kolei aktywne zarządzanie ryzykiem polega na dynamicznym zajmowaniu pozycji w instrumentach pochodnych, uzależnionym od poziomu akceptowalnego ryzyka<sup>10</sup>. Przedsiębiorstwo zawiera wówczas transakcje, których rezultaty są, przynajmniej w części, ujemnie w stosunku do siebie skorelowane<sup>11</sup>. Wykorzystanie instrumentów pochodnych ma w szczególności na celu zapewnić, że ich wartość godziwa lub wynikające z nich przepływy pieniężne skompensują zmiany wartości godziwej lub przepływów pieniężnych zabezpieczanych pozycji<sup>12</sup>.

Przykrym dla wielu polskich przedsiębiorstw skutkiem kryzysu zapoczątkowanego w roku 2008 były znaczne straty na transakcjach z wykorzystaniem instrumentów pochodnych<sup>13</sup>. W celu umiejętnego korzystania z instrumentów pochodnych w ramach zabezpieczania ryzyka bowiem należy określić akceptowalne limity ryzyka oraz posiadać podstawową wiedzę ekonomiczną. Przedsiębiorstwa powinny również opracować politykę zarządzania ryzykiem w zakresie instrumentów pochodnych spójną z ogólną strategią zarządzania ryzykiem. Wyżądana zgodnie z MSR 39 polityka zarządzania ryzykiem to okresowo zatwierdzany i uaktualniany przez zarząd lub radę nadzorczą dokument, który prezentuje

<sup>8</sup> S. Kasiewicz, B. Lepczyński, P. Górski, *Zarządzanie ryzykiem jako wyzwanie strategiczne przedsiębiorstw w okresie globalnego kryzysu*, w: *Strategie przedsiębiorstw i zarządzanie ryzykiem w warunkach kryzysu gospodarczego. Perspektywa sektora MSP*, red. nauk. S. Kasiewicz, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 2012, s. 111.

<sup>9</sup> *Finansowe instrumenty pochodne*, op. cit., s. 28.

<sup>10</sup> P. Preuss, R. Smoleń, D. Koczar, *Instrumenty pochodne. Zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwie i rachunkowość zabezpieczeń*, materiały szkoleniowe, marzec 2006, [www.ey.com.pl](http://www.ey.com.pl) [20.11.2013].

<sup>11</sup> A. Sopoćko, *Rynkowe instrumenty finansowe*, PWN, Warszawa 2010, s. 44.

<sup>12</sup> P. Woźniak, R. Seredyński, *Rachunkowość zabezpieczeń*, ODiDK, Gdańsk 2010, s. 23.

<sup>13</sup> Kryzys rozpoczęty w roku 2008 był w dużej mierze kryzysem niewypłacalności rynków finansowych. Niewystarczające przekonanie o płynności partnera na rynku międzybankowym spowodowało większe utrzymywanie płynności przez banki komercyjne, a zmniejszona podaż środków pieniężnych na rynkach finansowych wywołała wzrost kosztu pieniądza na rynku międzybankowym. Koszt dochodzenia do równowagi transferowany został przez animatorów rynku na klientów. Por. R. Karkowska, *Koszty ekonomiczne ryzyka systemowego na rynku finansowym*, „Problemy Zarządzania” 2012, nr 4(39), t. 1, s. 33-53.

cele i mechanizmy zarządzania ryzykiem w spółce<sup>14</sup>. Być może stworzenie spójnego dokumentu będącego podstawą wdrożenia polityki zarządzania ryzykiem instrumentów pochodnych uratowałoby od upadłości wiele polskich przedsiębiorstw. Zgodnie z raportem Coface<sup>15</sup> w roku 2012 polskie sądy ogłosiły upadłość 877 przedsiębiorstw, co oznacza wzrost o 21,3% w stosunku do roku 2011. Już w roku 2011 nastąpił wzrost upadłości na poziomie 10,5% w porównaniu do roku poprzedniego.

### 3. Struktura polityki zarządzania ryzykiem instrumentów pochodnych przykładowego podmiotu produkcyjnego

Przesłanką artykułu stała się próba utworzenia polityki zarządzania ryzykiem dla przedsiębiorstwa od 20 lat produkującego systemy transportowe dla czołowych korporacji branży motoryzacyjnej w 30 krajach świata. Struktura opracowanego dokumentu zamieszczona została w tabeli 1.

Tabela 1. Struktura przykładowej polityki zarządzania ryzykiem

Lp.	Wyszczególnienie
1.	Wprowadzenie – struktura i zasady zarządzania ryzykiem
2.	Ryzyka – klasyfikacja
3.	Procedury
4.	Komitet zarządzania ryzykiem
5.	Rachunkowość zabezpieczeń
5.1.	Zabezpieczenie wartości godziwej
5.2.	Zabezpieczenie przepływów pieniężnych
5.3.	Zabezpieczenie udziałów w aktywach netto podmiotów zagranicznych
5.4.	Prezentacja instrumentów zabezpieczających w sprawozdaniu finansowym
5.5.	Skutki podatkowe kontraktów terminowych
6.	Źródła prawa
7.	Definicje
8.	Dokumentacja rozpoczęcia zabezpieczenia

Źródło: opracowanie własne.

<sup>14</sup> MSR 39 „Instrumenty finansowe – ujmowanie i wycena”, *Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej 2007 (MSSF)*, t. I i II, Wyd. SKwP, Warszawa 2007, § 88.

<sup>15</sup> Coface to międzynarodowa korporacja świadcząca usługi zarządzania należnościami i ryzykiem kredytowym. Por. [www.coface.pl](http://www.coface.pl) [20.11.2013].

W ramach planowania działalności w zakresie operacji obciążonych ryzykiem walutowym spółka powinna określić:

- a) rodzaje operacji,
- b) planowane rozmiary działalności związanej z danym rodzajem operacji,
- c) niezbędne zmiany organizacyjne i techniczne związane z wdrażaniem metod identyfikacji, monitorowania i kontrolowania poszczególnych rodzajów ryzyka związanego z operacjami obciążonymi ryzykiem walutowym, w tym:
  - ocena ryzyka związanego z obszarem działalności, ustalenie limitów,
  - przestrzeganie zasad obiegu i kontroli dowodów księgowych oraz zasad wyceny i raportowania.

Spółka może stosować następujące zasady zarządzania ryzykiem:

- a) oddzielenie komórek zawierających operacje, komórek ewidencjonujących i rozliczających operacje oraz komórek zarządzających ryzykiem,
- b) ustalenie trybu wydawania pracownikom upoważnień do wykonywania poszczególnych operacji; upoważnienia powinny być wydawane w formie pisemnej,

c) identyfikacja operacji dokonywanych przez spółkę – należy tworzyć listy operacji zawierające następujące informacje:

- pełny wykaz operacji wraz z ich krótkim opisem pozwalającym na jednoznaczną identyfikację każdej z nich,
- pełny spis poszczególnych pracowników upoważnionych do wykonywania każdej operacji,

d) określenie zasad ustalania limitów działalności obciążonej ryzykiem, wynikających z polityki spółki w zakresie zarządzania ryzykiem,

e) ustalenie, w zakresie wynikającym z potrzeb spółki, wymogów kontrolnych w odniesieniu do zawartych operacji, np. ich weryfikacji, potwierdzania wyceny i badania operacji nierozliczonych; kontrola poszczególnych etapów dokonywania operacji oraz bieżącego wykorzystania i przestrzegania limitów; wykorzystanie limitów przez komórki zawierające operacje powinno być uzgadniane z zapisami dokonanyymi przez komórki ewidencjonujące,

f) identyfikacja źródeł danych o parametrach zewnętrznych i wewnętrznych związanych z zawarciem operacji (w tym w szczególności o wysokości i zmienności kursów walutowych, stóp procentowych, progów płynności operacyjnej),

g) ustalenie zasad dostępu do informacji w zakresie wynikającym z charakteru decyzji podejmowanych na danym stanowisku służbowym.

Przykładowo jednostka w swojej polityce zarządzania ryzykiem może wyróżnić:

- a) ryzyko handlowe:
  - ryzyko kredytowe,
  - ryzyko płynności.

b) ryzyko rynkowe:

- ryzyko walutowe,
- ryzyko stopy procentowej.

W zakresie ryzyka płynności spółka powinna uwzględnić terminy zapadalności i wymagalności należności i zobowiązań oraz prognozy przyszłych wpłat i wypłat (w tym w walutach obcych). Scenariusz prognoz powinien obejmować oczekiwany wpływ oraz wypływ środków z tytułu określonych kategorii bilansowych i pozabilansowych w określonym czasie. Spółka powinna zastosować do tych celów technikę oceny realnych przepływów gotówkowych.

W ramach procedur zarządzania ryzykiem w opracowanej polityce zarządzania ryzykiem zwykle nie zakłada się powołania nowych, wydzielonych komórek organizacyjnych spółki, wyspecjalizowanych w kontroli ryzyka, a jedynie określa się czynności istniejących komórek organizacyjnych, przydzielając im odpowiedni zakres obowiązków związanych z procesem zarządzania ryzykiem wynikającym z bieżącej działalności operacyjnej spółki. Należy więc przykładowo powołać komitet zarządzania ryzykiem, do którego kompetencji powinny należeć:

- identyfikacja poszczególnych klas ryzyka,
- pomiar poszczególnych klas ryzyka,
- wdrażanie czynności rozpraszających poszczególne klasy ryzyka,
- pomiar efektywności zastosowanych czynności rozpraszających ryzyko.

Działalność komitetu zarządzania ryzykiem podlega ocenie przez zarząd spółki (z wyłączeniem członków zarządu spółki, którzy biorą udział w pracach komitetu). Ocena działalności komitetu odbywa się za dany rok obrotowy, jednakże rok obrotowy stanowiący podstawę okresu oceny winien być zbadany przez biegłych rewidentów. Do podstawowych przesłanek działania komitetu należy zaliczyć takie cele, jak:

- minimalizacja wrażliwości przepływów finansowych spółki na czynniki ryzyka rynkowego,
- minimalizacja niepewności związanej z procesami zarządzania ryzykiem w firmie.

Osiągnięcie powyższych celów może nastąpić poprzez podejmowane przez komitet decyzje, a w szczególności przez:

- identyfikację ekspozycji netto na określoną klasę ryzyka,
- dopasowywanie przepływów pieniężnych,
- minimalizację marży bankowych na transakcjach zabezpieczających i transakcjach bieżących,
- korzystny wybór, negocjacje i wdrożenie instrumentów zabezpieczających,
- dostosowanie działalności finansowej do prognozowanych zmian otoczenia ekonomicznego.

Limity transakcji zabezpieczających poszczególne klasy ryzyka powinny być ustalane uchwałą zarządu spółki na wniosek komitetu. Termin obowiązy-

wania limitów powinien być określony. Przyjęta strategia zabezpieczeń powinna uwzględniać zarówno instrumenty wewnętrzne (tzw. hedging naturalny), jak i instrumenty zewnętrzne. Przykładowo do instrumentów wewnętrznych mogących znaleźć zastosowanie w procesie zarządzania ryzykiem finansowym w spółce można zaliczyć:

- rozliczanie płatności zagranicznych w walucie krajowej,
- kompensowanie pierwotne i wtórne,
- przyspieszanie i/lub opóźnianie płatności,
- operacje depozytowo-pożyczkowe,
- blokowanie kilku mniejszych transakcji w jedną większą,
- klauzule waloryzacyjne.

Pierwszym krokiem w zarządzaniu ryzykiem spółki powinno być maksymalne wykorzystanie możliwości, jakie stwarzają zabezpieczenia wewnętrzne. Dopiero w dalszej kolejności należy sięgać po zabezpieczenia zewnętrzne, zwłaszcza te z rynku terminowego.

Przy hedgingu zewnętrznym w opracowanej polityce należy zamieścić ograniczenia co do możliwości zastosowania poszczególnych instrumentów przez spółkę, wynikające z minimalnych wartości zabezpieczanych pozycji, jakie są wymagane przez instytucje finansowe współpracujące lub mogące współpracować ze spółką.

Pierwszym krokiem przy zabezpieczaniu powinno być wykorzystanie hedgingu naturalnego, natomiast hedging zewnętrzny powinien służyć zabezpieczeniu ekspozycji, które pozostały mimo zastosowania zabezpieczeń wewnętrznych. Korzystanie z zewnętrznych zabezpieczeń niesie ze sobą konieczność poniesienia jednej z dwóch grup kosztów:

- koszty bezpośrednie, np. koszt premii przy zakupie opcji walutowych, pobierane dyskonto przy faktoringu i forfaitingu oraz dyskoncie weksli,
- koszty pośrednie (utraconych możliwości) wynikające z zamrożenia części kapitału, np. depozyt zabezpieczający przy zakupie kontraktów forward i futures.

Do instrumentów zewnętrznych mogących znaleźć zastosowanie w procesie zarządzania ryzykiem finansowym można zaliczyć takie instrumenty rynku terminowego, jak: opcje walutowe, kontrakty futures, swapy walutowe. Przy konstruowaniu schematu zabezpieczeń w ramach wybranej strategii zabezpieczającej należy skupić się na trzech obszarach:

- identyfikacja i kwantyfikacja ryzyka,
- sterowanie ryzykiem,
- kontrola podejmowanych przedsięwzięć.

W etapie pierwszym punktem wyjścia jest ustalenie momentu, w którym ryzyko się pojawia. Przyjmuje się, że ma to miejsce w momencie, gdy zostają ustalone ceny projektu lub innego zdarzenia, które może generować ryzyko, i nie

ma już możliwości zaabsorbowania ruchów kursu walutowego w cenę projektu. Końcem okresu występowania ryzyka walutowego będzie moment wpłynięcia środków pieniężnych od kontrahenta.

Przykładowo w tworzonej polityce zarządzania ryzykiem można założyć, że do pomiaru ryzyka (w szczególności walutowego) można zastosować miary ryzyka skupione w trzech grupach:

- miary zmienności, w tym odchylenie i semiodchylenie standardowe, wariancja, współczynnik zmienności,
- miary wrażliwości, w tym korelacja kursów walutowych i wybranych czynników makroekonomicznych, np. bilans obrotów bieżących, inflacja, bezrobocie, podaż pieniądza,
- miary zagrożenia, w tym *Value at Risk* (dla krótkich okresów czasu – do kilkunastu dni), *Cash Flow at Risk* (dla okresów do 12 miesięcy).

Przy analizach kursów walutowych winno się dodatkowo wspierać analizą techniczną i za pomocą wybranych wskaźników oraz analizy formacji prognozować przyszłe ruchy kursów walutowych. Należy również uwzględnić w analizie kursów walut cechy jakościowe, takie jak czynniki polityczne, które w krótkim okresie mogą mieć zasadnicze znaczenie dla rynków walutowych.

W drugim etapie zarządzania ryzykiem walutowym należy zdecydować, jakie instrumenty zabezpieczające trzeba zastosować do określonych rodzajów płatności (i czy w ogóle je stosować). W pierwszej kolejności należy określić poziomy zabezpieczeń dla płatności denominowanych w określonych walutach i o określonych terminach płatności. Generalnie należy kierować się dwoma zasadami:

- im stabilniejsza jest waluta rozliczenia, tym poziom zabezpieczeń może być niższy,
- im dłuższy jest termin płatności, tym niższy poziom zabezpieczeń.

Po wyborze konkretnych metod zabezpieczeń i wprowadzeniu ich w życie, w etapie trzecim należy przeprowadzić ocenę zastosowanych metod z punktu widzenia poniesionych kosztów i osiągniętych z tego tytułu korzyści. Porównać trzeba efektywny kurs wymiany otrzymany w wyniku zastosowania instrumentów zabezpieczających z zakładanym wcześniej kursem wymiany. Pozwoli to sprawdzić efektywność stosowanej strategii zabezpieczającej.

#### **4. Rachunkowość zabezpieczeń w polityce zarządzania ryzykiem**

Decydując się na stosowanie instrumentów pochodnych w celu zabezpieczenia przed stratami wynikającymi ze zmian cen bazowych, należy mieć świadomość powstawania określonych skutków sprawozdawczych. Instrument

pochodny bowiem winno się ujawniać w księgach rachunkowych od momentu zawarcia kontraktu oraz dokonywać jego wyceny według wartości godziwej na koniec okresu sprawozdawczego<sup>16</sup>. Skutki spadku lub wzrostu wartości godziwej powinny być odnoszone odpowiednio do kosztów lub przychodów finansowych okresu sprawozdawczego, w którym nastąpiło przeszacowanie. Niekontrolowany wpływ zmian wartości godziwej instrumentu pochodnego na wynik finansowy może wywołać takie konsekwencje, jak spadek wartości spółki czy redukcję zaufania kontrahentów do spółki.

W celu redukcji wymienionych wyżej skutków stosowania instrumentów pochodnych przedsiębiorstwo może stosować rachunkowość zabezpieczeń, której zasady pozwalają na symetryczne ujmowanie kompensującego się wpływu na zysk lub stratę netto zmian wartości godziwej instrumentu zabezpieczanego i odpowiadającej mu pozycji zabezpieczanej<sup>17</sup>. Wówczas, w przeciwieństwie do rachunkowości tradycyjnej, należy ujmować w tym samym okresie w rachunku wyników zysków lub strat na instrumencie zabezpieczającym jako kompensaty zmiany wartości pozycji zabezpieczanej. Zasadniczą przesłanką rachunkowości zabezpieczeń jest unikanie znaczących fluktuacji wyniku finansowego prezentowanego pomiędzy okresami bilansowymi poprzez uzyskanie symetrycznych i znoszących się wzajemnie zmian w wartości godziwej pozycji zabezpieczanej i zabezpieczającej<sup>18</sup>.

W momencie ustanowienia zabezpieczenia należy sporządzić sformalizowaną dokumentację powiązania zabezpieczającego, która powinna być częścią polityki zarządzania ryzykiem w spółce. Polityka zarządzania ryzykiem powinna również zawierać dokument ustanowienia powiązania zabezpieczającego, dokument oceny efektywności zabezpieczenia oraz dokument zaprzestania stosowania zasad rachunkowości zabezpieczeń<sup>19</sup>.

Komitet zarządzania ryzykiem winien w sposób sformalizowany wyznaczać i dokumentować powiązania zabezpieczające, jak również cel zarządzania ryzykiem oraz strategię ustanowienia zabezpieczenia. Dokumentacja powinna być przygotowana przed rozpoczęciem zabezpieczenia i zawierać:

- identyfikację instrumentu zabezpieczającego,
- identyfikację zabezpieczanej pozycji lub transakcji,

<sup>16</sup> Instrumenty pochodne zaliczane są do pierwszej z czterech kategorii instrumentów finansowych – przeznaczonych do obrotu, por. art. 5 pkt 1 i art. 6 pkt 2 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 12 grudnia 2001 r. w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych, Dz.U. z 2004 r. nr 149, poz. 1674.

<sup>17</sup> P. Preuss, R. Smoleń, D. Koczar, op. cit., s. 25.

<sup>18</sup> P. Woźniak, R. Seredyński, op. cit., s. 21.

<sup>19</sup> Por. A. Sulik-Górecka, *Determinanty stosowania rachunkowości zabezpieczeń na przykładzie spółek WIG20*, w: *Wycena zasobów gospodarczych dla potrzeb sprawozdawczości finansowej*, red. nauk. H. Buk, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2012, nr 82, s. 161-176.



- charakter zabezpieczanego ryzyka,
- okres zabezpieczenia,
- sposób oceny efektywności instrumentu zabezpieczającego w kompensowaniu zagrożenia zmianami wartości godziwej zabezpieczanej pozycji lub przepływów pieniężnych związanych z zabezpieczanym ryzykiem.

Oczekuje się, że zabezpieczenie będzie wysoce skuteczne w kompensowaniu zmian wartości godziwej lub przepływów pieniężnych wynikających z zabezpieczanego ryzyka. Efektywność zabezpieczenia jest oceniana na bieżąco w celu sprawdzenia, czy jest wysoce efektywne we wszystkich okresach sprawozdawczych, na które zostało ustanowione.

Rachunkowość zabezpieczeń jest przedmiotem ciągłych prac Rady Międzynarodowych Standardów Rachunkowości, która zgodnie z komunikatem ogłoszonym 19 listopada 2013 r. odwołała pierwotnie ustaloną na 1 stycznia 2015 r. datę początku obowiązywania nowych zapisów MSSF 9 w zakresie rachunkowości zabezpieczeń<sup>20</sup>. Jednostki gospodarcze powinny więc na bieżąco monitorować aktualne wymogi w zakresie rachunkowości zabezpieczeń w celu uwzględniania ich również w polityce zarządzania ryzykiem.

## 5. Podsumowanie

W czasie turbulentnych zmian otoczenia oraz zarządzania skoncentrowanego na zdobyciu i utrzymaniu przewagi konkurencyjnej zarządzanie ryzykiem wydaje się niezbędnym elementem strategii przedsiębiorstwa. W celu sformalizowania czynności związanych z zarządzaniem ryzykiem przedsiębiorstwa powinny opracować politykę zarządzania ryzykiem spójną z założeniami przyjętymi w ogólnej strategii jednostki gospodarczej oraz uwzględniającą metody zabezpieczania się przed ryzykiem, m.in. transakcje z wykorzystaniem instrumentów pochodnych. W zakresie opracowanej polityki zarządzania ryzykiem należy uwzględnić wymogi niezbędne do wdrożenia rachunkowości zabezpieczeń.

## Literatura

*Finansowe instrumenty pochodne*, red. nauk. J. Grzywacz., Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.

Karkowska R., *Koszty ekonomiczne ryzyka systemowego na rynku finansowym*, „Problemy Zarządzania” 2012, nr 4(39), t. 1.

Kasiewicz S., Lepczyński B., Górski P., *Zarządzanie ryzykiem jako wyzwanie strategiczne przedsiębiorstw w okresie globalnego kryzysu*, w: *Strategie przedsiębiorstw i zarządzanie*

---

<sup>20</sup> Por. [www.ifrs.org/projectupdates](http://www.ifrs.org/projectupdates) [20.11.2013].



- ryzykiem w warunkach kryzysu gospodarczego. *Perspektywa sektora MSP*, red. nauk. S. Kasiewicz, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 2012.
- Matematyczne i ekonometryczne metody oceny ryzyka finansowego*, red. nauk. P. Chrzan, Wyd. AE w Katowicach, Katowice 2007.
- Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej 2007 (MSSF)*, t. I i II, Wyd. SKwP, Warszawa 2007.
- Preuss P., Smoleń R., Koczar D., *Instrumenty pochodne. Zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwie i rachunkowość zabezpieczeń*, materiały szkoleniowe, marzec 2006, [www.ey.com.pl](http://www.ey.com.pl) [20.11.2013].
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 grudnia 2001 r. w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych, Dz.U. z 2004 r. nr 149, poz. 1674.
- Sopoćko A., *Rynkowe instrumenty finansowe*, PWN, Warszawa 2010.
- Sulik-Górecka A., *Determinanty stosowania rachunkowości zabezpieczeń na przykładzie spółek WIG20*, w: *Wycena zasobów gospodarczych dla potrzeb sprawozdawczości finansowej*, red. nauk. H. Buk, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2012, nr 82.
- Sulik-Górecka A., *Systemy wczesnego ostrzegania w controllingu strategicznym*, w: *Rachunkowość a controlling*, red. nauk. Nowak E., „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2013, nr 291.
- Waściński T., Krasieński P., *Ryzyko w działalności przedsiębiorstwa – elementy systematyki i identyfikacji*, w: *Zarządzanie ryzykiem działalności organizacji*, red. nauk. J. Monkiewicz, L. Gąsioriewicz, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Woźniak P., Seredyński R., *Rachunkowość zabezpieczeń*, ODiDK, Gdańsk 2010. [www.coface.pl](http://www.coface.pl) [20.11.2013].
- [www.ifrs.org/projectupdates](http://www.ifrs.org/projectupdates) [20.11.2013].
- Zarządzanie ryzykiem*, red. K. Jajuga, PWN, Warszawa 2009, s. 15.

## Derivatives Risk Management – Policy Guidelines for a Production Business

**Summary.** Despite the increasing impact of risk factors on modern businesses, managers demonstrate very limited awareness of the need to apply financial risk management measures. One of the prerequisites for effective and comprehensive risk management is a risk management policy closely aligned with the corporate strategy being pursued. This paper delineates the key components of a financial risk management policy, emphasizing derivative instruments and hedge accounting.

**Keywords:** risk, management, policy, hedge accounting, derivatives



## **Część III**

### **Zarządzanie finansami**



**Aneta Michalak**

Politechnika Śląska, Wydział Organizacji i Zarządzania  
Instytut Ekonomii i Informatyki  
e-mail: aneta.michalak@polsl.pl  
tel. 32 277 73 36

## **Struktura i koszt kapitału jako determinanty wartości przedsiębiorstwa**

**Streszczenie.** W teorii i praktyce powszechny jest pogląd o kluczowym znaczeniu struktury i kosztu kapitału w kształtowaniu wartości przedsiębiorstwa. Należą one do podstawowych i wciąż dyskutowanych zagadnień gospodarki finansowej przedsiębiorstw. Celem artykułu był przegląd teorii potwierdzających tezę, że wartość przedsiębiorstwa jest w dużym stopniu zależna od kosztu kapitału w przedsiębiorstwie, a pośrednio również od struktury jego kapitału. W artykule zaprezentowano teorie Franco Modiglianiego i Mertona Millera jako pierwsze modelowe rozwiązania, odnoszące się do podejmowanej problematyki. Nawiązano także do innych modeli powstałych na bazie tych teorii.

**Słowa kluczowe:** finanse przedsiębiorstw, struktura kapitału, koszt kapitału, wartość przedsiębiorstwa, twierdzenie Modiglianiego – Millera

### **1. Wprowadzenie**

Znajomość wartości przedsiębiorstwa stanowi nieodzowny element gospodarki rynkowej. Ma ogromne znaczenie w działalności gospodarczej każdego przedsiębiorstwa i stanowi najważniejsze kryterium podejmowania decyzji przez właścicieli i zarządzających przedsiębiorstwem. W teorii i praktyce powszechny jest pogląd o kluczowym znaczeniu struktury i kosztu kapitału w kształtowaniu wartości przedsiębiorstwa. Należą one do podstawowych i wciąż dyskutowanych zagadnień gospodarki finansowej przedsiębiorstw. Celem artykułu był przegląd

teorii potwierdzających tezę, że wartość przedsiębiorstwa jest w dużym stopniu zależna od kosztu kapitału w przedsiębiorstwie, a pośrednio również od struktury jego kapitału. Przedmiotem badań zaś teorie Franco Modiglianiego i Mertona Millera jako pierwsze modelowe rozwiązania, odnoszące się do podejmowanej problematyki. Nawiązano także do innych modeli powstałych na bazie tych teorii oraz stanowiących ich alternatywę. Artykuł ma charakter studium teoretyczno-poznawczego i metodycznego i stanowi przyczynek do dalszych badań empirycznych potwierdzających wykazany w teoriach związek pomiędzy kosztem i strukturą kapitału oraz wartością przedsiębiorstwa. W prowadzonych badaniach wykorzystano metodę studiów literatury przedmiotu, zarówno krajowej, jak i zagranicznej. Nawiązanie do klasycznych teorii kapitału wymagało sięgnięcia do literatury opublikowanej nawet kilkadziesiąt lat temu.

## 2. Pojęcie struktury kapitału

W rozważaniach dotyczących wartości przedsiębiorstwa niezwykle istotne jest precyzyjne zdefiniowanie struktury kapitału. W literaturze finansowej nie ma pełnej jednolitości co do definiowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie. Często zamiennie używa się pojęcia struktury kapitału, struktury pasywów oraz struktury źródeł finansowania. Nie są to jednak pojęcia w pełni tożsame. Należy zatem przybliżyć ich istotę. Definiowanie struktury kapitału i pojęć jej pokrewnych opiera się na podstawowym podziale kapitału na własny i obcy oraz długo- i krótkoterminowy. Kapitał własny jest wkładem właściciela bądź właścicieli przedsiębiorstwa. W momencie założenia przedsiębiorstwa stanowi on równowartość wniesionych przez właściciela (właścicieli) zasobów majątkowych (aktywów). W toku prowadzenia działalności gospodarczej zostanie powiększony o wartość wypracowanego zysku. Kapitał obcy to kapitał oddany do dyspozycji przedsiębiorstwa na określony czas, po którym musi być zwrócony. Można dokonać dalszego podziału kapitału obcego na długoterminowy, do którego zaliczamy długoterminowe pożyczki i obligacje, długoterminowe kredyty bankowe i inne zobowiązania o terminie spłaty powyżej jednego roku, oraz kapitał obcy krótkoterminowy, na który składają się pożyczki, obligacje, kredyty bankowe i różne zobowiązania z tytułu dostaw, podatków i wynagrodzeń o terminie spłaty do jednego roku.

W literaturze struktura kapitału definiowana jest najczęściej jako udział kapitału własnego i obcego w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa<sup>1</sup>. Można

---

<sup>1</sup> Por. M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warszawa 2003, s. 255; W. Bień, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa

jednak spotkać się z takim podejściem, że relacja kapitału własnego i obcego określa strukturę finansowania przedsiębiorstwa, natomiast struktura kapitału to relacja wartości zadłużenia długoterminowego i kapitałów własnych przedsiębiorstwa<sup>2</sup>. Struktura kapitału jest więc częścią struktury finansowania, która poza kapitałem obcym długoterminowym i kapitałem własnym obejmuje również zobowiązania bieżące<sup>3</sup>.

Według Ronalda Masulisa, Roberta Higginsa, Stephena Rossa i innych<sup>4</sup> struktura kapitału jest utożsamiana ze strukturą pasywów w bilansie przedsiębiorstwa, która nazywana jest też jednocześnie strukturą finansowania. Z kolei według Ericha Helferta<sup>5</sup> oraz Johna Downesa i Joachima Goodmana<sup>6</sup> struktura kapitału odzwierciedlona jest jedynie w układzie kapitału stałego, tj. w relacji kapitału własnego oraz kapitału obcego długoterminowego. Zgodnie z ich podejściem kapitał krótkoterminowy zaangażowany w przedsiębiorstwie ulega ciągłym zmianom i w dłuższym okresie nie decyduje o strukturze kapitału.

Zgodnie z zaprezentowanymi podejściami struktura kapitału nie zawsze uznawana jest za tożsamą ze strukturą pasywów. Biorąc to pod uwagę, w niniejszym artykule przyjęto, zgodnie z podejściem Aleksandry Duliniec, że w ramach struktury kapitału w przedsiębiorstwie rozpatruje się te zobowiązania, od których płacone jest oprocentowanie oraz kapitał własny. Tak rozumiany kapitał jest wartością mniejszą od sumy bilansowej (wartości aktywów lub pasywów)<sup>7</sup>. Podejście takie jest bliskie rozważaniom F. Modiglianiego i M. Millera na temat relacji długu i kapitału własnego w przedsiębiorstwie. Według nich najistotniejszą cechą długu jako elementu struktury kapitału jest płatność oprocentowania (odsetek) od zaciągniętych zobowiązań.

---

1998, s. 174; K. Janasz, *Kapitał w finansowaniu działalności innowacyjnej przedsiębiorstw w Polsce*, Difin, Warszawa 2010, s. 35; *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, red. nauk. M. Jerzemska, PWE, Warszawa 2006, s. 155; W. Gabrusiewicz, *Podstawy analizy finansowej*, PWE, Warszawa 2005, s. 115.

<sup>2</sup> Por. R.C. Moyer, J.R. McGuigan, W.J. Kretlow, *Contemporary Financial Management*, West Publishing Company, St. Paul 1992, s. 518; J.F. Weston, T.E. Copeland, *Managerial Finance*, Cassell 1992, s. 493.

<sup>3</sup> J.W. Petty, A.J. Kretlow, D.F. Scott, J.D. Martin, *Basic Financial Management*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs 1993, s. 354.

<sup>4</sup> Zob. R.W. Masulis, *The Debt/Equity Choice*, Ballinger Publishing Company, Cambridge 1988, s. 1; R.C. Higgins, *Analysis for Financial Management*, Irvin, Homewood 1992, s. 344-345; S.A. Ross, R.W. Westerfiels, J. Jaffe, *Corporate Finance*, Irvin, Chicago 1996, s. 4.

<sup>5</sup> E.A. Helfert, *Techniques of Financial Analysis. A Practical Guide to Managing and Measuring Business Performance*, Irvin, Burr ridge 1994, s. 482-483.

<sup>6</sup> J. Downes, J.E. Goodman, *Dictionary of Finance and Investment Terms*, Barron's Educational Series Inc., Hauppauge 1991, s. 60.

<sup>7</sup> A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 2001, s. 17.

### 3. Pojęcie kosztu kapitału

**Koszt kapitału** jest na ogół definiowany jako oczekiwana przez inwestorów (zarówno właścicieli, jak i wierzycieli) stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału przy danym poziomie ryzyka. Ma ona związek z kosztem alternatywnym, tj. przewidywaną przez inwestorów stopą zwrotu, z której rezygnują, dokonując wyboru określonego wariantu działania i rezygnując tym samym z innych dostępnych w danej chwili możliwości<sup>8</sup>.

Pojęcie kosztu kapitału może być nieco inaczej rozumiane z punktu widzenia dawcy i biorcy kapitału. **Dla kapitałodawcy koszt kapitału** jest synonimem pożądaney stopy zwrotu przy danym poziomie ryzyka. Stopa ta może być wyższa lub niższa od kosztu kapitału postrzeganego przez kapitałobiorcę. **Dla kapitałobiorcy koszt kapitału** będzie **niższy** od stopy zwrotu oczekiwanej przez kapitałodawcę, w przypadku wystąpienia korzyści podatkowych związanych ze zmniejszeniem podstawy opodatkowania podatkiem dochodowym przez odsetki od kapitału. Koszt kapitału dla kapitałobiorcy może być też wyższy niż stopa zwrotu dla kapitałodawcy. Ma to związek z ponoszeniem przez kapitałobiorcę dodatkowych kosztów pozyskania kapitału, np. koszty związane z emisją papierów wartościowych.

**Szacowanie kosztu kapitału** ma związek z przedstawionym powyżej pojęciem kapitału na własny i obcy i polega na oddzielnym obliczeniu kosztu alternatywnego dla poszczególnych źródeł finansowania obcego i własnego oraz obliczeniu na ich podstawie **średniego ważonego kosztu kapitału**, w którym docelowa struktura kapitału określa wagi poszczególnych składników<sup>9</sup>. W celu ustalenia średniego ważonego kosztu kapitału należy wyznaczyć koszt kapitału pochodzącego z poszczególnych źródeł zaangażowanych w finansowanie przedsiębiorstwa<sup>10</sup>, np. koszt kapitału akcyjnego, koszt kredytów bankowych, koszt kapitału pozyskanego ze sprzedaży obligacji itp. Każdy z elementów kapitału podlega odmiennej wycenie w zależności od sposobu ustalania korzyści dla kapitałodawcy, rozwiązań podatkowych itp.<sup>11</sup> Następnie koszty kapitału „waży się” udziałem poszczególnych źródeł w strukturze kapitału. W ogólnej postaci średni

<sup>8</sup> Por. A. Duliniec, op. cit., s. 72; D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999, s. 149.

<sup>9</sup> K. Byrka-Kita, *Koszty kapitału – obszary zastosowania a warunki poprawnego pomiaru*, w: *Rozwój i funkcjonowanie przedsiębiorstw*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2007, nr 446, s. 117.

<sup>10</sup> G. Łukasik, *Struktura kapitału jako problem decyzyjny w przedsiębiorstwie*, w: *Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, red. nauk. A. Bielawska, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 29.

<sup>11</sup> G. Łukasik, B. Otte, *Kategoria wartości firmy w zarządzaniu finansami współczesnego przedsiębiorstwa*, w: *Finanse, banki i ubezpieczenia w Polsce u progu XXI wieku*, t. V, Wyd. AE w Poznaniu, Poznań 2000, s. 217.



ważony koszt kapitału (WACC – *weighted average cost of capital*) można zapisać za pomocą następującej formuły<sup>12</sup>:

$$\text{WACC} = \sum_{i=1}^n w_i K_i \quad (1)$$

gdzie:

- $w_i$  – udział  $i$ -tego źródła w całości kapitału,
- $K_i$  – koszt kapitału pochodzącego z  $i$ -tego źródła,
- $n$  – liczba źródeł kapitału.

Formuła ta jest również przedstawiana w bardziej szczegółowej postaci uwzględniającej koszt kapitału własnego pozyskanego z emisji akcji zwykłych i uprzywilejowanych oraz kapitału obcego:

$$\text{WACC} = w_d k_d (1 - T) + w_p k_p + w_e k_e \quad (2)$$

gdzie:

- $w_d$  – udział kapitału z długu,
- $w_p$  – udział kapitału z emisji akcji uprzywilejowanych,
- $w_e$  – udział kapitału własnego zwykłego,
- $k_d$  – koszt kapitału obcego,
- $k_p$  – koszt kapitału uprzywilejowanego,
- $k_e$  – koszt kapitału własnego zwykłego.

Ponieważ stopa procentowa dla poszczególnych kapitałów ustalana jest na zasadach rynkowych, to można założyć, że średni ważony koszt kapitału w przedsiębiorstwie jest wypadkową wymaganych w danym okresie przez właścicieli i wierzycieli stopy dochodu oraz ukształtowanej w przedsiębiorstwie struktury kapitału<sup>13</sup>.

#### 4. Problem definiowania wartości przedsiębiorstwa

Pojęcie wartości ma dyskusyjny i niejednoznaczny charakter. Odnosi się to nie tylko do zastosowania pojęcia wartości w różnych dyscyplinach naukowych,

<sup>12</sup> J.C. Groth, R.C. Anderson, *The cost of capital: perspectives for managers*, „Management Decisions” 1997, nr 6, s. 477 oraz T. Jajuga, T. Słoński, *Finanse spółek. Długoterminowe decyzje finansowe*, Wyd. AE we Wrocławiu, Wrocław 1997, s. 149, a także E.F. Brigham, L.C. Gapenski, *Zarządzanie finansami*, t. 1, PWE, Warszawa 2000, s. 238.

<sup>13</sup> J. Ickiewicz, *Pozyskiwanie, koszt i struktura kapitału w przedsiębiorstwach*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2001, s. 208.

takich jak rachunkowość, finanse, ekonomia czy prawo, ale też do bogactwa znaczeń w ramach poszczególnych dyscyplin. Współcześnie pojęcie wartości zostało rozbudowane do tego stopnia, że wykracza poza ramy ekonomii. Każda z koncepcji budujących teorię wartości oparta jest na licznych założeniach ogólnych i szczegółowych, jest bogata w terminy wprowadzane przez jej autorów, często wyłącznie na potrzeby danej koncepcji<sup>14</sup>.

Wśród wielu sposobów definiowania wartości można jednak zauważyć dwa główne kierunki rozumowania. Są to teorie wartości oparte na majątku i teorie wartości oparte na dochodzie. Teoria wartości opartej na wycenie majątku, sprowadza się do twierdzenia, że przedsiębiorstwo jest tyle warte, ile warte są czynniki produkcji w nim zawarte. Czynniki produkcji wyraża się najczęściej według cen nabycia lub kosztów wytworzenia. Za prekursora tego podejścia można uznać Davida Ricardo. Wśród koncepcji wartości majątkowych wyróżnić można<sup>15</sup>:

- wartość księgową (opartą na zestawieniu bilansowym),
- wartość odtworzeniową (opartą na wycenach dotyczących kosztu zastąpienia posiadanych dóbr przez identyczne co do rodzaju),
- wartość zamiany (opartą na wycenach dotyczących kosztu zastąpienia posiadanych dóbr przez dobra pełniące te same funkcje),
- wartość sprawiedliwą (wartość dóbr oparta na cenie ukształtowanej na otwartym, aktywnym rynku, przy założeniu istnienia dużej liczby sprzedawców i kupujących),
- wartość likwidacyjną (opartą na wycenach wartości dokonywanych pod presją przymusu szybkiego pozbycia się ich),
- inne.

Koncepcje majątkowe mają wiele mankamentów i są powszechnie krytykowane. Wyniki otrzymane wskutek przyjęcia tych koncepcji wartości są często oderwane od rzeczywistości.

Drugi nurt to koncepcje dochodowe. Ich korzenie sięgają poglądów Adama Smitha. Koncepcje te sprowadzają się do twierdzenia, że produkt jest tyle wart, ile przyniesie dochodu. Fundamentalną zaletą tej grupy koncepcji jest uwzględnienie w określaniu wartości możliwości rozwojowych produktu. Ważny jest tu również proces zdyskontowania dochodu wg konkretnej stopy dyskontowej, uwzględniającej koszt alternatywny, o którym wspominał już Joseph A. Schumpeter. Najczęściej stosowaną koncepcją wchodzącą w skład

---

<sup>14</sup> A. Michalak, *Przegląd koncepcji metod wyceny inwestycji rzeczowych*, w: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa w warunkach kryzysu*, red. nauk. E. Urbańczyk, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2010, nr 635, „Finanse, Rynki Finansowe i Ubezpieczenia” nr 35, s. 549-562.

<sup>15</sup> *Metody wyceny przedsiębiorstw – zarys teorii a praktyka*, red. nauk. D. Zarzecki, Wyd. Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2000, s. 15-33.

tej grupy jest wartość ekonomiczna. Według tej koncepcji wartość definiuje się jako „zdolność aktywów do dostarczania strumienia wolnych przepływów pieniężnych”<sup>16</sup>. Przepływy te mogą przybierać formę zysków lub określonych płatności umownych.

Adaptując nomenklaturę zawartą w Międzynarodowych Standardach Rachunkowości, można mówić o wartości przedsiębiorstwa: bieżącej, bilansowej, ekonomicznej i godziwej. Wartość bieżąca odpowiada zdyskontowanej wartości bieżącej przyszłych wpływów środków pieniężnych netto, które wypracuje przedsiębiorstwo w toku działalności gospodarczej. Wartość bilansowa odpowiada sumie aktywów ujmowanych w bilansie po odliczeniu umorzeń oraz łącznej kwoty odpisów aktualizujących z tytułu utraty wartości. Wartość ekonomiczna odpowiada cenie sprzedaży netto sumy składników aktywów lub ich wartości użytkowej, zależnie od tego, która z nich jest wyższa. Wartość godziwa jest to kwota, za jaką aktywa przedsiębiorstwa mogłyby zostać wymienione na drodze transakcji przeprowadzonej na warunkach rynkowych pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązanymi ze sobą stronami.

Zbliżoną, choć nieco szerszą, klasyfikację wartości przedsiębiorstwa podaje Erich A. Helfert, wyróżniając wartość: ekonomiczną, rynkową, księgową, likwidacyjną, rozbiorową, odtworzeniową, zastawną, własnościową, szacunkową, funkcjonującego przedsiębiorstwa i właścicielską<sup>17</sup>. Z kolei Simon Z. Benninga i Oded H. Sarig proponują ustalać wartość przedsiębiorstwa jako wartość jego kapitału własnego, powiększoną o wartości zadłużenia przedsiębiorstwa obciążonego kosztem odsetek<sup>18</sup>. Definicję tę rozszerza Krzysztof Jajuga, według którego wartość przedsiębiorstwa jest równa sumie wartości długu i wartości kapitału własnego oraz składników pozabilansowych (opcje rzeczowe i finansowe)<sup>19</sup>. Inne podejście do wartości przedsiębiorstwa prezentują Eugene F. Brigham i Louis C. Gapenski, którzy uważają, że na wartość przedsiębiorstwa składają się wartości istniejących aktywów oraz wartość „możliwości wzrostu”, która wynika z efektywności przedsięwzięć podejmowanych przez przedsiębiorstwo<sup>20</sup>. Na potrzeby niniejszego artykułu przyjęto rozumienie wartości w kontekście dochodowym.

<sup>16</sup> Ibidem, s. 15.

<sup>17</sup> E.A. Helfert, *Techniki analizy finansowej*, PWE, Warszawa 2004, s. 451-457.

<sup>18</sup> S.Z. Benninga, O.H. Sarig, *Finanse przedsiębiorstwa: metody wyceny*, WIG Press, Warszawa 2000, s. 267.

<sup>19</sup> K. Jajuga, *Wartość i ryzyko przedsiębiorstwa a informacje finansowe – niektóre współczesne problemy*, w: *Zarządzanie finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*, materiały konferencyjne, red. nauk. D. Zarzecki, t. 1, Uniwersytet Szczeciński, Warszawa 2003, s. 284.

<sup>20</sup> E.F. Brigham, L.C. Gapenski, op. cit., t. 2, s. 304.

## 5. Przegląd koncepcji teoretycznych w kontekście związków pomiędzy wartością przedsiębiorstwa, kosztem i strukturą kapitału

Duży wpływ na problematykę związku wartości przedsiębiorstwa ze strukturą i kosztem kapitału miały rozważania dwóch noblistów F. Modiglianiego i M. Millera, którzy w 1958 roku opublikowali artykuł *The cost of capital, corporate finance and the theory of investment*<sup>21</sup>. Zaproponowali oni pierwsze modelowe rozwiązania określane od inicjałów ich nazwisk modelami MM. Swoje badania oparli na następujących założeniach<sup>22</sup>:

- poszczególne przedsiębiorstwa można zaklasyfikować do grup o różnym poziomie ryzyka (klasie ryzyka). Przedsiębiorstwa z tej samej grupy są obciążone takim samym stopniem ryzyka operacyjnego, mierzonego jako odchylenie standardowe wskaźnika rentowności kapitału własnego,

- nie uwzględnia się w analizie kosztów emisji papierów wartościowych ani kosztów związanych z ich obrotem, papiery wartościowe są dowolnie podzielne, a informacje o rynku kapitałowym są powszechnie dostępne i bezpłatne,

- nie ma podatków,

- przedsiębiorstwa nie bankrutują, w związku z tym oprocentowanie kapitału jest takie samo dla wszystkich, gdyż stopa procentowa na rynku kapitałowym jest pozbawiona ryzyka.

Na podstawie tak przyjętych założeń sformułowano dwa twierdzenia, nazywane **modelem MM bez podatku dochodowego**. Pierwsze z nich głosi, że wartość firmy jest niezależna od struktury kapitału, a średni ważony koszt kapitału (WACC) jest niezależny od kwoty długu i jest on równy kosztowi kapitału własnego przedsiębiorstwa niekorzystającego z kapitału obcego, znajdującego się w tej samej grupie ryzyka. Wartość przedsiębiorstwa w takim przypadku ustala się za pomocą wzoru<sup>23</sup>:

$$V_U = V_L = \text{EBIT}/\text{WACC} = \text{EBIT}/k_{eU} \quad (3)$$

gdzie:

$V_U$  – wartość przedsiębiorstwa niekorzystającego z kapitału obcego,

$V_L$  – wartość przedsiębiorstwa korzystającego z kapitału obcego,

$k_{eU}$  – koszt kapitału własnego przedsiębiorstwa niekorzystającego z kapitału obcego,

<sup>21</sup> Por. F. Modigliani, M.H. Miller, *The cost of capital, corporate finance and the theory of investment*, „American Economic Review” 1958, nr 48, s. 261-297.

<sup>22</sup> F. Modigliani, M.H. Miller, op. cit., nr 48.

<sup>23</sup> Ujęte w punkcie 5 niniejszego artykułu formuły matematyczne opracowano na podstawie: *Budżetowanie kapitałów*, red. nauk. W. Pluta, PWE, Warszawa 2000, s. 120.

EBIT – zysk operacyjny netto,  
WACC – średni ważony koszt kapitału.

Twierdzenie drugie modelu MM bez podatków odnosi się do matematycznej zależności pomiędzy zmianami w koszcie kapitału własnego w zależności od stopnia finansowania kapitałami obcymi w przedsiębiorstwie. Formuła opisująca drugie twierdzenie MM jest następująca:

$$k_{eL} = k_{eU} + (k_{eU} - k_d) (D/E) \quad (4)$$

gdzie:

$k_{eL}$  – koszt kapitału własnego przedsiębiorstwa korzystającego z kapitału obcego,

$k_d$  – koszt kapitału obcego,

$D$  – wartość rynkowa długu,

$E$  – wartość rynkowa kapitału własnego.

Zgodnie z powyższym korzyści osiągane z wykorzystania tańszego kapitału obcego ( $k_d$ ) są niwelowane przez wzrost kosztu kapitału własnego ( $k_e$ ). Pozyskanie kapitału obcego przez przedsiębiorstwo nie wpłynie zatem na wysokość średniego ważonego kosztu kapitału i tym samym na wartość przedsiębiorstwa.

Po **wprowadzeniu do modelu MM podatku dochodowego** wartość przedsiębiorstwa korzystającego z kapitału obcego przewyższa wartość przedsiębiorstwa finansującego się wyłącznie kapitałem własnym. Różnica jest wartością tzw. tarczy podatkowej, zwanej także podatkiem odroczonym (*deferred tax* – DT). Jest to wielkość oszczędności podatkowych związanych z odpisaniem od podstawy opodatkowania odsetek z tytułu zadłużenia. Zależność tę można zapisać:

$$V_L = V_U + DT \quad (5)$$

Wartość firmy bez udziału kapitału obcego ( $V_U$ ) wynika z następującego wzoru:

$$V_U = E = \text{EBIT} (1 - T) / k_{eU} \quad (6)$$

Zgodnie z powyższym przedsiębiorstwo może zwiększyć swoją wartość przez zwiększanie udziału kapitału obcego, który teoretycznie mógłby wyeliminować kapitał własny ze struktury kapitału, pojawia się jednak zagadnienie ryzyka.

Drugie twierdzenie w modelu MM z podatkiem dochodowym, podobnie jak w modelu bez podatku, dotyczy wielkości kosztu kapitału własnego. Koszt ten ( $k_{eL}$ ) jest równy kosztowi kapitału własnego przedsiębiorstwa niezadłużonego

oraz premii za ryzyko, która w tym przypadku zależy od różnicy między kosztem kapitału własnego przedsiębiorstwa niezadłużonego a kosztem kapitału obcego, stopy podatkowej i wielkości wskaźnika zaangażowania kapitału obcego, co można wyrazić wzorem:

$$k_{eL} = k_{eU} + (k_{eU} - k_d) (1 - T) (D/E) \quad (7)$$

Zgodnie z powyższym koszt kapitału własnego rośnie wraz z kwotą zaangażowanego długu. Jednak w tym przypadku tempo wzrostu kosztu kapitału jest mniejsze niż w modelu MM bez podatków. Wartość zmniejszenia tempa wzrostu jest w tym modelu opisana przez wyrażenie  $(1 - T)$ .

W 1977 r. M. Miller zaproponował kolejną wersję modelu pozwalającego wyznaczyć optymalną strukturę kapitału, która maksymalizuje wartość przedsiębiorstwa i minimalizuje koszt kapitału, zwaną **modelem Millera**. Wersja ta uwzględniała, poza podatkiem dochodowym, również podatki osobiste płacone przez inwestorów. Zgodnie z tym podejściem wartość przedsiębiorstwa finansującego się wyłącznie kapitałem własnym wyznacza formuła:

$$V_U = \text{EBIT} (1 - T_c) (1 - T_e) / k_{eU} \quad (8)$$

gdzie:

$T_c$  – stopa podatku dochodowego przedsiębiorstw,  
 $T_e$  – stopa podatku dochodowego akcjonariuszy.

Natomiast w przypadku finansowania się kapitałem obcym, wartość przedsiębiorstwa jest sumą wartości przedsiębiorstwa niezadłużonego oraz dodatkowej wartości uzyskanej z tytułu oszczędności podatkowych, zgodnie ze wzorem:

$$V_L = V_U + [1 - (1 - T_c) (1 - T_e) / (1 - T_d)] D \quad (9)$$

gdzie:

$T_d$  – stopa podatku dochodowego dawców kapitału obcego.

W ramach prezentowanego modelu M. Miller twierdził, że wartość tarczy podatkowej jest kształtowana przez stopę podatku dochodowego przedsiębiorstw, akcjonariuszy i dawców kapitału ( $T_c$ ,  $T_e$ ,  $T_d$ ) oraz przez wartość rynkową długu ( $D$ ). Model Millera działa poprawnie przy założeniu istnienia na rynku stanu równowagi.

Analizując model MM z podatkiem dochodowym oraz model Millera, można dojść do wniosku, że przedsiębiorstwa powinny maksymalizować wielkość wskaźnika zadłużenia. Natomiast w rzeczywistości rzadko spotyka się w przed-

siębiorstwach takie podejście. Zjawisko to można wyjaśnić za pomocą **modelu wymiany**. Model wymiany uwzględnia, podobnie jak model MM z podatkiem dochodowym, efekt wpływu podatków na wartość przedsiębiorstwa, ale ponadto bierze pod uwagę koszty przedstawicielstwa oraz koszty niepowodzenia finansowego (bankructwa). Model wymiany odwołuje się do powszechnej prawidłowości, zgodnie z którą przedsiębiorstwo zwiększające wskaźnik zadłużenia musi przeznaczać coraz większą część zysku operacyjnego na spłatę odsetek. Przy czym wielkości oczekiwanych zysków operacyjnych są niepewne i zmienne, natomiast koszty zadłużenia są stałe. Wzrost wskaźnika zadłużenia powoduje zatem wzrost ryzyka wystąpienia sytuacji, w której wielkość zysku operacyjnego nie będzie wystarczać na spłatę odsetek. Zgodnie z modelem wymiany wartość przedsiębiorstwa finansującego się kapitałem obcym powinna uwzględniać dodatkowo obecną wartość (*Present Value* – PV) kosztów przedstawicielstwa (KP) oraz obecną wartość oczekiwanych kosztów bankructwa (KB) i można ją wyznaczyć następująco:

$$V_L = V_U + DT - PV [E (KB)] - PV (KP) \quad (10)$$

Zgodnie z modelem wymiany wartość przedsiębiorstwa rośnie wraz ze wzrostem wskaźnika zadłużenia, ale powyżej pewnego poziomu zadłużenia, z powodu wzrostu kosztów bankructwa, zaczyna maleć. **Koszty bankructwa** są to koszty towarzyszące procesowi upadłości. Można podzielić je na koszty bezpośrednie i pośrednie. Do pierwszej grupy zalicza się opłaty sądowe, wynagrodzenie prawników, wydatki administracyjne i inne. Natomiast koszty pośrednie są odzwierciedleniem strat powstałych w wyniku oczekiwanego przerwania działalności. Przedsiębiorstwo w takim okresie często obniża jakość swoich produktów, wyprzedaje część majątku. Zarówno klienci, jak i dostawcy obawiają się kłopotów, jakie mogą wiązać się z przeprowadzaniem transakcji z takim przedsiębiorstwem, zwłaszcza w obszarze dokonywania płatności, ustalania warunków kredytowania itp.

Drugim rodzajem kosztów pojawiających się w modelu wymiany są **koszty przedstawicielstwa**. Koszty te mają związek z warunkami stawianymi przez dawców kapitału obcego w zakresie polityki stosowanej przez kapitałodawcę. Kapitałodawcy pragną mieć pewność, że polityka realizowana przez finansowane przedsiębiorstwo pozwoli mu na spłatę odsetek z tytułu zaciągniętego długu. W tym celu często podpisują kontrakty przyznające im prawo sprawowania kontroli nad wybranymi działaniami finansowanego przedsiębiorstwa, ograniczające swobodę decyzyjną w niektórych obszarach działalności tego przedsiębiorstwa, np. ograniczające sprzedaż majątku trwałego, wysokość wypłacanej dywidendy, możliwość zaciągnięcia nowego długu itp. Kontrolowanie kapitałobiorcy może też sprowadzać się do oddelegowania przedstawicieli kapitałodawcy do



zasiadania w zarządzie lub radzie nadzorczej finansowanego przedsiębiorstwa. Koszty przedstawicielstwa są więc kosztami monitoringu działalności finansowanego przedsiębiorstwa (ponoszonymi przez to przedsiębiorstwo) oraz kosztami związanymi z utraconą efektywnością zarządu. Im więcej długu zaciąga przedsiębiorstwo, tym większego wpływu na jego działalność domagają się kapitałodawcy. Przedsiębiorstwo może zatem utrzymywać niski wskaźnik zadłużenia, by zredukować koszty przedstawicielstwa.

Na bazie teorii MM lub równoległe do niej powstawały teorie wobec niej alternatywne lub komplementarne. Dotyczyły one problematyki wyznaczania optymalnej struktury kapitału, minimalizacji kosztu kapitału oraz maksymalizacji wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Pierwszą grupę teorii stanowią te, w których podkreśla się związek struktury kapitału z kosztem kapitału. Należą do niej: **model statycznego kompromisu**, **teoria sygnalizacji**, **teoria agencji**, **teoria wolnych przepływów pieniężnych**. W drugiej grupie znajdują się teorie, w których związek pomiędzy optymalną strukturą kapitału a kosztem kapitału nie jest eksponowany. Zaliczamy do nich m.in. teorię kolejności wyboru, zwaną też teorią **hierarchii**.

Jedną z teorii zakładających ścisły związek optymalnej struktury kapitału z kosztem kapitału jest **model statycznego kompromisu**, oparty na założeniach F. Modiglianego i M. Millera<sup>24</sup>. W teorii statycznego kompromisu zakłada się, że struktura kapitału będzie optymalna wtedy, gdy krańcowa wartość korzyści podatkowych z dodatkowego długu będzie równa krańcowej wartości kosztu trudności finansowych wynikających z dodatkowego długu. Wraz ze wzrostem zadłużenia do pewnego momentu rośnie wartość rynkowa przedsiębiorstwa (średni ważony koszt kapitału ulega zmniejszeniu). Po osiągnięciu punktu, w którym korzyści wynikające z wykorzystania dźwigni finansowej są równe zwiększonemu ryzyku związanemu z obecnością kapitału obcego, dalsze powiększanie zadłużenia powoduje obniżanie wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Punkt ten wyznacza optymalną strukturę kapitału (średni ważony koszt kapitału osiąga w nim najniższy poziom, a wartość rynkowa przedsiębiorstwa jest największa)<sup>25</sup>. Wprowadzając podatek dochodowy, punkt optymalnej struktury kapitału zostaje przesunięty na skutek występowania tarczy podatkowej. Tarcza podatkowa powoduje zmniejszenie kosztu długu. Z drugiej strony kapitał własny może stać się droższy na skutek opodatkowania dochodów z dywidend.

Rozwinięciem powyższych rozważań jest **teoria substytucji** zajmująca się problematyką wzajemnych relacji korzyści i kosztów związanych z wprowadza-

<sup>24</sup> Por. F. Modigliani, M.H. Miller, op. cit., s. 261-297.

<sup>25</sup> J. Iwin-Garzyńska, *Szkice o kapitale i podatkach w istocie nauki finansów przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2010, s. 66.



niem kapitału obcego do przedsiębiorstwa, w kontekście optymalizacji struktury kapitału w przedsiębiorstwie<sup>26</sup>. W ramach tej teorii zakłada się, że wartość aktywów i całkowitego kapitału zainwestowanego w przedsiębiorstwo jest stała i przy tym założeniu poszukuje się optymalnej struktury kapitału, przy której wartość przedsiębiorstwa będzie najwyższa. Zgodnie z teorią substytucji na kształtowanie się wartości przedsiębiorstwa korzystającego z kapitałów obcych mają wpływ zarówno korzyści podatkowe (wynikające z zaliczenia oprocentowania długu do kosztów podatkowych), jak i koszty trudności finansowych wynikające z ryzyka niewypłacalności, jakie towarzyszy korzystaniu z kapitału obcego. Zgodnie z powyższym wartość przedsiębiorstwa wykorzystującego kapitał obcy można wyrazić następująco<sup>27</sup>:

$$W_{ko} = W_0 + PV_{kp} - PV_{kf} \quad (11)$$

gdzie:

$W_{ko}$  – wartość przedsiębiorstwa wykorzystującego kapitał obcy,

$W_0$  – wartość przedsiębiorstwa finansowanego wyłącznie kapitałem własnym,

$PV_{kp}$  – bieżąca wartość korzyści podatkowych związanych z płatnością oprocentowania od kapitału obcego,

$PV_{kf}$  – bieżąca wartość kosztów trudności finansowych.

**W drugiej grupie** teorii odnoszących się do struktury kapitału znajduje się **teoria kolejności wyboru**, zwana też **teorią hierarchii**. Jej podstawą jest założenie, że nie ma optymalnej struktury kapitału. Zgodnie z tą teorią przedsiębiorstwa preferują finansowanie własne wewnętrzne, dopiero w sytuacji, gdy wewnętrzny przepływ pieniądza jest niewystarczający do finansowania działalności, sięgają do kapitału obcego. W ostateczności zaś uruchamiają finansowanie własne zewnętrzne, na przykład przeprowadzając emisję akcji<sup>28</sup>. Zgodnie z tym podejściem nie można dobrze zdefiniować optymalnej dźwigni finansowej, ponieważ nie ma w niej rozróżnienia kapitału własnego wewnętrznego i zewnętrznego, z których pierwszy jest preferowany, a drugi zajmuje ostatnie miejsce w kolejności wyboru<sup>29</sup>.

<sup>26</sup> Zob. S.C. Myers, *The capital structure puzzle*, „Journal of Finance” 1984, nr 39(3), s. 575.

<sup>27</sup> K. Janasz, op. cit., s. 35.

<sup>28</sup> G. Donaldson, *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determinant of Corporate Debt Capacity*, Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration, Boston 1961, s. 67.

<sup>29</sup> T. Jurkowski, *Struktura kapitału a dynamika otoczenia przedsiębiorstwa*, w: *Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstw. Teoria i praktyka*, red. nauk. E. Urbańczyk, t. 1, Wyd. Kreos, Szczecin 2005, s. 297.

Kolejność wykorzystywania źródeł tworzących strukturę finansowania przedsiębiorstwa potwierdzają **teorie łączące podejmowanie decyzji inwestycyjnych i finansowych**<sup>30</sup>. Według tych teorii w finansowaniu inwestycji rzeczowych przedsiębiorstwo przedkłada wykorzystanie kapitału wewnętrznego nad zewnętrzny<sup>31</sup>. Preferowanie kapitału wewnętrznego na ogół wynika z chęci pominięcia rynku finansowego i zachowania kontroli nad zasobami przedsiębiorstwa. Można odnaleźć nawet bardzo śmiałe tezy, że pozyskanie kapitału obcego przez przedsiębiorstwo nie ma wpływu na jego wartość, gdyż dodatni efekt dźwigni finansowej jest eliminowany przez złą informację dotyczącą zadłużenia przedsiębiorstwa i jego standingu finansowego<sup>32</sup>. Zgodnie z tym podejściem celem przedsiębiorstwa nie jest optymalizowanie struktury kapitałowej poprzez wykorzystanie mechanizmu dźwigni finansowej, ale poszukiwanie najbardziej dostępnych źródeł pozyskania kapitału, unikanie kosztów emisji towarzyszących finansowaniu zewnętrznemu.

## 6. Podsumowanie

Dokonany w niniejszym artykule przegląd teorii wskazuje, że istnieją wiele koncepcji potwierdzających związek pomiędzy strukturą i kosztem kapitału a wartością przedsiębiorstwa. Struktura i koszt kapitału pojawiają się jako parametry wyceny wartości już w powstałych w połowie ubiegłego wieku koncepcjach F. Modiglianego i M. Millera oraz w rozważaniach kontynuowanych przez samego M. Millera. Na bazie tych koncepcji powstały nowe modele, w których również dowodzi się związku struktury kapitału z kosztem kapitału oraz ich wpływu na wartość przedsiębiorstwa. Należą do nich: model statycznego kompromisu, teoria sygnalizacji, teoria agencji, teoria wolnych przepływów pieniężnych. Nie należy jednak pomijać faktu, że z drugiej strony powstawały również teorie, w których związek pomiędzy optymalną strukturą kapitału a kosztem kapitału i wartością przedsiębiorstwa nie jest eksponowany. Najpopularniejsza z nich to teoria kolejności wyboru, zwana też teorią hierarchii. Niemniej jednak należy podkreślić wielość modeli potwierdzających związek pomiędzy kosztem i strukturą kapitału a wartością przedsiębiorstwa, które powstały na przestrzeni ostatnich kilkudziesięciu lat.

---

<sup>30</sup> M. O'Sullivan, *Finance and innovation*, w: *The Oxford Handbook of Innovation*, red. nauk. J. Fagerberg, D.C. Mowery, R.R. Nelson, Oxford University Press, Oxford 2006, s. 240.

<sup>31</sup> Por. S.C. Myers, N. Majluf, *Corporate financing and investment – When firms have information that investors do not have*, „Journal of Financial Economics” 1984, nr 12.

<sup>32</sup> Zob. M.C. Jensen, W.M. Meckling, *Theory of the firm: Managerial behaviour, agency cost and ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, nr 3.

## Literatura

- Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, red. nauk. M. Jerzemowska, PWE, Warszawa 2006.
- Benninga S.Z., Sarig O.H., *Finanse przedsiębiorstwa: metody wyceny*, WIG Press, Warszawa 2000.
- Bień W., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 1998.
- Brigham E.F., Gapenski L.C., *Zarządzanie finansami*, t. 1, PWE, Warszawa 2000.
- Budżetowanie kapitałów*, red. nauk. W. Pluta, PWE, Warszawa 2000.
- Byrka-Kita K., *Koszty kapitału – obszary zastosowania a warunki poprawnego pomiaru*, w: *Rozwój i funkcjonowanie przedsiębiorstw*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2007, nr 446.
- Donaldson G., *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determinant of Corporate Debt Capacity*, Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration, Boston 1961.
- Downes J., Goodman J.E., *Dictionary of Finance and Investment Terms*, Barron’s Educational Series Inc., Hauppauge 1991.
- Duliniec A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 2001.
- Gabrusiewicz W., *Podstawy analizy finansowej*, PWE, Warszawa 2005.
- Groth J.C., Anderson R.C., *The cost of capital: perspectives for managers*, „Management Decisions” 1997, nr 6.
- Higgins R.C., *Analysis for Financial Management*, Irvin, Homewood 1992.
- Helfert E.A., *Techniques of Financial Analysis. A Practical Guide to Managing and Measuring Business Performance*, Irvin, Burr ridge 1994.
- Helfert E.A., *Techniki analizy finansowej*, PWE, Warszawa 2004.
- Ickiewicz J., *Pozyskiwanie, koszt i struktura kapitału w przedsiębiorstwach*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2001.
- Iwin-Garżyńska J., *Szkice o kapitale i podatkach w istocie nauki finansów przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2010.
- Jajuga K., *Wartość i ryzyko przedsiębiorstwa a informacje finansowe – niektóre współczesne problemy*, w: *Zarządzanie finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*, materiały konferencyjne, red. nauk. D. Zarzecki, t. 1, Uniwersytet Szczeciński, Warszawa 2003.
- Jajuga T., Słowski T., *Finanse spółek. Długoterminowe decyzje finansowe*, Wyd. AE we Wrocławiu, Wrocław 1997.
- Janasz K., *Kapitał w finansowaniu działalności innowacyjnej przedsiębiorstw w Polsce*, Difin, Warszawa 2010.
- Jensen M.C., Meckling W.M., *Theory of the firm: Managerial behaviour, agency cost and ownership structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, nr 3.
- Jurkowski T., *Struktura kapitału a dynamika otoczenia przedsiębiorstwa*, w: *Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstw. Teoria i praktyka*, red. nauk. E. Urbańczyk, t. 1, Wyd. Kreos, Szczecin 2005.
- Lukasik G., *Struktura kapitału jako problem decyzyjny w przedsiębiorstwie*, w: *Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, red. nauk. A. Bielawska, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2009.
- Lukasik G., Otte B., *Kategoria wartości firmy w zarządzaniu finansami współczesnego przedsiębiorstwa*, w: *Finanse, banki i ubezpieczenia w Polsce u progu XXI wieku*, t. V, Wyd. AE w Poznaniu, Poznań 2000.
- Masulis R.W., *The Debt/Equity Choice*, Ballinger Publishing Company, Cambridge 1988.
- Metody wyceny przedsiębiorstw – zarys teorii a praktyka*, red. nauk. D. Zarzecki, Wyd. Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2000.
- Michalak A., *Przegląd koncepcji metod wyceny inwestycji rzeczowych*, w: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa w warunkach kryzysu*, red. nauk. E. Urbańczyk, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2010, nr 635, „Finanse, Rynki Finansowe i Ubezpieczenia” nr 35.

- Modigliani F., Miller M.H., *Taxes and the cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, „American Economic Review” 1958, nr 48.
- Moyer R.C., McGuigan J.R., Kretlow W.J., *Contemporary Financial Management*, West Publishing Company, St. Paul 1992.
- Myers S.C., *The capital structure puzzle*, „Journal of Finance” 1984, nr 39(3).
- Myers S.C., Majluf N., *Corporate financing and investment – When firms have information that investors do not have*, „Journal of Financial Economics” 1984, nr 12.
- O’Sullivan M., *Finance and innovation*, w: *The Oxford Handbook of Innovation*, red. J. Fagerberg, D.C. Mowery, R.R. Nelson, Oxford University Press, Oxford 2006.
- Petty J.W., Kretlow A.J., Scott D.F., Martin J.D., *Basic Financial Management*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs 1993.
- Ross S.A., Westerfiels R.W., Jaffe J., *Corporate Finance*, Irwin, Chicago 1996.
- Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warszawa 2003.
- Weston J.F., Copeland T.E., *Managerial Finance*, Cassell 1992.
- Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999.

## The Structure and Cost of Capital as Determinants of Enterprise Value

**Summary.** It is a common opinion, shared by both theorists and practitioners, that the structure and costs of capital are critically relevant to the valuation of an enterprise. For a long time, these have been among the fundamental, and much debated, issues in corporate finance. This paper aims to review the body of theory positing that the value of an enterprise is, to a large extent, dependent on the cost and, albeit indirectly, the structure of its capital. The paper discusses the Modigliani-Miller theorem as the pioneering, model solution addressing this issue. Derivative models based on this theorem are also referenced in the paper.

**Keywords:** corporate finance, capital structure, cost of capital, enterprise value, Modigliani-Miller theorem

## Aneta Michalak

Politechnika Śląska  
Wydział Organizacji i Zarządzania  
Instytut Ekonomii i Informatyki  
e-mail: aneta.michalak@polsl.pl  
tel. 32 277 73 36

## Adam Sojda

Politechnika Śląska  
Wydział Organizacji i Zarządzania  
Instytut Ekonomii i Informatyki  
e-mail: adam.sojda@polsl.pl  
tel. 32 277 73 36

# Wpływ kosztu kapitału na wartość prognozy w metodzie MVA na przykładzie przedsiębiorstwa górniczego\*

**Streszczenie.** Celem artykułu było zbadanie wpływu kosztu kapitału na wartość MVA wybranego przedsiębiorstwa górniczego. Celowi głównemu podporządkowano cele cząstkowe, jakimi są: budowa prognozy EBIT dla wybranego przedsiębiorstwa górniczego, stworzenie wariantowej struktury kapitału oraz oszacowanie kosztu kapitału własnego i kosztu kapitału obcego wraz z kalkulacją średniego ważonego kosztu kapitału i efektu dźwigni finansowej dla poszczególnych wariantów struktury kapitałowej w badanym przedsiębiorstwie górniczym. W badaniach zastosowano metody prognozowania szeregów czasowych. Okres badań obejmuje dane historyczne z lat 2008-2012 oraz prognozę na okres 10 lat.

**Słowa kluczowe:** wartość przedsiębiorstwa, przedsiębiorstwo górnicze, koszt kapitału, dźwignia finansowa

## 1. Wprowadzenie

Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa rodzi potrzebę zastosowania odpowiednich mierników oceny wyników działania przedsiębiorstwa. Tradycyjne wskaźniki finansowe oparte na danych księgowych nie uwzględniają wszystkich czynników mających wpływ na wartość firmy. Coraz większą popularność

---

\* Praca powstała w ramach realizacji projektu badawczego nr N N524 341640 „Metoda wyznaczania wartości kopalni węgla kamiennego” finansowanego ze środków Narodowego Centrum Nauki.

zyskują natomiast mierniki wzrostu wartości przedsiębiorstwa, takie jak: ekonomiczna wartość dodana (EVA) oraz budowana na jej podstawie rynkowa wartość dodana (MVA). Na wartość przedsiębiorstwa wyznaczaną tymi metodami wpływa m.in. koszt kapitału wykorzystanego do finansowania przedsiębiorstwa.

Celem artykułu było zbadanie wpływu kosztu kapitału na wartość MVA wybranego przedsiębiorstwa górniczego. Celowi głównemu podporządkowano cele częściowe, takie jak: budowa prognozy EBIT dla wybranego przedsiębiorstwa górniczego, stworzenie wariantowej struktury kapitału oraz oszacowanie kosztu kapitału własnego i kosztu kapitału obcego wraz z kalkulacją średniego ważonego kosztu kapitału dla poszczególnych wariantów struktury kapitałowej w badanym przedsiębiorstwie górniczym. W badaniach zastosowano metody prognozowania szeregów czasowych. Okres badań obejmuje dane historyczne z lat 2008-2012 oraz prognozę na okres 10 lat.

## 2. Miejsce MVA w metodologii wyceny wartości przedsiębiorstwa

Wartość przedsiębiorstwa można oszacować wieloma metodami, klasyfikowanymi najogólniej jako metody<sup>1</sup>: majątkowe, dochodowe i rynkowe. **Metody majątkowe** są najbardziej rozpowszechnione i historycznie najstarsze. Opierają się na rzeczowych składnikach majątku i sprowadzają się do znalezienia różnicy pomiędzy całością aktywów przedsiębiorstwa a wszelkiego rodzaju zobowiązaniami. Do metod majątkowych zalicza się: metodę wartości księgowej, metodę likwidacyjną i metodę odtworzeniową<sup>2</sup>. Wartość księgowa jest wartością przedsiębiorstwa wynikającą z zapisów w księgach rachunkowych przedsiębiorstwa<sup>3</sup>. Stanowi ona różnicę pomiędzy aktywami przedsiębiorstwa a jego zadłużeniem<sup>4</sup>. Metoda wartości odtworzeniowej wyznacza wartość przedsiębiorstwa poprzez określenie wielkości nakładów koniecznych do poniesienia w celu odtworzenia w danym momencie majątku identycznego lub podobnego pod względem strukturalno-rzeczowym<sup>5</sup>. Natomiast metoda wartości likwidacyjnej jest wykorzysty-

<sup>1</sup> Zob. J. Tuczko, *Zrozumieć finanse firmy*, Difin, Warszawa 2005, s. 222-227.

<sup>2</sup> Zob. T. Kopczyńska, *Wartość przedsiębiorstwa*, w: *Finanse firmy*, red. J. Kowalczyk, Wyd. Międzynarodowej Szkoły Zarządzania, Warszawa 1993, s. 49.

<sup>3</sup> Zob. A. Michalak, M. Turek, *A method of pricing an asset lost in a mining catastrophe*, „Archives of Mining Sciences” 2012, t. 57, nr 3, s. 699-714.

<sup>4</sup> Zob. B. Woźniak-Sobczak, *Dylematy zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, w: *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, red. J. Duraj, Novum, Płock 2000, s. 27.

<sup>5</sup> Zob. G. Goławska-Witkowska, *Struktura kapitału a wartość przedsiębiorstwa*, w: *Dylematy kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie*, red. J. Ostaszewski, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009, s. 299.

wana w przypadku likwidacji całości lub części aktywów firmy i jej roszczeń. Wartość likwidacyjna stanowi sumę cen uzyskanych ze sprzedaży poszczególnych części majątku w określonym czasie<sup>6</sup>.

Majątkowe metody wyceny przedsiębiorstw charakteryzują się licznymi wadami, stąd też w obiektywnej wycenie rynkowej są one wykorzystywane jako uzupełnienie metod dochodowych. Wśród najpoważniejszych mankamentów tych metod można wymienić: oparcie wyników na wartościach historycznych (wartości te mogą odbiegać od wartości aktualnych), arbitralny charakter ustalania wartości niektórych pozycji w bilansie, brak uwzględniania zdolności do generowania dochodów poszczególnych składników bilansu<sup>7</sup>. Metody te nie uwzględniają także zmiany wartości pieniądza w czasie ani kosztu pozyskania kapitału.

**Metody dochodowe** niwelują część wad przypisywanych metodom majątkowym. Bazują one na ocenie zdolności przedsiębiorstwa do generowania dochodów. Zaliczamy do nich m.in.: metodę zdyskontowanych strumieni przepływów pieniężnych, zwaną również metodą DCF (*Discounted Cash Flow*), oraz metodę opartą na dywidendzie. Pierwsza z nich szacuje wartość przedsiębiorstwa jako sumę teraźniejszej wartości przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez przedsiębiorstwo<sup>8</sup>. Drugą jest metoda oparta na dywidendzie, w której wartość przedsiębiorstwa wyznacza zdyskontowany strumień przyszłych dywidend<sup>9</sup>. Coraz popularniejszą alternatywą dla metody DCF jest metoda ekonomicznej wartości dodanej EVA (*Economic Value Added*). Metody te dają dokładnie te same wyniki, jeżeli w analizie przyjęte zostaną te same założenia, jednak zdaniem wielu autorów koncepcję EVA charakteryzują własności, których brak w metodologii DCF. Podkreślają, że EVA jest bardziej kompleksowa i jednocześnie bardziej przejrzysta w kontekście monitorowania procesu kreacji wartości przedsiębiorstwa<sup>10</sup>. Ponadto koncepcja EVA pozwala bezpośrednio skonfrontować wewnętrzne wyniki przedsiębiorstwa z tym, jak są postrzegane przez rynek, za pomocą rynkowej wartości dodanej MVA (*Market Value Added*). Obie koncepcje bardziej szczegółowo opisano w kolejnym punkcie artykułu.

Trzecia grupa metod wyceny opiera się na rynkowej cenie akcji i jej relacji do różnych kategorii charakteryzujących przedsiębiorstwo, takich jak: zysk, sprzedaż czy wielkość produkcji. Do **metod rynkowych** zalicza się metodę mnożnika

<sup>6</sup> Zob. M. Mikołajek-Gocejna, *Wyzwania na szczeblu przedsiębiorstwa – imperatyw kształtowania wartości*, w: *Przedsiębiorstwo. Wartość. Zarządzanie*, red. C. Suszyński, PWE, Warszawa 2007, s. 90.

<sup>7</sup> Patrz: G. Goławska-Witkowska, A. Rzeczycka, H. Zalewski, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Branta, Bydgoszcz 2006, s. 300.

<sup>8</sup> Zob. G. Goławska-Witkowska, *Struktura kapitału...*, op. cit., s. 301.

<sup>9</sup> Zob. E. Maćkowiak, *Ekonomiczna wartość dodana*, PWE, Warszawa 2009, s. 164.

<sup>10</sup> Por. G.B. Stewart, *The Quest for Value. The EVA Management Guide*, Harper Business, Nowy Jork 1991.



rynkowego i metodę *phone calls*. W pierwszej metodzie przedsiębiorstwo wyceniane jest przez pryzmat zysków na akcję (EPS – *earnings per share*), stosunku ceny rynkowej do wartości księgowej (P/BV – *price/book value*) czy stosunku zysku do ceny (P/E – *price/earnings*). Druga z wymienionych metod jest uzupełnieniem pierwszej. Wykorzystuje informacje pochodzące od inwestorów, uzyskane w trakcie wywiadu telefonicznego, do określenia czynników determinujących wycenę przedsiębiorstwa.

### 3. Założenia metody MVA

Rynkowa wartość dodana – MVA mierzy wartość przedsiębiorstwa kreowaną na rynku w stosunku do zainwestowanej bazy kapitałowej i stanowi sumę zdyskontowanych przyszłych wartości EVA spółki<sup>11</sup>. Istnieją różne koncepcje wyceny tej wartości. Na potrzeby niniejszego artykułu przyjęto jedną z nich, w której metoda ekonomicznej wartości dodanej opiera się na kalkulacji zysku operacyjnego, a zatem odnosi się wyłącznie do operacyjnej części działań przedsiębiorstwa, abstrahując od mniej istotnych dla bytu firmy pozostałych obszarów działania. Uwzględnia jednak także obciążenia podatkowe. Można więc uznać, że odzwierciedla faktyczny potencjał przedsiębiorstwa w zakresie kreacji wartości<sup>12</sup>. Ponadto ekonomiczna wartość dodana bierze pod uwagę interesy grup inwestorskich, wykorzystując w swej formule oczekiwane przez nie korzyści. Uwzględnia bowiem koszt zaangażowanego w działalność przedsiębiorstwa kapitału. Tym samym EVA niweluje część przedstawionych wcześniej mankamentów innych metod wyceny<sup>13</sup>. Do wyznaczenia wartości EVA w praktyce używa się zysku operacyjnego netto po opodatkowaniu – NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*)<sup>14</sup>, pomniejszonego o zysk oczekiwany przez inwestorów, wyrażonego jako iloczyn zaangażowanego w przedsiębiorstwie kapitału – IC (*Invested Capital*) i oczekiwanej stopy zwrotu z tego kapitału wyrażonej przez średni ważony koszt kapitału – WACC (*Weighted Average Cost of Capital*). Można to wyrazić za pomocą następującej formuły:

<sup>11</sup> Szerzej: R.E.S. Boulton, B.D. Libert, S.M. Samek, *Odczytując kod wartości. Jak firmy tworzą wartość w nowej gospodarce*, WIG Press, Warszawa 2001, s. XVI.

<sup>12</sup> Por. U. Malinowska, *Wycena przedsiębiorstwa w warunkach polskich*, Difin, Warszawa 2001, s. 37-40 oraz M. Marcinowska, *Kształtowanie wartości firmy*, PWN, Warszawa 2000, s. 176-177.

<sup>13</sup> Warto dodać, że wykorzystująca kategorię ekonomicznej wartości dodanej koncepcja rynkowej wartości dodanej (MVA) pozwala, oprócz wymienionych czynników istotnych dla działalności przedsiębiorstwa, uwzględnić także upływ czasu. MVA bowiem stanowi strumień zdyskontowanych w czasie EVA.

<sup>14</sup> Por. T. Dudycz, *Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wyd. AE we Wrocławiu, Wrocław 2001, s. 198-201.



$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{WACC} \times \text{IC} \quad (1)$$

gdzie:

NOPAT – zysk operacyjny netto po opodatkowaniu (*Net Operating Profit After Taxes*),

WACC – średni ważony koszt kapitału (*Weighted Average Cost of Capital*),

IC – kapitał zaangażowany w przedsiębiorstwie (*Invested Capital*).

W praktyce NOPAT to zysk operacyjny netto po opodatkowaniu, czyli zysk przed odjęciem kosztów finansowania działalności kapitałami obcymi, ale po pomniejszeniu o wyrażony w gotówce podatek. NOPAT można więc wyznaczyć korygując zysk operacyjny o obciążenia podatkowe:

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} \times (1 - T) \quad (2)$$

gdzie:

NOPAT – zysk operacyjny netto po opodatkowaniu (*Net Operating Profit After Taxes*),

EBIT – zysk operacyjny przed opodatkowaniem (*Earnings Before Income Taxes*),

$T$  – stawka podatku dochodowego (*Tax*).

Na podstawie ekonomicznej wartości dodanej EVA wyznaczana jest rynkowa wartość dodana – MVA (*Market Value Added*). Jest ona sumą zdyskontowanych ekonomicznych wartości dodanych, jakie zrealizuje się w okresach przyszłych  $t = 1, 2, 3, \dots, n$  i odzwierciedla premię osiąganą na rynku z tytułu zaangażowanego w przedsiębiorstwie kapitału<sup>15</sup>:

$$\text{MVA}_t = \sum_{t=1}^n \frac{\text{EVA}_t}{(1 + \text{WACC})^t} \quad (3)$$

gdzie:

$t$  – czas,

$\text{MVA}_t$  – rynkowa wartość dodana (*Market Value Added*),

WACC – średni ważony koszt kapitału (*Weighted Average Cost of Capital*),

$\text{EVA}_t$  – ekonomiczna wartość dodana (*Economic Value Added*).

<sup>15</sup> Koncepcja mierzenia wartości dodanej przez rynek względem bazy kapitałowej przedsiębiorstwa z zastosowaniem MVA zyskała miano  $E = MC^2$  finansów przedsiębiorstw. Patrz: A. Ehrbar, *Using EVA to measure performance and assess strategy*, „Strategy & Leadership” 1999, t. 27, nr 3, s. 21.

MVA wyraża obecną wartość uzyskiwanych w okresach przyszłych  $t = 1, 2, 3, \dots, n$  ekonomicznych wartości dodanych. W związku z powyższym, jeżeli przedsiębiorstwo wygeneruje strumień dodatnich wielkości EVA, to zostanie wytworzona dodatkowa wartość, jeśli zaś wielkość zdyskontowanych ekonomicznych wartości dodanych będzie ujemna, to dojdzie do procesu „niszczenia” wartości. MVA zawiera zatem zasadnicze przesłanie stwierdzające, że nowa wartość powstanie tylko wtedy, gdy zaangażowany przez przedsiębiorstwo kapitał przyniesie zwrot wyższy od progowego, wyznaczonego przez jego koszt.

#### 4. Koszt kapitału jako parametr w metodzie MVA

Koszt kapitału jest bardzo ważnym parametrem pojawiającym się w metodzie MVA jako stopa dyskontowa równa średniemu ważonemu kosztowi kapitału (WACC). Pojawia się również w procesie kalkulacji ekonomicznej wartości dodanej EVA jako oczekiwana stopa zwrotu z kapitału zaangażowanego przez inwestorów w przedsiębiorstwo. Kapitał ten może mieć charakter kapitału własnego lub kapitału obcego. Korzystanie z obu rodzajów kapitału wiąże się z ponoszeniem określonego kosztu. Koszt ten jest definiowany jako „oczekiwana stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału przy danym poziomie ryzyka”<sup>16</sup>. Kalkulacja kosztu kapitału polega na oddzielnym oszacowaniu kosztu kapitału dla każdego wykorzystywanego przez przedsiębiorstwo źródła finansowania, określeniu udziału poszczególnych źródeł w strukturze kapitału oraz obliczeniu średniego ważonego kosztu kapitału, według formuły:

$$\text{WACC} = \sum_{i=1}^n w_i \times k_i \quad (4)$$

gdzie:

$w_i$  – udział kapitału pochodzącego z  $i$ -tego źródła,

$k_i$  – koszt kapitału pochodzącego z  $i$ -tego źródła,

WACC – średni ważony koszt kapitału.

Udział poszczególnych rodzajów kapitału w strukturze kapitału ogółem może być określony na podstawie rzeczywistej struktury kapitału wyznaczonej z uwzględnieniem wartości księgowej, wartości rynkowej bądź struktury docen-

---

<sup>16</sup> A. Michalak, *Problems of capital categorization in economic sciences and economic practice*, w: *Aktualne problemy podnikowej sfery 2013*, red. S. Majtan, Ekonomická Univerzita v Bratislavie, Wyd. Ekonom, Bratislava 2013, s. 380-384.

lowej, która opiera się na ustalonych i przyjętych do realizacji relacjach między poszczególnymi składnikami majątku. Jeżeli przedsiębiorstwo pozyskuje kapitał w formie kapitału własnego i obcego, to koszt jego pozyskania jest średnią ważoną obu tych komponentów. Wagi zaś poszczególnych składników odzwierciedlają strukturę kapitału i uwzględniają tym samym sposób finansowania przedsiębiorstwa<sup>17</sup>. Powyższe założenia sprawiają, że formuła średniego ważonego kosztu kapitału (WACC) przyjmuje następującą postać<sup>18</sup>:

$$\text{WACC} = \frac{[E \times C_e + D \times C_d \times (1 - T)]}{E + D} \quad (5)$$

gdzie:

- $E$  – kapitał własny,
- $C_e$  – koszt kapitału własnego,
- $D$  – kapitał obcy,
- $C_d$  – koszt kapitału obcego,
- $T$  – podatek dochodowy.

Kapitał własny ( $E$ ) obejmuje przede wszystkim kapitał wniesiony przez właścicieli i nagromadzony zysk pozostający do dyspozycji przedsiębiorstwa. Natomiast na wielkość kapitału obcego zaangażowanego w działalność przedsiębiorstwa składają się zobowiązania przedsiębiorstwa<sup>19</sup>. Przy czym można wyróżnić różne podejścia do sposobu zaliczania zobowiązań do struktury kapitału przedsiębiorstwa. Niektórzy autorzy opierają swoje badania w tym zakresie na założeniu, że struktura kapitału przedsiębiorstwa jest tożsama ze strukturą jego pasywów i w kalkulacji kosztu kapitału uwzględniają zarówno zobowiązania długo-, jak i krótkoterminowe<sup>20</sup>. Inni natomiast postulują, aby w ramach struktury kapitału ujmować tylko kapitał własny i zobowiązania długoterminowe<sup>21</sup>. Zgodnie z ich podejściem kapitał krótkoterminowy zaangażowany w przedsiębiorstwie ulega ciągłym zmianom i w dłuższym okresie nie

<sup>17</sup> Por. M. Melich, *Wycena wartości firmy*, w: *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, red. A. Szablewski, R. Tuzimek, Poltext, Warszawa 2004, s. 167-168.

<sup>18</sup> M. Turek, I. Jonek-Kowalska, *Dylematy kalkulacji kosztu kapitału w przedsiębiorstwie górniczym*, „Przegląd Górniczy” 2009, nr 9, s. 16.

<sup>19</sup> A. Michalak, *Capital management in characteristic industries*, „Journal of International Scientific Publication: Economy & Business”, t. 7, cz. 1, s. 12-25.

<sup>20</sup> Por. M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warszawa 2003, s. 255; W. Bień, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 1998, s. 174.

<sup>21</sup> Por. R.C. Moyer, J.R. McGuigan, W.J. Kretlow, *Contemporary Financial Management*, West Publishing Company, St. Paul 1992, s. 518.

decyduje o strukturze kapitału, nie powinien być zatem uwzględniony w kalkulacji WACC<sup>22</sup>.

Za koszt kapitału obcego ( $C_d$ ) najczęściej przyjmuje się przeciętną stopę oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw. Można również wyliczyć koszt kapitału obcego poprzez odniesienie wielkości płaconych odsetek do wielkości oprocentowanych zobowiązań<sup>23</sup>. Kalkulacja kosztu kapitału własnego może być przeprowadzona według różnych podejść<sup>24</sup>. Największą popularnością cieszy się model wyceny aktywów kapitałowych CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), zgodnie z którym „wymagana przez właściciela stopa zwrotu jest uzależniona od stopy zwrotu z inwestycji wolnych od ryzyka oraz premii za ryzyko właściwe dla określonej działalności gospodarczej”<sup>25</sup>. Model ten oparty jest na zależności pomiędzy ryzykiem a oczekiwaną rentownością inwestycji<sup>26</sup>. Zgodnie z modelem CAPM koszt kapitału własnego można wyrazić następująco<sup>27</sup>:

$$C_e = r_{RF} + \beta \times (r_M - r_{RF}) \quad (6)$$

gdzie:

$C_e$  – koszt kapitału własnego pochodzącego z zatrzymania zysków,  
 $r_{RF}$  – stopa zwrotu wymagana z inwestycji wolnych od ryzyka,  
 $r_M$  – stopa zwrotu z inwestycji reprezentatywnych dla portfela rynkowego,  
 $\beta$  – współczynnik określający poziom ryzyka systematycznego (miara zależności pomiędzy stopą zwrotu realizowaną na kapitale własnym w konkretnym przedsiębiorstwie oraz stopą zwrotu realizowaną na rynku).

Stopę zwrotu wolną od ryzyka ( $r_{RF}$ ) wyznacza się z reguły na podstawie rentowności rządowych papierów wartościowych, które uważa się za najbezpieczniejszy instrument finansowy. W praktyce wykorzystuje się w tym przypadku oprocentowanie obligacji skarbowych lub bonów skarbowych. Z kolei współczynnik  $\beta$  określa poziom ryzyka rynkowego związanego z inwestowaniem w aktywa określonego przedsiębiorstwa. W praktyce odzwierciedla on zmienność cen akcji danego przedsiębiorstwa na tle zmienności całego indeksu i można wyznaczyć go z następującego wzoru:

<sup>22</sup> A. Michalak, *Theoretical Conceptions of Optimal Capital Structure*, MakeLearn 2013, [www.toknowpress.net/ISBN/978-961-6914-02-4/papers/ML13-251.pdf](http://www.toknowpress.net/ISBN/978-961-6914-02-4/papers/ML13-251.pdf) [20.03.2013].

<sup>23</sup> Szerzej: K. Kalicki, *Finansowanie długoterminowe i struktura kapitału w przedsiębiorstwie*, w: *Przedsiębiorstwo na rynku międzynarodowym. Analiza strategiczna*, red. T. Gołębiowski, PWN, Warszawa 1994, s. 272 i n.

<sup>24</sup> Por. A. Michalak, *Dilemmas of equity cost calculation in Polish mining enterprises*, „Journal of US-China Public Administration”, wrzesień 2012, t. 9, nr 9, s. 1008-1019.

<sup>25</sup> A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2007, s. 309.

<sup>26</sup> Szerzej: *Budżetowanie kapitałów*, red. W. Pluta, PWE, Warszawa 2000, s. 55-58.

<sup>27</sup> M. Turek, I. Jonek-Kowalska, op. cit. s. 17.

$$\beta = \frac{\text{cov}(r_{it}, r_{mt})}{\text{var}(r_{mt})} = \frac{\sum_{t=1}^n (r_{mt} - \bar{r}_m) \times (r_{it} - \bar{r}_i)}{\sum_{t=1}^n (r_{mt} - \bar{r}_m)^2} \quad (7)$$

gdzie:

- $\beta$  – współczynnik beta,
- $\text{cov}(r_{it}, r_{mt})$  – kowariancja między stopą zwrotu z akcji spółki oraz stopą zwrotu z portfela rynkowego,
- $\text{var}(r_{mt})$  – wariancja stopy zwrotu z portfela rynkowego,
- $r_{it}$  – stopa zwrotu z akcji spółki w okresie  $t$ ,
- $r_{mt}$  – stopa zwrotu z portfela rynkowego w okresie  $t$ ,
- $\bar{r}_m$  – średnia stopa zwrotu z portfela rynkowego w okresie  $t$ ,
- $\bar{r}_i$  – średnia stopa zwrotu z akcji spółki w okresie  $t$ ,
- $t$  – okres, na podstawie którego wyznacza się parametry modelu.

Współczynnik  $\beta$  równy jedności oznacza typowy poziom ryzyka, wyższy od jedności charakteryzuje przedsiębiorstwa o podwyższonym ryzyku, mniejszy zaś od jedności cechuje firmy o względnie niskim ryzyku<sup>28</sup>.

Kolejnym elementem wyznaczającym koszt kapitału własnego w modelu CAPM jest oczekiwana rynkowa stopa zwrotu  $r_M$ . Najczęściej jako rynkową stopę zwrotu przyjmuje się stopę zwrotu z podstawowego indeksu giełdowego. Bardzo często, aby uniknąć komplikacji w zakresie szacowania  $r_M$ , oblicza się łącznie różnicę ( $r_M - r_{RF}$ ), która określana jest jako premia za ryzyko (*Market Risk Premium* – MRP). Zakłada się wówczas, że jest ona właściwa dla wszystkich przedsiębiorstw na rynku, decydują bowiem o niej obiektywne czynniki makroekonomiczne<sup>29</sup>. W praktyce ową premię za ryzyko najczęściej wyznacza się subiektywnie na podstawie rekomendacji analityków finansowych oraz autorytetów naukowych.

## 5. Prognoza MVA w wybranym przedsiębiorstwie górniczym

Poniżej przedstawione zostaną wyniki pomiarów rynkowej wartości dodanej MVA dla wybranego przedsiębiorstwa górniczego X. Etapy podjętego procesu badawczego przedstawiają się następująco:

<sup>28</sup> Por. M. Melich, op. cit., s. 167-168. Zob. też: H.B. Mayo, *Wstęp do inwestowania*, K.E. Liber, Warszawa 1997, s. 193.

<sup>29</sup> Por. A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Koncepcje, systemy, narzędzia*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2003, s. 412.

1. Pozyskanie danych statycznych niezbędnych do wyznaczenia prognozy na lata 2013-2022. Na podstawie danych dostępnych w informacji BIP dla przedsiębiorstwa X zestawiono informacje, które ujęto w tabeli 1.

Tabela 1. Podstawowe dane statystyczne przedsiębiorstwa X w okresie bazowym 2008-2012

Wyszczególnienie	Rok				
	2008	2009	2010	2011	2012
Suma bilansowa w mln zł	4052,1	4786,4	4757,4	4737,7	5466,2
Kapitał własny w mln zł	1323,6	1392,9	1421,5	1544,0	1458,2
Zobowiązania długoterminowe w mln zł	119,2	175,2	182,2	182,6	1001,0
Wartość zysku operacyjnego przed opodatkowaniem (EBIT) w mln zł	63,1	242,7	148,5	231,8	132,8
Odsetki w mln zł	43,5	85,0	98,8	84,7	103,9
Zysk brutto w mln zł	19,6	157,7	49,7	147,1	28,9
Wagi	0,05	0,05	0,30	0,30	0,30

Źródło: opracowanie własne na podstawie: www.khw.pl [20.03.2013].

2. Przyjęcie założeń co do prognozy poszczególnych pozycji. Podstawą do postawienia prognozy jest przyjęcie akademickiego założenia, że w okresie prognozy warunki dla funkcjonowania przedsiębiorstwa górniczego nie ulegną zmianom jakościowym. Ewentualne wahania koniunkturalne zostały pominięte. Przyjęto, że podstawą prognozy będzie uśredniona wartość<sup>30</sup> z lat bazowych indeksowana prognozowanym wzrostem PBK na poziomie 3%. Na podstawie tych założeń otrzymano prognozy dla: sumy bilansowej, kapitału własnego, wartości EBIT. Przedsiębiorstwo X zaciągnęło na inwestycje duże zobowiązanie długoterminowe. Istotne dla prognozy było ustalenie tempa spłaty tego zadłużenia. Przyjęcie założenia, że przedsiębiorstwo nie będzie redukowało poziomu zadłużenia prowadziło do stwierdzenia, że wartość EVA w każdym z okresów prognozy będzie ujemna. Przyjęto również założenie, że przedsiębiorstwo będzie redukowało poziom zadłużenia długoterminowego o 11% w skali roku. Obliczenie kosztu zobowiązań długoterminowych na podstawie średniorocznej wartości zobowiązań długoterminowych oraz statystyki stóp procentowych NBP (roczne oprocentowanie kredytów długoterminowych dla przedsiębiorstw przyjęto na

<sup>30</sup> Zastosowano średnią ważoną z wagami dla poszczególnych lat, tak jak w tabeli 1. Wagi przyjęto po konsultacjach z ekspertami.

poziomie 4,8%<sup>31</sup>). Dodatkowo przyjęto założenie, że część odsetek od zobowiązań krótkoterminowych jest stała.

3. Przyjęcie założeń dotyczących wartości WACC. Przyjęto, że obliczenie wartości WACC w zakresie kosztu kapitału własnego będzie zgodne z modelem CAPM. Przy czym współczynnik  $\beta$  oraz premia za ryzyko będą wyznaczone na podstawie wartości zalecanych przez Aswatha Damodarana na rok 2012. Wynoszą one odpowiednio:  $\beta - 1,525$ , premia za ryzyko – 7,5%. Założono, że koszt kapitału obcego będzie równy 4,80%, a stopa wolna od ryzyka 2,65%. Podatek przyjęto na poziomie 19%.

4. Obliczenie MVA. Wartość MVA oparto na wcześniejszej kalkulacji wartości EVA, którą skalkulowano dla każdego roku prognozy (okres 2013-2022), a następnie zdyskontowano za pomocą WACC. Dla tak poczynionych założeń otrzymano wartość MVA równą 55 mln zł.

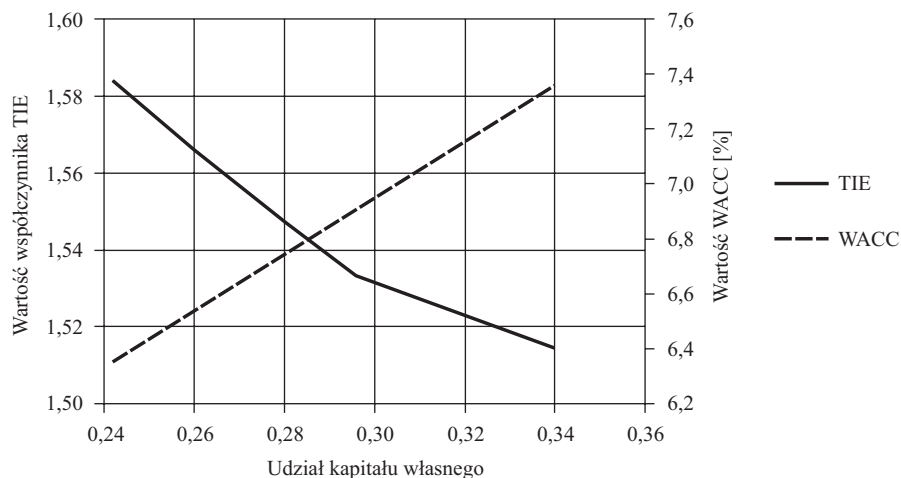
Tę samą procedurę powtórzono dla innych kombinacji udziału kapitału własnego i zobowiązań długoterminowych w prognozowanym kapitale stałym. Dla każdej struktury kapitału określano nowy WACC oraz ekonomiczną i rynkową wartość dodaną (EVA i MVA). Dodatkowo, mając na uwadze fakt, że wprowadzając coraz więcej kapitału obcego, który jest tańszy od kapitału własnego, do struktury kapitału stałego, obniża się WACC i jednocześnie wzrasta EVA i MVA, zbadano dla każdej kombinacji kapitału własnego i zobowiązań długoterminowych, wskaźnik pokrycia odsetek TIE (*times interest earned*). Wskaźnik ten pozwala ocenić ryzyko związane z wprowadzaniem coraz większej wartości zobowiązań oprocentowanych do struktury kapitału. Bazuje on na relacji zysku operacyjnego do wartości odsetek, co można zapisać:

$$\text{TIE} = \text{EBIT}/\text{odsetki} \quad (8)$$

Wskaźnik TIE równy 1 oznacza, że cały wypracowany przez przedsiębiorstwo zysk operacyjny musi być przeznaczony na pokrycie odsetek od oprocentowanych zobowiązań. Im wskaźnik większy od jedności, tym mniej uciążliwe jest spłacanie rat odsetkowych. Można spotkać się z tezą, że ryzyko finansowe jest dopuszczalne, gdy poziom wskaźnika wynosi co najmniej 1. Mając na uwadze optymalizację struktury kapitału, zarówno z punktu widzenia WACC, jak i pod względem ryzyka finansowego, założono, że optymalna struktura kapitału będzie charakteryzować się najniższym WACC przy możliwie najwyższej wartości współczynnika TIE. Zgodnie z wykresem 1 udział kapitału własnego w strukturze kapitału dla takich wartości WACC oraz TIE powinien wynosić 28,55%. Dla takiej struktury finansowania WACC wynosi 6,79%, natomiast wskaźnik TIE

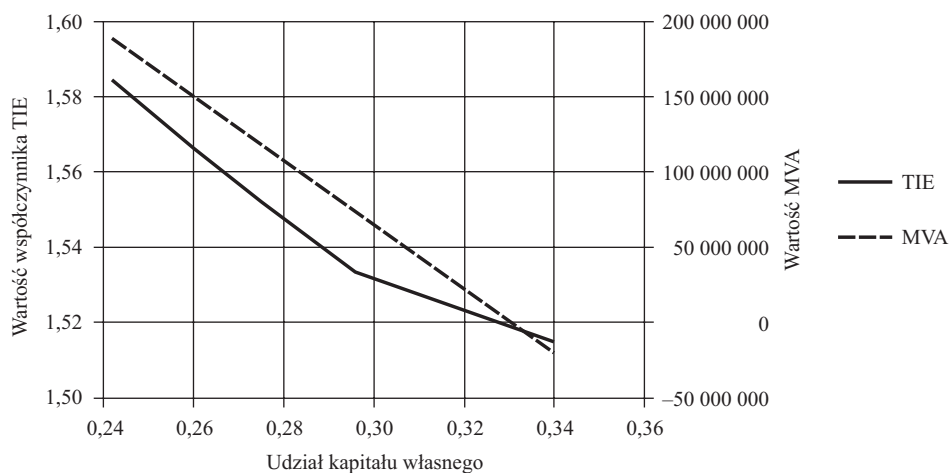
<sup>31</sup> [www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna\\_i\\_bankowa/oprocentowanie\\_n.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna_i_bankowa/oprocentowanie_n.html) [20.03.2013].

Wykres 1. Zależność TIE i WACC od struktury kapitału



Źródło: opracowanie własne.

Wykres 2. Zależność TIE i MVA od struktury kapitału własnego



Źródło: opracowanie własne.

jest równy 1,54. MVA badanego przedsiębiorstwa przy tak określonej strukturze kapitału wynosi 93 mln zł (wykres 2). Każda inna struktura kapitału nie jest optymalna. Jeżeli rośnie udział kapitału własnego w strukturze kapitału, to rośnie wartość wskaźnika TIE, ale równocześnie rośnie też WACC i maleje MVA. Jeżeli natomiast udział kapitału własnego będziemy zmniejszać poniżej poziomu optymalnego, to WACC będzie coraz niższy, ale równocześnie będzie rosło ryzyko finansowania mierzone wskaźnikiem TIE.



## 6. Podsumowanie

Dla efektywnego funkcjonowania przedsiębiorstwa istotne jest przyjęcie odpowiedniej struktury kapitału. Na podstawie przedstawionego przykładu można wyciągnąć wniosek, że odpowiednio dobrana struktura może przyczynić się do podniesienia wartości przedsiębiorstwa. Przy czym optymalna struktura kapitału może charakteryzować się nie tylko minimalnym średnim ważonym kosztem kapitału. Istotne jest również ustalenie odpowiedniego bezpiecznego poziomu zadłużenia. Relacja wygoszparowanego zysku do odsetek od zadłużenia mierzona wskaźnikiem TIE pozwala ustalić pewną bezpieczną granicę zadłużenia, przy której przedsiębiorstwo jest jeszcze w stanie udźwignąć ciężar płaconych odsetek. Powyżej tej granicy średni ważony koszt kapitału może jeszcze ulegać obniżeniu, jednak poziom bezpieczeństwa zostanie już przekroczony i pojawi się wysokie ryzyko niewypłacalności przedsiębiorstwa.

Zastosowana w niniejszym artykule metoda planowania polegająca na ekstrapolacji danych historycznych jest jedną z metod planowania. Uzyskane z wykorzystaniem tej metody wyniki mogą stanowić przyczynek do dalszych badań z zakresu wykorzystania innych metod planowania do dokonywania dalszych porównań w tym obszarze.

## Literatura

- Bień W., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 1998.
- Bluszcz A., Kijewska A., Sojda A., *Problem szacowania kapitałów własnych i obcych na przykładzie spółki górniczej*, „Przegląd Górniczy” 2013, nr 9.
- Budżetowanie kapitałów*, red. W. Pluta, PWE, Warszawa 2000.
- Boulton R.E.S., Libert B.D., Samek S.M., *Odczytując kod wartości. Jak firmy tworzą wartość w nowej gospodarce*, WIG Press, Warszawa 2001.
- Cwynar A., Cwynar W., *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Koncepcje, systemy, narzędzia*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2003.
- Dudycz T., *Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wyd. AE we Wrocławiu, Wrocław 2001.
- Ehrbar A., *Using EVA to measure performance and assess strategy*, „Strategy & Leadership” 1999, t. 27, nr 3.
- Golawska-Witkowska G., Rzczycka A., Zalewski H., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Branta, Bydgoszcz 2006.
- Golawska-Witkowska G., *Struktura kapitału a wartość przedsiębiorstwa*, w: *Dylematy kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie*, red. J. Ostaszewski, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.
- Kalicki K., *Finansowanie długoterminowe i struktura kapitału w przedsiębiorstwie*, w: *Przedsiębiorstwo na rynku międzynarodowym. Analiza strategiczna*, red. T. Gołębiowski, PWN, Warszawa 1994.
- Kopczyńska T., *Wartość przedsiębiorstwa*, w: *Finanse firmy*, red. J. Kowalczyk, Wyd. Międzynarodowej Szkoły Zarządzania, Warszawa 1993.

- Maćkowiak E., *Ekonomiczna wartość dodana*, PWE, Warszawa 2009.
- Malinowska U., *Wycena przedsiębiorstwa w warunkach polskich*, Difin, Warszawa 2001.
- Marcinowska M., *Kształtowanie wartości firmy*, PWN, Warszawa 2000.
- Mayo H.B., *Wstęp do inwestowania*, K.E. Liber, Warszawa 1997.
- Melich M., *Wycena wartości firmy*, w: *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, red. A. Szablewski, R. Tuzimek, Poltext, Warszawa 2004.
- Michalak A., *Capital management in characteristic industries*, „Journal of International Scientific Publication: Economy & Business” 2013, t. 7, cz. 1.
- Michalak A., *Dilemmas of equity cost calculation in Polish mining enterprises*, „Journal of US-China Public Administration”, wrzesień 2012, t. 9, nr 9.
- Michalak A., *Theoretical conceptions of optimal capital structure*, MakeLearn 2013, [www.toknowpress.net/ISBN/978-961-6914-02-4/papers/ML13-251.pdf](http://www.toknowpress.net/ISBN/978-961-6914-02-4/papers/ML13-251.pdf) [20.03.2013].
- Michalak A., *Problems of capital categorization in economic sciences and economic practice*, w: *Aktualne problemy podnikowej sfery* 2013, red. S. Majtan, Ekonomická Univerzita v Bratislave, Wyd. Ekonom, Bratislava 2013.
- Michalak A., Turek M., *A method of pricing an asset lost in a mining catastrophe*, „Archives of Mining Sciences” 2012, t. 57, nr 3.
- Mikołajek-Gocejna M., *Wyzwania na szczeblu przedsiębiorstwa – imperatyw kształtowania wartości*, w: *Przedsiębiorstwo. Wartość. Zarządzanie*, red. C. Suszyński, PWE, Warszawa 2007.
- Moyer R.C., McGuigan J.R., Kretlow W.J., *Contemporary Financial Management*, West Publishing Company, St. Paul 1992.
- Rutkowski A., *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2007.
- Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warszawa 2003.
- Stewart G.B., *The quest for value. The EVA management guide*, „Harper Business” 1991.
- Tuczko J., *Zrozumieć finanse firmy*, Difin, Warszawa 2005.
- Turek M., Jonek-Kowalska I., *Dylematy kalkulacji kosztu kapitału w przedsiębiorstwie górniczym*, „Przegląd Górniczy” 2009, nr 9.
- Woźniak-Sobczak B., *Dylematy zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, w: *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, red. J. Duraj, Novum, Płock 2000. [www.khw.pl](http://www.khw.pl) [20.03.2013].
- [www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna\\_i\\_bankowa/oprocentowanie\\_n.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna_i_bankowa/oprocentowanie_n.html) [20.03.2013].

## The Influence of the Cost of Capital on Forecast Value Using the MVA Method – a Mining Company Example

**Summary.** The objective of this article is to examine whether and how the cost of capital influences the MVA value of a sample mining company. Secondary objectives that are pursued simultaneously are as follows: to build an EBIT forecast for the sample mining company; to identify viable variants of capital structure for the company; and to estimate the cost of equity and debt capital alongside the weighted average cost of capital and the effect of financial leverage for each capital structure variant. To accomplish these goals, time series forecasting methods are used. The study draws on historical data for 2008-2012, while the forecast itself spans a period of 10 years.

**Keywords:** enterprise value, mining company, cost of capital, financial leverage

**Adam Sojda**

Politechnika Śląska, Wydział Organizacji i Zarządzania  
Instytut Ekonomii i Informatyki  
e-mail: adam.sojda@polsl.pl  
tel. 32 277 73 36

## **Kształtowanie się wartości EVA w zależności od kosztu kapitału na przykładzie przedsiębiorstw górniczych \***

**Streszczenie.** W artykule przedstawiono koncepcję EVA (ekonomicznej wartości dodanej), jak również zaprezentowano wybrane sposoby oszacowania wartości WACC. Na danych historycznych z lat 2009-2012 dla wybranych przedsiębiorstw górniczych wykonano analizę wrażliwości EVA ze względu na zmieniającą się wartość WACC. Zaprezentowano również dynamikę zmian EVA na tle zmian WACC przy wykorzystaniu metod statystycznej analizy danych. Wszystkie analizy zmierzały do realizacji celu głównego artykułu, jakim było przedstawienie wpływu kosztu kapitału na wartość EVA dla wybranych przedsiębiorstw górniczych.

**Słowa kluczowe:** wartość przedsiębiorstwa górniczego, EVA, WACC, koszt kapitału własnego, koszt zadłużenia

### **1. Wstęp**

Wartość przedsiębiorstwa można jedynie oszacować. Dokładny pomiar kategorii wartość nie jest możliwy, pojęcie to bowiem jest wieloznaczne<sup>1</sup>. W przypadku przedsiębiorstw opierających swoją działalność na wzajemnych relacjach jednoznaczność w ocenie wartości jest jednak zjawiskiem pożądanym. Należy

---

\* Praca powstała w ramach realizacji projektu badawczego nr N N524 341640 „Metoda wyznaczania wartości kopalni węgla kamiennego” finansowanego ze środków Narodowego Centrum Nauki.

<sup>1</sup> J. Śliwa, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa od diagnozy do projekcji*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998, s. 229.

poszukiwać takich mierników, które zapewniałyby obiektywność oraz porównywalność. Istnieje wiele metod oceny wartości przedsiębiorstwa, jednakże coraz częściej standardem staje się ekonomiczna wartość dodana (*Economic Value Added* – EVA)<sup>2</sup>. Celem opracowania było przedstawienie wartości wybranych przedsiębiorstw górniczych, opierając się na metodzie EVA dla różnych wariantów szacowania kosztu kapitału.

## 2. Koncepcje szacowania wartości przedsiębiorstwa

Niejednoznaczność pojęcia wartości przejawia się również w klasyfikacji metod wyceny wartości. Jedną z klasyfikacji dzieli metody na: majątkowe, dochodowe i rynkowe<sup>3</sup>. Inną wyróżnia metody: majątkowe, dochodowe i mieszane<sup>4</sup>. Metody majątkowe opierają się na rzeczowych składnikach majątku. W tej grupie znajdują się następujące: metoda wartości księgowej, metoda likwidacyjna, metoda odtworzeniowa<sup>5</sup>. Metody majątkowe charakteryzują się wieloma wadami, dlatego też należy je traktować jako metody pomocnicze w wycenie wartości przedsiębiorstwa. Jednym z głównych zarzutów dotyczących metod majątkowych jest brak obiektywizmu w wycenie majątku. Wycena opiera się na wartościach historycznych i niekiedy może ona znacznie odbiegać od wartości aktualnej. W metodach tych nie uwzględnia się zmiany wartości pieniądza w czasie. Jednakże ze względu na prostotę i porównywalność można uznać je za użyteczne.

Chcąc zniwelować część wad metod majątkowych, można do wyceny wykorzystać metody dochodowe. Do metod tych można zaliczyć metodę zdyskontowanych strumieni przepływów pieniężnych oraz metodę opartą na dywidendzie. Pierwsza z nich, metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (*Discounted Cash Flow* – DCF), szacuje wartość na podstawie zdolności generowania przez przedsiębiorstwo przyszłych zysków. Przyszłe zyski w postaci prognozowanych przepływów finansowych są dyskutowane i wartość przedsiębiorstwa traktowana jest jako ich wartość bieżąca. Metoda oparta na dywidendzie również uwzględnia zmianę wartości pieniądza w czasie, jednakże do wyceny nie są używane potencjalne przepływy pieniężne, ale strumień przyszłych dywidend.

<sup>2</sup> EVA jest znakiem handlowym zastrzeżonym przez Stern-Steward & Co.

<sup>3</sup> J. Tuczko, *Zrozumieć finanse firmy*, Difin, Warszawa 2005.

<sup>4</sup> E. Maćkowiak, *Ekonomiczna wartość dodana. Miernik oceny kondycji finansowej i wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2009.

<sup>5</sup> T. Kopczyńska, *Wartość przedsiębiorstwa*, w: *Finanse firmy*, red. J. Kowalczyk, Wyd. Międzynarodowej Szkoły Zarządzania, Warszawa 1993, s. 49; G. Goławska-Witkowska, *Struktura kapitału a wartość przedsiębiorstwa*, w: *Dylematy kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie*, red. J. Ostaszewski, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.

Metody dochodowe nacechowane są wyższą wiarygodnością. Ich podstawą jest zorientowanie na potencjalne przyszłe korzyści wynikające z działalności przedsiębiorstwa. Możliwość generowania przez przedsiębiorstwo dochodów jest jednocześnie źródłem informacji o przyszłych inwestycjach. Metody te nie są pozbawione wad. Jedną z nich jest prognozowany charakter przyszłych przepływów czy też dywidend. Nie mówiąc już o konieczności określenia stopy dyskontowej będącej podstawą do określenia zmiany wartości samego pieniądza w czasie.

### 3. Ekonomiczna wartość dodana EVA w wycenie przedsiębiorstwa

Ekonomiczna wartość dodana jest najbardziej znanym narzędziem pomiaru wartości przedsiębiorstwa. Miernik ten czasem bywa określany kluczem do wartości przedsiębiorstwa<sup>6</sup>. W rachunku EVA porównuje się zwrot z inwestycji (ROIC – w ujęciu względnym, NOPAT – w ujęciu bezwzględnym) ze zwrotem, jakiego wymagają inwestorzy (WACC w ujęciu względnym, WACC IC – w ujęciu bezwzględnym). Miernik ten mierzy kreowaną wartość inwestycji. Na podstawie dostarczonego kapitału IC przedsiębiorstwo generuje zysk (NOPAT)<sup>7</sup>. Inwestorzy wymagają jednak osiągnięcia z kapitału określonego minimalnego zysku WACC IC odzwierciedlającego ich alternatywny koszt.

Ekonomiczną wartość dodaną można scharakteryzować jako:

$$\text{EVA} = \text{zysk zrealizowany} - \text{zysk oczekiwany przez inwestorów} \quad (1)$$

Zysk zrealizowany jest zyskiem osiągniętym dzięki wykorzystaniu posiadanych zasobów. Do określenia tego zysku w praktyce używa się zysku operacyjnego netto po opodatkowaniu, natomiast zysk oczekiwany przez inwestorów – dawców kapitału wyznacza się na podstawie poziomu zaangażowanego kapitału i oczekiwanej stopy zwrotu z kapitału rozumianej jako średni ważony koszt kapitału<sup>8</sup>. Wartość EVA może być wyznaczona jako:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{WACC} \times \text{IC} \quad (2)$$

lub

<sup>6</sup> R.E.S. Boulton, B.D. Libert, S.M. Samek, *Odczytując kod wartości. Jak firmy tworzą wartość w nowej gospodarce*, WIG Press, Warszawa 2001.

<sup>7</sup> T. Dudycz, *Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wyd. AE we Wrocławiu, Wrocław 2001.

<sup>8</sup> M. Sierpińska, *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, PWN, Warszawa – Kraków 1999.

$$\text{EVA} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) \times \text{IC} \quad (3)$$

gdzie:

NOPAT – skorygowany wynik operacyjny, zysk operacyjny netto po opodatkowaniu (*Net Operating Profit After Taxes*),

IC – kapitał zaangażowany w przedsiębiorstwie (*Invested Capital*) definiowany jako różnica pomiędzy sumą bilansową (sumą aktywów) a wartością długu nieobciążonego odsetkami na początku roku (aktywa trwałe netto + kapitał obrotowy netto) albo (aktywa ogółem – zobowiązania bieżące),

WACC – średni ważony koszt kapitału (*Weighted Average Cost of Capital*).

Zastosowanie NOPAT w formule na EVA powoduje, że wskaźnik ten jest czuły na zmiany czynników czysto operacyjnych. Prowadzi to do obiektywizacji kategorii zysku, odzwierciedlając jednocześnie rzeczywisty potencjał przedsiębiorstwa wynikający z jego działalności podstawowej. W praktyce NOPAT to zysk operacyjny netto po opodatkowaniu, czyli zysk przed odjęciem kosztów finansowania działalności kapitałami obcymi, ale pomniejszony o podatek. NOPAT można wyznaczyć za pomocą korekty zysku operacyjnego o obciążenia podatkowe zgodnie z formułą:

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} (1 - T) \quad (4)$$

gdzie:

EBIT – zysk operacyjny przed opodatkowaniem (*Earnings Before Taxes*),

$T$  – stawka podatku dochodowego (*Tax*).

Przedstawiony we wzorze zysk operacyjny przed opodatkowaniem EBIT jest różnicą pomiędzy przychodami i kosztami operacyjnymi. Przychody w przedsiębiorstwie określone są jako korzyść ekonomiczna o określonej wartości wyrażonej w ujęciu pieniężnym. Źródłem przychodów jest sprzedaż. Przychody ze sprzedaży są w przedsiębiorstwie generowane z udziałem różnych zasobów, co prowadzi do powstania wyrobu finalnego. Cena wyrobu odzwierciedla jakość i ilość wykorzystanych przy jego powstaniu zasobów oraz zawiera dodatkowo „wynagrodzenie” jako marżę zysku. Jest ona jednym ze źródeł wzrostu EVA. Powstanie wyrobu finalnego związane jest z kosztami pozyskania i wzbogacenia zasobu. Kalkulacja kosztów jest przeważnie złożona i wieloaspektowa. Przez koszt rozumiemy wyrażone w pieniądzu celowe zużycie zgromadzonych zasobów przedsiębiorstwa.

Zysk oczekiwany przez inwestorów zależy przede wszystkim od stopy zwrotu mającej zrekompensować ponoszone przez inwestorów ryzyko. Oczekiwania inwestorów są wyrażone przez minimalną progową rentowność kapitału obcego i własnego. Rentowność ta wyznaczana jest za pomocą średniego ważonego kosztu kapitału WACC. Zadaniem WACC jest uwzględnienie zarówno oczekiwa-

nia dawców kapitału obcego, jak i rentowności dawców kapitału własnego, który związany jest z alternatywnym sposobem zaangażowania kapitału własnego<sup>9</sup>. Wartość WACC można oszacować za pomocą wzoru:

$$\text{WACC} = \frac{[E \times C_e + D \times C_d \times (1 - T)]}{E + D} \quad (5)$$

gdzie:

- $E$  – kapitał własny,
- $C_e$  – koszt kapitału własnego,
- $D$  – kapitał obcy,
- $C_d$  – koszt kapitału obcego,
- $T$  – podatek dochodowy.

Kapitał własny  $E$  obejmuje kapitał podstawowy i nagromadzony zysk pozostający do dyspozycji przedsiębiorstwa. Wielkość kapitału obcego wyznaczona jest poprzez wielkość zobowiązań o charakterze długo- i krótkoterminowym. Za koszt kapitału obcego najczęściej przyjmuje się przeciętną stopę oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw. Koszt kapitału własnego powinien odzwierciedlać ryzyko, jakim jest inwestycja. Należy pamiętać, że kapitał własny nie jest darmowym źródłem pozyskania kapitału do finansowania inwestycji, przedsiębiorstwo bowiem może z tego powodu ponosić koszty związane z możliwością wykorzystania tych środków na inwestycje o wyższej dochodowości. Oszacowanie kosztu kapitału obcego nie stanowi większego problemu zarówno w sensie praktycznym, jak i teoretycznym, natomiast oszacowanie kosztu wykorzystania kapitału własnego jest zadaniem trudnym. Literatura dostarcza różnych metod wyceny tego kosztu jednak najczęściej stosowaną jest metoda oparta na modelu CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Model ten uwzględnia zależność pomiędzy ryzykiem a oczekiwaną rentownością inwestycji<sup>10</sup>. Koszt kapitału własnego można wyrazić następująco<sup>11</sup>:

$$C_e = r_{RF} + \beta (r_M - r_{RF}) \quad (6)$$

gdzie:

- $r_{RF}$  – stopa wolna od ryzyka,
- $r_M$  – oczekiwana stopa zwrotu,
- $\beta$  – współczynnik określający poziom ryzyka.

<sup>9</sup> M. Melich, *Nowoczesne metody wyceny przedsiębiorstw*, w: *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, red. A. Szablewski, R. Tuzimek, Poltext, Warszawa 2004.

<sup>10</sup> *Budżetowanie kapitałów*, red. W. Pluta, PWE, Warszawa 2000.

<sup>11</sup> G. Gołębiowski, P. Szczepankowski, *Analiza wartości przedsiębiorstwa*, Wyd. Difin, Warszawa 2007.



Stopa wolna od ryzyka określana jest przez rentowność państwowych papierów wartościowych. W praktyce jest to oprocentowanie obligacji skarbowych czy też bonów skarbowych. Współczynnik ryzyka  $\beta$  określa poziom ryzyka rynkowego związanego z inwestowaniem w aktywa danego przedsiębiorstwa. Współczynnik ten jest zależny od rodzaju działalności, struktury majątku oraz źródeł finansowania. W przypadku przedsiębiorstw notowanych na giełdzie, współczynnik ten określa zmienność cen akcji danego przedsiębiorstwa na tle zmienności odpowiedniego indeksu rynku.

Współczynnik  $\beta$  równy jedności oznacza typowy poziom ryzyka, wyższym od jedności charakteryzują się przedsiębiorstwa o podwyższonym ryzyku, mniejszym od jedności przedsiębiorstwa o względnie niskim ryzyku. Kolejnym ważnym elementem wyznaczającym koszt kapitału własnego jest oczekiwana stopa zwrotu  $r_M$ . Najczęściej jako rynkową stopę zwrotu przyjmuje się stopę zwrotu z podstawowego indeksu giełdowego. Jednakże bardzo często zamiast szacować wartość  $r_M$  wyznacza się  $r_M - r_{RF}$  jako premię za ryzyko MRP (*Market Risk Premium*). Premia ta jest przeważnie wyznaczana subiektywnie na podstawie rekomendacji analityków finansowych oraz ekspertów. Sugerowane premie za ryzyko dla gospodarek wschodzących to 7,5-8,5%. W przypadku wyznaczania wartości EVA dla przedsiębiorstw nienotowanych na giełdzie, model wykorzystywany jest dalej, jednakże współczynniki określane są arbitralnie na podstawie wiedzy eksperckiej dotyczącej wybranego przedsiębiorstwa bądź branży.

Po oszacowaniu średniego ważonego kosztu kapitału należy określić wartość zaangażowanego kapitału IC. Kapitał zaangażowany w przedsiębiorstwie ma za zadanie finansować zgromadzone przez przedsiębiorstwo zasoby. Przedsiębiorstwo nie może tylko i wyłącznie gromadzić kapitału, ale powinno zgromadzony kapitał efektywnie wykorzystywać. Efektywność wykorzystania kapitału pojawia się, jeśli na wartość EVA spojrzymy z inwestycyjnego punktu widzenia – wzór 2. Dopiero odpowiednia rekombinacja zasobów, mająca na celu maksymalizację zwrotu z zaangażowanego kapitału, pozwala na otrzymanie zysku ekonomicznego. Sam dodatni wynik operacyjny nie wystarcza, aby pojawił się zysk ekonomiczny. EVA jest dodatnia wtedy, gdy różnica pomiędzy faktycznie osiągniętym zwrotem z zainwestowanego kapitału a minimalną oczekiwaną stopą zwrotu jest dodatnia. Wartość przedsiębiorstwa wzrasta, jeśli zysk zrealizowany jest wyższy od minimalnego zysku oczekiwanego przez inwestora.

#### 4. Wartość EVA dla wybranych przedsiębiorstw górniczych

Poniżej przedstawiona została analiza kształtowania się wartości EVA dla dwóch wybranych przedsiębiorstw górniczych: Katowickiego Holdingu Węglowego S.A. (KHW) oraz Kompanii Węglowej S.A. (KW) w okresie od 2009 do



2012 r. W tabeli 1 przedstawiono wartości EBIT, IC oraz udział kapitału własnego dla wybranych przedsiębiorstw w badanych latach. Wartości zastały wyznaczone na podstawie dostępnych informacji w BIP, a przy wyznaczaniu wartości EVA zrezygnowano z zastosowania poprawek ze względu na brak informacji.

Tabela 1. Wartości EBIT, IC oraz udział kapitału własnego

Lata	EBIT w tys. zł		IC w tys. zł		Udział kapitału własnego w %	
	KHW	KW	KHW	KW	KHW	KW
2009	242 698	-164 903	1 568 048	2 354 403	29,1	14,2
2010	148 503	80 905	1 603 748	3 146 578	29,9	21,1
2011	231 838	563 002	1 726 664	3 539 955	32,6	24,7
2012	132 798	170 857	2 459 212	2 196 179	26,7	13,86

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze sprawozdań finansowych dostępnych w BIP.

Aby wyznaczyć WACC, poczyniono kilka założeń. Dla kapitału obcego przyjęto, że wykorzystane zostaną dwa warianty wyznaczania kosztu kapitału obcego. W wariantcie I założono, że podstawą będzie WIBOR 1Y plus premia za ryzyko dla kredytodawcy przy zawieraniu umowy kredytowej. W wariantcie II wykorzystano wskaźnik pokrycia odsetek – TIE (*Times Interest Earned*)<sup>12</sup> w połączeniu z ratingiem przedsiębiorstwa. Do wyznaczenia wartości wykorzystano kalkulator autorstwa Aswatha Damodarana<sup>13</sup>.

$$TIE = \frac{EBIT}{\text{koszty odsetkowe}} \quad (7)$$

Tabela 2. Koszt kapitału obcego dla dwóch wariantów wyznaczania kosztu w %

Warianty kosztu kapitału obcego		2009	2010	2011	2012
Wariant I		6,69	6,48	6,2	4,8
Wariant II	KHW	6,5	9,0	6,5	5,2
	KW	25,0	13,0	5,4	5,1

Źródło: opracowanie własne.

<sup>12</sup> P. Szczepankowski, *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2007.

<sup>13</sup> Arkusz kalkulacyjny dostępny na stronie: [www.exinfm.com/free\\_spreadsheets.html](http://www.exinfm.com/free_spreadsheets.html) [10.11.2013]; M. Mieloch, op. cit.

W przypadku kapitału własnego wykorzystano następujące warianty dla wyznaczania kosztu kapitału:

1. Wariant I zakładał wykorzystanie zaproponowanych przez A. Damodarana oszacowań współczynnika  $\beta$ .

2. Wariant II zakładał, że współczynnik  $\beta$  wyznaczany jest arbitralnie i przyjmuje wartości 1,4 dla KHW i 1,6 dla KW<sup>14</sup>.

Tabela 3. Tabela wartości współczynników  $\beta$  dla proponowanych wariantów

Warianty wartości współczynnika $\beta$		2009	2010	2011	2012
Wariant I		1,45	1,45	1,53	1,525
Wariant II	KHW	1,4	1,4	1,4	1,4
	KW	1,6	1,6	1,6	1,6

Źródło: opracowanie własne, dane dla wariantu I dostępne na stronie <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> [10.11.2013].

Jako stopę wolną od ryzyka przyjęto średnie oprocentowanie 52-tygodniowych bonów skarbowych. Poziom premii za ryzyko w wielu publikacjach określony jest arbitralnie<sup>15</sup>. W pracy wykorzystano opracowanie A. Damodara przedstawiające wartości premii za ryzyko rynkowe dla poszczególnych krajów<sup>16</sup>.

Tabela 4. Pozostałe współczynniki potrzebne do wyznaczenia WACC w %

Współczynnik	2009	2010	2011	2012
Premia za ryzyko	6,08	6,5	7,5	7,5
Stopa wolna od ryzyka	4,22	4,06	4,58	2,65

Źródło: opracowanie własne.

Powyższe założenia pozwalają oszacować koszt kapitału własnego dla analizowanych przedsiębiorstw. Dane dla poszczególnych wariantów przedstawia tabela 5.

<sup>14</sup> A. Karbownik, *Zarządzanie ryzykiem w projekcie restrukturyzacji górnictwa węgla kamiennego*, „Wiadomości Górnicze” 2005, nr 1, s. 2-7.

<sup>15</sup> A. Michalak, *Dilemmas of equity cost calculation in Polish mining enterprises*, „Journal of US-China Public Administration”, wrzesień 2012, t. 9, nr 9.

<sup>16</sup> Tabele współczynników dostępne pod adresem: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> [10.11.2013].

Tabela 5. Koszt kapitału własnego dla dwóch wariantów w %

Koszt kapitału własnego		2009	2010	2011	2012
Wariant I		13,03	13,47	16,02	14,08
Wariant II	KHW	12,73	13,16	15,08	13,15
	KW	13,95	14,46	16,58	14,65

Źródło: opracowanie własne.

Wyznaczone zostały dwa warianty określające koszt kapitału własnego oraz dwa warianty dla kosztu kapitału obcego. Pozwala to otrzymać cztery wartości WACC przy przyjmowanych założeniach odnośnie do kosztu kapitału. Wyznaczone wartości WACC dla poszczególnych przedsiębiorstw przedstawiają tabele 6 i 7.

Tabela 6. Wartość WACC dla różnych wariantów w przypadku KHW w %

		2009		2010		2011		2012	
		$C_e$		$C_e$		$C_e$		$C_e$	
		We1	We2	We1	We2	We1	We2	We1	We2
$C_d$	Wd1	7,63	7,55	7,71	7,61	8,61	8,30	6,61	6,85
	Wd2	7,53	7,44	9,14	9,04	8,77	8,46	6,36	6,60

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 7. Wartość WACC dla różnych wariantów w przypadku KW w %

		2009		2010		2011		2012	
		$C_e$		$C_e$		$C_e$		$C_e$	
		We1	We2	We1	We2	We1	We2	We1	We2
$C_d$	Wd1	6,50	6,63	6,98	7,19	7,74	7,88	5,30	5,51
	Wd2	19,22	19,35	11,15	11,36	7,22	7,36	5,38	5,59

Źródło: opracowanie własne.

Otrzymane różnice pomiędzy wartościami WACC dla poszczególnych przedsiębiorstw przy uwzględnianiu różnych wariantów oszacowania kosztu kapitału własnego bądź obcego mogą cechować się niewielkimi różnicami: 0,19% w roku 2009 dla KHW i 12,85% dla KW w roku 2009.

Na podstawie danych z tabeli 1, przy założeniu podatku w wysokości 19% oraz wyznaczonych wartości WACC dla różnych wariantów szacowania, wyznaczona została wartość EVA dla przedsiębiorstw górniczych.

Tabela 8. Wartość EVA dla różnych wariantów dla KHW w tys. zł

		2009		2010		2011		2012	
		C <sub>e</sub>		C <sub>e</sub>		C <sub>e</sub>		C <sub>e</sub>	
		We1	We2	We1	We2	We1	We2	We1	We2
C <sub>d</sub>	Wd1	94 614	92 570	83 38	5 006	54 187	51 788	-54 960	-60 802
	Wd2	-104 829	-106 873	-58 525	-61 858	63 139	60 741	-48 809	-54 651

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 9. Wartość EVA dla różnych wariantów dla KW w tys. zł

		2009		2010		2011		2012	
		C <sub>e</sub>		C <sub>e</sub>		C <sub>e</sub>		C <sub>e</sub>	
		We1	We2	We1	We2	We1	We2	We1	We2
C <sub>d</sub>	Wd1	-318 011	-321 080	-154 113	-160652	182 126	177 208	21 960	17 363
	Wd2	-617 472	-620 541	-285 301	-291839	200 479	195 561	20 248	15 6515

Źródło: opracowanie własne.

Otrzymane różnice w ocenie wartości EVA dla różnych wariantów oceny kosztu kapitału były dla obu przedsiębiorstw najmniejsze w roku 2012. Natomiast największe przypadały na rok 2009. Związane to było z dobrymi wynikami finansowymi w roku 2011, a właściwie z odpowiednią relacją EBIT i IC. W roku 2012 wartości EVA były zdecydowanie mniejsze niż w roku 2011, wiązało się to inwestycjami. Szczególnie jest to widoczne w przypadku KHW.

## 5. Podsumowanie

Za pomocą metody EVA można szacować wartość przedsiębiorstwa. Jednakże należy zwrócić uwagę na wrażliwość metody na wartości WACC. Podczas wyznaczania średniego ważonego kosztu kapitału należy zwrócić szczególną uwagę na sposób wyznaczania i szacowania kosztu kapitału obcego, a w szczególności kosztu kapitału własnego. Nie bez znaczenia pozostaje stosunek EBIT

do IC. Jeśli jest on na odpowiednim poziomie, to wartości określone za pomocą EVA, pomimo różnych założeń co do poziomu kosztu kapitału, są odpowiednio zbliżone. Przy zastosowaniu metody EVA do oceny wartości przedsiębiorstwa należy określić metodę oszacowania wartości WACC, która powinna być wykorzystywana nie tylko w przypadku szacowania wartości, ale również oceny opłacalności inwestycji<sup>17</sup>.

## Literatura

- Arkusze kalkulacyjny, [www.exinfm.com/free\\_spreadsheets.html](http://www.exinfm.com/free_spreadsheets.html) [10.11.2013].
- Budżetowanie kapitałów*, red. W. Pluta, PWE, Warszawa 2000.
- Boulton R.E.S., Libert B.D., Samek S.M., *Odczytując kod wartości. Jak firmy tworzą wartość w nowej gospodarce*, WIG Press, Warszawa 2001.
- Dudycz T., *Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wyd. AE we Wrocławiu, Wrocław 2001.
- Golawska-Witkowska G., *Struktura kapitału a wartość przedsiębiorstwa*, w: *Dylematy kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie*, red. J. Ostaszewski, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.
- Gołębiewski G., Szczepankowski P., *Analiza wartości przedsiębiorstwa*, Wyd. Difin, Warszawa 2007.
- Karbownik A., *Zarządzanie ryzykiem w projekcie restrukturyzacji górnictwa węgla kamiennego*, „Wiadomości Górnicze” 2005, nr 1.
- Kopczyńska T., *Wartość przedsiębiorstwa*, w: *Finanse firmy*, red. J. Kowalczyk, Wyd. Międzynarodowej Szkoły Zarządzania, Warszawa 1993.
- Maćkowiak E., *Ekonomiczna wartość dodana. Miernik oceny kondycji finansowej i wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2009.
- Melich M., *Nowoczesne metody wyceny przedsiębiorstw*, w: *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, red. A. Szablewski, R. Tuzimek, Poltext, Warszawa 2004.
- Michalak A., *Dilemmas of equity cost calculation in Polish mining enterprises*, „Journal of US-China Public Administration”, wrzesień 2012, t. 9, nr 9.
- Sierpińska M., *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, PWN, Warszawa – Kraków 1999.
- Sojda A., *Rozmyte metody oceny projektów inwestycyjnych w przedsiębiorstwie górniczym*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu” 2013, nr 2(34).
- Sprawozdania finansowe KW S.A., <http://bip.kwsa.pl> [10.11.2013].
- Sprawozdania finansowe KHW S.A., [www.khw.pl](http://www.khw.pl) [10.11.2013].
- Szczepankowski P., *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2007.
- Śliwa J., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa od diagnozy do projekcji*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998.
- Tabele współczynników, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> [10.11.2013].
- Tuczko J., *Zrozumieć finanse firmy*, Difin, Warszawa 2005.

---

<sup>17</sup> A. Sojda, *Rozmyte metody oceny projektów inwestycyjnych w przedsiębiorstwie górniczym*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu” 2013, nr 2(34), s. 349-361.

## **Dependence of the EVA on the Cost of Equity as Exemplified by Mining Companies**

**Summary.** This article presents the concept of EVA (Economic Value Added) and discusses a selection of techniques for estimating the value of the WACC (Weighted Average Cost of Capital). Using historical data for 2009-2012 for a number of sample mining companies, the author performs a sensitivity analysis to find out about how their EVA responded to changes in the WACC. In addition, the dynamics of EVA are shown relative to changes in the WACC, employing statistical methods of data analysis. All of the analyses address the main goal of the article, which was to examine the impact that the cost of capital had on the companies' EVA throughout the period.

**Keywords:** value of a mining company, EVA, WACC, cost of equity, cost of debt

## **Część IV**

### **Współczesne kierunki badań i praktyk zarządzania**





**Piotr Koćwin**

Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu  
Wydział Zamiejscowy w Chorzowie  
e-mail: p.koc@gazeta.pl  
tel. 503 759 302

## **Funkcjonowanie organizacji sieciowej w świetle analizy semantycznej**

**Streszczenie.** Wiedza naukowa występuje wyłącznie w postaci uzewnętrznionej jako system znaków, dlatego też jest ona przedmiotem zainteresowania semiotyki. Biorąc pod uwagę fakt, że podstawowe zadanie nauki jako działalności poznawczej powinno być realizowane w sposób obiektywny, bezstronny, pozbawiony emocji, należy uznać, że wiodącym aspektem badań semiotycznych jest aspekt semantyczny. Z kolei uwzględniając wieloaspektowość poznawania desygnatów nazw, w tym przypadku organizacji sieciowej, w ramach analizowanego pola semantycznego, można wyróżnić różne subpola, w tym subpole behawioralne. Subpole behawioralne uczyniono przedmiotem zainteresowania niniejszego artykułu. Główny problem artykułu można ująć w postaci pytania: jaki obraz funkcjonowania organizacji sieciowej wylania się z analizy tekstów poświęconych tej organizacji. Celem artykułu było przedstawienie wyników badania semantycznego, pozwalającego uzyskać odpowiedź na powyższe pytanie.

**Słowa kluczowe:** organizacja sieciowa, analiza semantyczna, pole semantyczne, subpole behawioralne

### **1. Wprowadzenie**

Wiedza naukowa występuje wyłącznie w postaci uzewnętrznionej jako system znaków<sup>1</sup>, dlatego też jest ona przedmiotem zainteresowania semiotyki, która jest ujmowana jako nauka o znakach (systemach znakowych), w szczególności

---

<sup>1</sup> S. Kamiński, *Nauka i metoda. Pojęcie nauki i klasyfikacja nauk*, Wyd. Towarzystwa Naukowego KUL, Lublin 1998, s. 21.

o znakach językowych<sup>2</sup>. Biorąc pod uwagę fakt, że podstawowe zadania nauki jako działalności poznawczej, czyli opis, wyjaśnianie i przewidywanie rzeczywistości (bądź jej fragmentu) powinny być realizowane w sposób obiektywny, bezstronny, pozbawiony emocji, należy uznać, że wiodącym aspektem badań semiotycznych jest aspekt semantyczny.

Podstawowymi kategoriami semantycznymi (znaczącymi) są nazwy i zdania<sup>3</sup>. Nazwy to wyrażenia proste (pojedyncze słowa, wyrazy) lub wyrażenia złożone (dwa lub więcej słów, wyrazów), które mogą być podmiotami lub orzecznikami w zdaniach<sup>4</sup>. Nazwy umożliwiają identyfikację rzeczy (osób) oraz ich cech. Poszczególne nazwy nie funkcjonują w ramach systemu językowego w sposób odosobniony. Tworzą one swoiste rodziny powiązane w szczególności pochodzeniem lub znaczeniem<sup>5</sup>. Rodzinę nazw powiązaną znaczeniem określa się mianem pola semantycznego, przy czym każdy język posiada własne pola semantyczne<sup>6</sup>. W ramach pola semantycznego pomiędzy nazwami zachodzą określone relacje wertykalne (hierarchiczne) i horyzontalne<sup>7</sup>. Relacjami o charakterze hierarchicznym są relacje hiponimii i hiperonimii. Nazwa nadrzędna semantycznie, czyli nazwa, której zakres jest szerszy i znaczenie (treść) bardziej ogólne – to hiperonim, nazwa zaś podrzędna to hiponim. Jeżeli jakiś hiperonim ma kilka hiponimów, to nazywa się je kohiponimami. Relacje horyzontalne to w szczególności homonimia (polisemia), synonimia i antonimia. Szczególny przypadek polisemii zachodzi wówczas, gdy nazwy należą do różnych kategorii ontologicznych tego samego przedmiotu. Innymi słowy, polisemy wyrażają różnicowanie aspektywne przedmiotów ludzkiego poznania. Poszczególne aspekty bowiem odpowiadają określonym kategoriom ontologicznym<sup>8</sup>. W niniejszym opracowaniu przyjęto założenie, że ze względu na wieloaspektowość poznawania desygnatów nazw składających się na pole semantyczne można je podzielić na trzy subpole, a mianowicie subpole substancjalne, subpole strukturalne i subpole

<sup>2</sup> Por. Z. Ziemiński, *Logika praktyczna*, PWN, Warszawa 1975, s. 6; T. Widła, D. Zienkiewicz, *Logika*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2006, s. 2; J. Lyons, *Semantyka 1*, PWN, Warszawa 1984, s. 101.

<sup>3</sup> Por. E. Nieznański, *Logika. Podstawy – język – uzasadnianie*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2000, s. 63; J.J. Jadacki, *Spór o granice języka. Elementy semiotyki logicznej i metodologii*, Wyd. Naukowe Semper, Warszawa 2002, s. 123; T. Kotarbiński, *Elementy teorii poznania, logiki formalnej i metodologii nauk*, PWN, Warszawa 1986, s. 373.

<sup>4</sup> Z. Ziemiński, op. cit., s. 17; T. Widła, D. Zienkiewicz, op. cit., s. 14; J.J. Jadacki, op. cit., s. 124; S. Lewandowski, H. Machińska, A. Malinowski, J. Petzel, *Logika dla prawników*, Wyd. Prawnicze LexisNexis, Warszawa 2005, s. 31.

<sup>5</sup> Por. P. Guiraud, *Semantyka*, Wiedza Powszechna, Warszawa 1976, s. 74-124; J. Lyons, op. cit., s. 224-260.

<sup>6</sup> C. Lachur, *Zarys językoznawstwa ogólnego*, Uniwersytet Opolski, Opole 2004, s. 193.

<sup>7</sup> Por. ibidem, s. 182-192.

<sup>8</sup> S. Stachak, *Wstęp do metodologii nauk ekonomicznych*, Książka i Wiedza, Warszawa 1997, s. 57.

behawioralne. Subpole substancjalne obejmuje nazwy, których konotacje charakteryzują elementy i naturę poszczególnych desygnatów. Subpole strukturalne obejmuje nazwy, których konotacje charakteryzują strukturę (relacje między elementami) poszczególnych desygnatów. Subpole behawioralne obejmuje nazwy, których konotacje charakteryzują zachowania poszczególnych desygnatów (procesy wewnątrz i z udziałem tych desygnatów).

Przedmiotem niniejszego artykułu uczyniono subpole behawioralne pola semantycznego zogniskowanego wokół terminu „organizacja sieciowa”. Główny problem artykułu można ująć w postaci pytania: jaki obraz funkcjonowania organizacji sieciowej wyłania się z analizy tekstów poświęconych tej organizacji. Celem artykułu było przedstawienie wyników badania semantycznego, pozwalającego uzyskać odpowiedź na powyższe pytanie, w szczególności przedstawienie rozkładu (częstości występowania) i zróżnicowania stwierdzeń (sformułowań) używanych przez poszczególnych autorów w odniesieniu do elementów zachowania (funkcjonowania) organizacji sieciowej. Wspomniane badanie semantyczne przeprowadzono na podstawie 37 publikacji traktujących o aspektach behawioralnych organizacji sieciowej. Dla potrzeb artykułu wykorzystano typ badania semantycznego polegający na opisie jednego języka (w tym przypadku – polskiego języka nauk o zarządzaniu) w aspekcie synchronicznym.

## 2. Analiza subpola behawioralnego terminu „organizacja sieciowa”

Ogólnie rzecz biorąc, zachowanie organizacji charakteryzuje ścieranie się dwóch tendencji, a mianowicie tendencji adaptacyjnej (innowacyjnej) zmierzającej ku zmianom oraz tendencji konserwatywnej (zachowawczej), dążącej do utrzymania istniejącego stanu rzeczy<sup>9</sup>. Innymi słowy, funkcjonowanie organizacji w czasie zależy od współwystępowania ciągłości i stabilności z jednej strony oraz adaptacyjności i innowacyjności z drugiej strony<sup>10</sup>. Według innego jeszcze ujęcia, organizacja jest poddana oddziaływaniu dwóch przeciwstawnych i zarazem komplementarnych sił, czyli z jednej strony tendencji zachowawczej, stabilizującej – homeostazie, a z drugiej strony konieczności zmian<sup>11</sup>. Stwierdza się też istnienie dwóch makroprocesów, z którymi boryka się każda organizacja. Chodzi

<sup>9</sup> *Zarządzanie. Teoria i praktyka*, red. A.K. Koźmiński, W. Piotrowski, PWN, Warszawa 2000, s. 705.

<sup>10</sup> Z. Sapijaszka, *Restrukturyzacja przedsiębiorstwa. Szanse i ograniczenia*, PWN, Warszawa 1997, s. 16.

<sup>11</sup> G. Nizard, *Metamorfozy przedsiębiorstwa. Zarządzanie w zmiennym otoczeniu organizacji*, PWN, Warszawa 1998, s. 106.

mianowicie o utrzymanie stabilności przy zachowaniu elastyczności i adaptacji do zmian<sup>12</sup>.

W odniesieniu do organizacji sieciowej większość autorów na pierwszy plan wysuwa jej cechę elastyczności, o czym świadczą następujące określenia<sup>13</sup>:

- [organizacje sieciowe] cechują się elastycznością w ramach domeny,
- [organizacje sieciowe] cechują się elastycznością związaną z możliwościami zmiany domeny,
- elastyczność odzwierciedla stopień zmienności układu,
- elastyczność – częstotliwość przekonfigurowania układu,
- elastyczność sieci jest odzwierciedlana przez zmienność liczebności układu,
- elastyczność strategiczna,
- sieć cechuje się elastycznością w ramach domeny,
- istnieje elastyczność w ramach domeny,
- elastyczność,
- elastyczne kształtowanie struktur,
- elastyczność przywódcza,
- ich [sieci] cechą jest elastyczność dostosowań do zmian warunków, jakie stwarza otoczenie,
- sieci są elastyczne,
- elastyczność struktury sieciowej,
- struktura sieciowa charakteryzuje się elastycznością.

Niektórzy z autorów używają jeszcze dodatkowych określeń w odniesieniu do cechy elastyczności organizacji sieciowej, takich jak<sup>14</sup>:

<sup>12</sup> K. Oblój, *Zarządzanie. Ujęcie praktyczne*, PWE, Warszawa 1986, s. 136.

<sup>13</sup> *Zarządzanie przedsiębiorstwem w turbulentnym otoczeniu*, red. R. Krupski, PWE, Warszawa 2005, s. 177, 182, 183; *Zarządzanie przedsiębiorstwem przyszłości. Koncepcje, modele, metody*, red. K. Perechuda, Agencja Wydawnicza Placet, Warszawa 2000, s. 101, 102; *Podstawy zarządzania przedsiębiorstwami w gospodarce opartej na wiedzy*, red. B. Mięka, A. Pietruszka-Ortyl, A. Potocki, Difin, Warszawa 2007, s. 59; *Doskonalenie struktur organizacyjnych przedsiębiorstw w gospodarce opartej na wiedzy*, red. nauk. A. Stabryła, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 67; K. Santarek, A. Szerenos, *Ocena funkcjonowania klastrów przemysłowych*, „*Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*” 2006, nr 12, s. 10; *Wprowadzenie do nauki o przedsiębiorstwie*, red. M. Brzeziński, Difin, Warszawa 2007, s. 270; E. Maslyk-Musiał, *Organizacje w ruchu. Strategie zarządzania zmianami*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003, s. 115; E. Skawińska, R. Zalewski, *Klasy biznesowe w rozwoju konkurencyjności i innowacyjności regionów. Świat – Europa – Polska*, PWE, Warszawa 2009, s. 169 i 171; S. Kądziała, *Struktura organiczna, organizacja wirtualna a sieciowa struktura organizacyjna – różnice i podobieństwa definicji na podstawie porównawczej analizy pojęciowej*, „*Organizacja i Kierowanie*” 2007, nr 3, s. 132.

<sup>14</sup> J. Cygler, *Alianse strategiczne*, Difin, Warszawa 2002, s. 171, 180; *Zarządzanie przedsiębiorstwem w turbulentnym otoczeniu*, op. cit., s. 178, 180; *Struktury organizacyjne przedsiębiorstw i ich ugrupowań*, red. R. Krupski, M. Przybyła, Ossolineum, Wrocław 1996, s. 195; J. Brillman, *Nowoczesne koncepcje i metody zarządzania*, PWE, Warszawa 2002, s. 431; R. Marciniak, *Elementy nauki o organizacji*, Wyższa Szkoła Zarządzania Marketingowego i Języków Obcych w Katowicach, Katowice 2009, s. 194; *Doskonalenie struktur organizacyjnych przedsiębiorstw w gospodar-*

- znaczna elastyczność organizacyjna,
- duża elastyczność struktur i działania grupy,
- [organizacja sieciowa] charakteryzuje się znaczną elastycznością,
- pełna elastyczność sieci,
- wysoki stopień elastyczności organizacyjnej,
- zwiększona elastyczność,
- sieć jest bardziej elastyczna niż poszczególni jej członkowie,
- większa elastyczność,
- realizowane przez nie [sieci] działania cechuje wysoka elastyczność,
- charakterystyczną cechą [sieci] jest wysoka elastyczność,
- zwiększona elastyczność,
- większa elastyczność produkcyjna.

Część autorów ujmuje cechę elastyczności w sposób dynamiczny, czego dowodem są następujące stwierdzenia<sup>15</sup>:

- zwiększenie elastyczności,
- zwiększenie elastyczności działania,
- wzrasta poziom elastyczności.

Dla niektórych autorów widoczna jest z kolei zdolność organizacji sieciowej do swoistego konserwowania cechy elastyczności, o czym świadczą poniższe określenia<sup>16</sup>:

- sieć umożliwia utrzymanie elastyczności strategicznej,
- utrzymanie elastyczności strategicznej.

Zwraca jednakże uwagę również to, że istnieje możliwość utraty elastyczności działania poprzez „zakotwiczenie się” w nadmiernej liczbie układów<sup>17</sup>.

Określeniem synonimicznym w stosunku do elastyczności jest adaptacyjność. Niektórzy z autorów używają zatem tego określenia w stosunku do zachowania organizacji sieciowej<sup>18</sup>:

- wzrasta poziom adaptacyjności,

---

*ce opartej na wiedzy*, op. cit., s. 60; *Wprowadzenie do nauki o przedsiębiorstwie*, op. cit., s. 270; M. Hopej, *Struktury organizacyjne. Podstawowe, współczesne i przyszłe rozwiązania strukturalne*, Ossolineum, Wrocław – Warszawa – Kraków 2004, s. 62; A. Świerczek, *Sieć firm jako podstawa kształtowania organizacji sieciowej*, „Przegląd Organizacji” 2006, nr 10, s. 30; A.P. Wiatrak, *Organizacje sieciowe – istota ich działania i zarządzania*, „Współczesne Zarządzanie” 2003, nr 3, s. 12.

<sup>15</sup> J. Cygler, op. cit., s. 162, s. 171; B. Mikuła, *Organizacje oparte na wiedzy*, Wyd. AE w Krakowie, Kraków 2006, s. 78; *Przedsiębiorstwo partnerskie*, red. M. Romanowska, M. Trocki, Difin, Warszawa 2002, s. 152.

<sup>16</sup> *Zarządzanie przedsiębiorstwem przyszłości. Koncepcje, modele, metody*, op. cit., s. 102, 103.

<sup>17</sup> *Doskonalenie struktur organizacyjnych przedsiębiorstw w gospodarce opartej na wiedzy*, op. cit., s. 67.

<sup>18</sup> B. Mikuła, op. cit., s. 78; *Wprowadzenie do nauki o przedsiębiorstwie*, op. cit., s. 270; P. Dwojacki, B. Nogalski, *Tworzenie struktur sieciowych jako wynik restrukturyzacji scentralizowanego przedsiębiorstwa*, „Przegląd Organizacji” 1998, nr 4, s. 11.

- zwiększenie adaptacyjności organizacji sieciowych,
- sieć jest układem o wysokiej zdolności adaptacyjnej.

Jak już stwierdzono, w zachowaniu każdej organizacji oprócz elastyczności (adaptacyjności) można zauważyć też tendencje stabilizujące (zachowawcze). W odniesieniu do organizacji sieciowej znajduje to swoje odzwierciedlenie w postaci następujących stwierdzeń<sup>19</sup>:

- sieci są zarazem stabilne i dynamiczne,
- sieci biznesowe są jednocześnie stabilne i trwałe, jak i zmienne,
- nieodłączną cechą sieci jest to, że stają się bardziej stabilne w czasie,
- sieci przemysłowe zwiększają stabilność działania grup przedsiębiorstw,
- trwałość sieci może być bardzo różna, zależnie od charakteru przedsiębiorstwa czy wspólnego celu.

Spośród tendencji charakteryzujących zachowanie organizacji w literaturze przedmiotu zdecydowanie najwięcej uwagi poświęcono zmianom (tendencji adaptacyjnej). Wynika to z tego, że zmiany zachodzące w otaczającej rzeczywistości należą do najbardziej oczywistych elementów naszego doświadczenia (poznania)<sup>20</sup>. Zmiany stanowią więc swoisty wzorzec działania organizacji<sup>21</sup>. Według innego ujęcia, zmiana jest stałym zjawiskiem w organizacjach i w ich otoczeniu<sup>22</sup>. Zmiany są również określane mianem procesów dostosowawczych<sup>23</sup>, usprawnieniami organizacyjnymi<sup>24</sup>, a także mianem adaptacji<sup>25</sup>. Zmiana jest ujmowana również jako funkcja systemu (organizacji) polegająca na walce z entropią (uporządkowaniem)<sup>26</sup>. W odniesieniu do organizacji sieciowej ta cecha jej zachowania jest charakteryzowana w literaturze przedmiotu w sposób następujący<sup>27</sup>:

- sieć znajduje się w permanentnym procesie zmian,

<sup>19</sup> P.B. Schary, T. Skjøtt-Larsen, *Zarządzanie globalnym łańcuchem podaży*, PWN, Warszawa 2002, s. 69 i 65; M. Ratajczak-Mrozek, *Istota podejścia sieciowego*, „Przegląd Organizacji” 2009, nr 4, s. 19; A. Zorska, *Ku globalizacji? Przemiany w korporacjach transnarodowych i w gospodarce światowej*, PWN, Warszawa 1998, s. 94; A. Łupicka, *Sieci logistyczne. Teorie. Modele. Badania*, Wyd. AE w Poznaniu, Poznań 2006, s. 43; A. Łupicka-Szudrowicz, *Zintegrowany łańcuch dostaw w teorii i praktyce gospodarczej*, Wyd. AE w Poznaniu, Poznań 2004, s. 30; M. Bielski, *Podstawy teorii organizacji i zarządzania*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2004, s. 157.

<sup>20</sup> J. Machaczka, *Zarządzanie rozwojem organizacji. Czynniki, modele, strategia, diagnoza*, PWN, Warszawa – Kraków 1998, s. 13; A.K. Koźmiński, K. Obłój, *Zarys teorii równowagi organizacyjnej*, PWE, Warszawa 1989, s. 287.

<sup>21</sup> Z. Sapijaszka, op. cit., s. 17.

<sup>22</sup> J.A.F. Stoner, R.E. Freeman, D.R. jr. Gilbert, *Kierowanie*, PWE, Warszawa 1997, s. 179.

<sup>23</sup> Z. Sapijaszka, op. cit., s. 16.

<sup>24</sup> *Zarządzanie. Teoria i praktyka*, op. cit., s. 497.

<sup>25</sup> G. Nizard, op. cit., s. 9, 10; J. Penc, *Innowacje i zmiany w firmie. Transformacja i sterowanie rozwojem przedsiębiorstwa*, Agencja Wydawnicza Placet, Warszawa 1999, s. 98.

<sup>26</sup> J. Machaczka, op. cit., s. 33.

<sup>27</sup> Ł. Sułkowski, *Epistemologia w naukach o zarządzaniu*, PWE, Warszawa 2005, s. 28; E. Maslyk-Musiał, op. cit., s. 114; M. Hopej, op. cit., s. 57; A.K. Koźmiński, *Zarządzanie w warunkach niepewności. Podręcznik dla zaawansowanych*, PWN, Warszawa 2004, s. 34.



- zespoły sieciowe są dynamiczne,
- konfiguracje tych rozwiązań [sieciowych] charakteryzuje wysoka dynamika,
- sieci można określić jako „pulsujące”, czyli o zmiennym składzie, zmiennej sile powiązań, a przede wszystkim o zmiennych celach i zadaniach.

Zmiany stanowią bardzo zróżnicowany kompleks zjawisk, stąd też w literaturze przedmiotu prezentowane są różne klasyfikacje zmian. Jednym z kryteriów klasyfikowania zmian jest szybkość przeprowadzania zmian<sup>28</sup>. Z tego punktu widzenia zmiany można podzielić na powolne i szybkie (gwałtowane). Zmiany powolne nie zaburzają równowagi organizacji, są łatwiejsze do zrealizowania. Jednakże ich wadą są niewielkie efekty. Z kolei zmiany szybkie zakłócają równowagę organizacji, wymagają dużej mobilizacji zasobów, utrudniają akceptację i wywołują opór wobec ich wprowadzania. Pozwalają jednak na szybką poprawę sytuacji organizacji. Jeśli chodzi o organizacje sieciowe, to w literaturze przedmiotu zwraca się uwagę przede wszystkim na ich zdolność wprowadzania zmian szybkich, o czym świadczą następujące stwierdzenia<sup>29</sup>:

- szybkie dostosowywanie się do nowych warunków,
- szybka realokacja zasobów,
- nabywanie szybkości działania,
- możliwość szybkiej mobilizacji [zasobów],
- szybkie wykorzystanie wniosków w działaniach konkurencyjnych,
- zwiększenie zdolności szybkiego reagowania na sygnały rynkowe,
- znaczne możliwości szybkiego reagowania na zmiany zachodzące w otoczeniu,
- duża szybkość reagowania sieci na sygnały z otoczenia,
- szybkość reakcji na zmiany rynku i technologii,
- szybkość realizacji zadania,
- szybkie reagowanie na sytuacje w otoczeniu rynkowym,
- szybka reakcja na pojawiające się w otoczeniu szanse bądź zagrożenia,
- większa szybkość działania,
- wzrost szybkości działania,

<sup>28</sup> B. Grouard, F. Meston, *Kierowanie zmianami w przedsiębiorstwie. Jak osiągnąć sukces?*, Poltext, Warszawa 1997, s. 23, 24; J. Penc, op. cit., s. 95; *Zarządzanie innowacjami technicznymi i organizacyjnymi*, red. M. Brzeziński, Difin, Warszawa 2001, s. 230.

<sup>29</sup> M. Hopej, op. cit., s. 57; J. Cygler, op. cit., s. 162, 163, 171, 179, 180; *Przedsiębiorstwo partnerskie*, op. cit., s. 151, 152-154; A.K. Koźmiński, op. cit., s. 40; *Zarządzanie przedsiębiorstwem przyszłości. Koncepcje, modele, metody*, op. cit., s. 102; *Metody organizacji i zarządzania. Kształtowanie relacji organizacyjnych*, red. nauk. W. Błaszczyk, PWN, Warszawa 2005, s. 78, 79; *Struktury organizacyjne przedsiębiorstw i ich ugrupowań*, op. cit., s. 195; J. Brillman, op. cit., s. 431; A. Świerczek, op. cit., s. 30; *Doskonalenie struktur organizacyjnych przedsiębiorstw w gospodarce opartej na wiedzy*, op. cit., s. 67, 68; *Wprowadzenie do nauki o przedsiębiorstwie*, op. cit., s. 270; *Zarządzanie. Teoria i praktyka*, op. cit., s. 462; M.J. Hatch, *Teoria organizacji*, PWN, Warszawa 2002, s. 196; R. Marciniak, op. cit., s. 194.

- szybkość działania,
- szybsze rozpoczęcie i zakończenie realizowanych działań,
- zwiększenie szybkości działania,
- zwiększenie szybkości wymiany informacji i wiedzy,
- szybka wymiana informacji,
- szybkie zmiany struktury produkcji,
- sieć jest szybsza niż poszczególni jej członkowie,
- szybki i dokładny przepływ informacji.

Innym rodzajem zmian, szczególnie charakterystycznym dla organizacji sieciowej, są zmiany o charakterze kreatywnym, twórczym czy nowatorskim, które nazywa się na ogół innowacjami. Na innowacyjność organizacji sieciowych wskazują następujące określenia występujące w analizowanej literaturze przedmiotu<sup>30</sup>:

- zwiększenie możliwości innowacyjnych,
- pojawiają się nowatorskie rozwiązania zarówno w sferze organizacyjnej, technicznej, jak i rynkowej,
- podejście innowacyjne,
- zwiększenie podatności innowacyjnej,
- sieć jest sposobem tworzenia nowych obszarów innowacyjności,
- [sieci] inspirują wynalazczość,
- sieci zapewniają warunki korzystne dla wynalazczości,
- szybkie wprowadzanie innowacji,
- nasilenie innowacji,
- większa innowacyjność,
- współpraca w ramach powiązań kooperacyjnych skłania do wzrostu innowacyjności w zakresie technicznym, organizacyjnym i rynkowym,
- docenienie potencjalnego bogactwa innowacyjności,
- sieci są instrumentem wykorzystywanym w rozwoju innowacji,
- pobudza wprowadzenie innowacji,
- w ramach sieci dokonuje się proces powstawania nowych technologii,
- koncentrowanie się na innowacjach i ciągłym doskonaleniu,
- poszukiwanie i stosowanie nowych metod obniżenia kosztów i zwiększenia efektywności.

Analizując zmiany zachodzące w organizacji sieciowej, można zastosować również kryterium przedmiotu zmian. W związku z tym wyodrębnia się zmiany

---

<sup>30</sup> J. Cygler, op. cit., s. 171, 172; *Metody organizacji i zarządzania. Kształtowanie relacji organizacyjnych*, op. cit., s. 81; Strategor, *Zarządzanie firmą. Strategie, struktury, decyzje, tożsamość*, PWE, Warszawa 1996, s. 403; M.J. Hatch, op. cit., s. 196; J. Brillman, op. cit., s. 430, 431; A.P. Wiatrak, op. cit., s. 8; *Przedsiębiorstwo partnerskie*, op. cit., s. 154; M. Hopej, op. cit., s. 59; R. Domański, *Gospodarka przestrzenna*, PWN, Warszawa 2002, s. 197; R. Marciniak, op. cit., s. 194; *Doskonalenie struktur organizacyjnych przedsiębiorstw w gospodarce opartej na wiedzy*, op. cit., s. 65, 67; B. Mikuła, op. cit., s. 80.



strukturalne, a w zasadzie podkreśla się łatwość ich dokonywania. Potwierdzają to następujące stwierdzenia<sup>31</sup>:

- ułatwione jest przekonfigurowywanie układu,
- poszczególni uczestnicy sieci mogą być przyłączani lub wykluczani wraz ze zmianą ich znaczenia na rynku,
- możliwość sprawnego przekonfigurowywania sieci,
- umożliwiają względnie łatwe przekonfigurowywanie sieci,
- po realizacji zadania, dla którego powołano daną sieć, jej uczestnicy przekonfigurowują się w celu realizacji kolejnych zadań lub odłączają się od sieci.

Organizacje należą do klasy systemów zachowujących się rozmyślnie, zmierzających do określonych celów (ideałów), czyli – innymi słowy – są celowo zorientowane<sup>32</sup>. W przypadku organizacji sieciowych celowość ich zachowania wyrażają następujące stwierdzenia zawarte w literaturze przedmiotu<sup>33</sup>:

- w ramach sieci jest realizowany pewien zamysł strategiczny,
- w ramach układu strategicznego współdziałania realizowany jest pewien zamysł strategiczny,
- elementem łączącym partnerów jest pewien zamysł strategiczny,
- sieci tworzone są wokół procesów zmierzających do realizacji wspólnego celu,
- dzielony przez uczestników wspólny cel,
- sieci organizacji mają na celu pokonywanie trudności w restrukturyzacji wewnętrznej firm i zapewnienie wzrostu zewnętrznego.

Podstawowym środkiem osiągnięcia celów organizacji jest strategia<sup>34</sup>. W tym przypadku strategia jest rozumiana jako sposób działania (zachowania) organizacji, bądź też jako wypadkowa działań zachodzących w organizacji, czyli jako

---

<sup>31</sup> *Zarządzanie przedsiębiorstwem w turbulentnym otoczeniu*, op. cit., s. 178; *Zarządzanie przedsiębiorstwem przyszłości. Koncepcje, modele, metody*, op. cit., s. 102; M. Hopej, op. cit., s. 62; S. Kądziela, op. cit., s. 132.

<sup>32</sup> A.K. Koźmiński, *Analiza systemowa organizacji*, PWE, Warszawa 1976, s. 25, 27; J. Gościński, *Zarys teorii sterowania ekonomicznego*, PWN, Warszawa 1977, s. 263, 264; M. Bielski, *Organizacje: istota, struktury, procesy*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1996, s. 8, 44; J. Gościński, *Sterowanie i planowanie. Ujęcie systemowe*, PWE, Warszawa 1982, s. 65; A.K. Koźmiński, K. Oblój, op. cit., s. 43; Ł. Sułkowski, op. cit., s. 25-27; J.A.F. Stoner, R.E. Freeman, D.R. jr. Gilbert, op. cit., s. 20; B. Kożuch, *Nauka o organizacji*, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 88; P.F. Drucker, *Spółczesność pokapitalistyczna*, PWN, Warszawa 1999, s. 45; R. Marciniak, op. cit., s. 24; W. Kieżun, *Sprawne zarządzanie organizacją. Zarys teorii i praktyki*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 1997, s. 14, 33.

<sup>33</sup> *Zarządzanie przedsiębiorstwem w turbulentnym otoczeniu*, op. cit., s. 177, 178; B. Kożuch, op. cit., s. 250; *Podstawy zarządzania przedsiębiorstwami w gospodarce opartej na wiedzy*, op. cit., s. 59; *Wprowadzenie do nauki o przedsiębiorstwie*, op. cit., s. 268; M. Bielski, *Podstawy teorii organizacji i zarządzania*, op. cit., s. 157; M. Ratajczak-Mrozek, op. cit., s. 20; E. Skawińska, R.I. Zalewski, op. cit., s. 169.

<sup>34</sup> J.A.F. Stoner, C. Wankel, *Kierowanie*, PWE, Warszawa 1994, s. 95; *Współczesne teorie organizacji*, red. A. K. Koźmiński, PWN, Warszawa 1983, s. 200.

strategia emergentna (samorzutna)<sup>35</sup>. Strategię organizacji można też ująć jako jej postępowanie polegające na obserwacji otoczenia oraz aktywnym kształtowaniu własnej działalności zmierzającej do realizacji określonych celów<sup>36</sup>. Spośród różnych typów strategii realizowanych przez organizacje sieciowe na pierwszy plan wysuwa się strategia współpracy partnerów sieci.

Świadczą o tym następujące określenia<sup>37</sup>:

- współpraca w ramach sieci,
- są układami strategicznego współdziałania,
- są zorientowane na dłuższą współpracę przy realizacji konkretnych projektów,
- sieci możemy traktować jako układy strategicznego współdziałania,
- jedną z cech organizacji sieciowej jest długotrwałość współpracy firm, ale czas jej trwania zależy od rodzaju działalności i dotychczasowych efektów,
- najważniejszą cechą sieci jest współdziałanie, a w szczególności współpraca,
- układy strategicznego współdziałania,
- ciągła współpraca,
- sieć jako układ współdziałania,
- działania organizacji sieciowych polegają na ścisłej, dobrowolnej i swobodnej współpracy kilku partnerów,
- współpraca w sieci ma charakter partnerski,
- współpraca w ramach organizacji sieciowej może dotyczyć bardzo wielu obszarów działalności,
- organizacje sieciowe zorientowane są na dłuższą współpracę,
- organizacje [sieciowe] są nastawione na długotrwałą współpracę,
- zespoły sieciowe charakteryzują się nastawieniem na współpracę i synergię, koalicyjność,
- sieci jako trwałe struktury jednostek współpracujących ze sobą,
- zmiany w konstrukcji organizacji sieciowej dokonywane są za pomocą kooperacji wszystkich ogniw, które obejmuje sieć,
- cechą charakterystyczną dla sieci jest współdziałanie strategiczne,
- ścisła, dobrowolna i świadoma współpraca (kooperacja) kilku partnerów,

<sup>35</sup> M.J. Hatch, op. cit., s. 121.

<sup>36</sup> A. Rapacz, *Przedsiębiorstwo turystyczne. Podstawy i zasady działania*, PWN, Warszawa 1994, s. 198.

<sup>37</sup> J. Cygler, op. cit., s. 184; *Zarządzanie przedsiębiorstwem w turbulentnym otoczeniu*, op. cit., s. 177, 178, 180; A.P. Wiatrak, op. cit., s. 8, 14; B. Kożuch, op. cit., s. 249, 250; *Podstawy zarządzania przedsiębiorstwami w gospodarce opartej na wiedzy*, op. cit., s. 59, 55-56; B. Mikuła, op. cit., s. 80; R. Marciniak, op. cit., s. 195; *Wprowadzenie do nauki o przedsiębiorstwie*, op. cit., s. 268; M. Hopej, op. cit., s. 59; E. Masłyk-Musiał, op. cit., s. 115; E. Skawińska, R.I. Zalewski, op. cit., s. 168; A. Świerczek, op. cit., s. 30; K. Santarek, A. Szerenos, op. cit., s. 10; M. Ratajczak-Mrozek, *Sieci biznesowe na tle innych koncepcji kooperacji przedsiębiorstw*, „Gospodarka Narodowa” 2009, nr 7-8, s. 80; M. Ratajczak-Mrozek, *Istota podejścia sieciowego*, op. cit., s. 19.

- długotrwałość współpracy firm, czas jej trwania zależy od rodzaju działalności i dotychczasowych efektów,
- sieć biznesowa tworzy się w trakcie ewoluującej, długotrwałej współpracy i interakcji podmiotów gospodarczych,
- sieć biznesowa tworzy się w trakcie długotrwałej współpracy podmiotów gospodarczych.

Współpraca partnerów sieci opiera się na ich potencjale synergicznym<sup>38</sup>. Strategia współpracy uczestników sieci nie wyklucza jednak całkowicie istnienia konkurencji między nimi, lecz jedynie ogranicza jej intensywność. Potwierdzają to następujące stwierdzenia zaczerpnięte z literatury przedmiotu<sup>39</sup>:

- rozwiązania organizacji intersieciowej zmuszają potencjalnych konkurentów do współpracy, ograniczającej bardzo kosztowną rywalizację na rynku,
- ograniczona zostaje bardzo kosztowna rywalizacja na rynku,
- synergia uzyskiwana ze współpracy z partnerami sieci i ograniczania konkurencji,
- wewnątrz sieci tworzą się procesy o charakterze kooperacyjnym i konkurencyjnym,
- idea funkcjonowania sieci polega na konkurowaniu oraz formalnej lub nieformalnej kooperacji,
- połączenie konkurencji ze współpracą – w tym kontekście proponuje się stosowanie terminu kooperencji.

Niektórzy autorzy negują jednak fakt istnienia konkurencji pomiędzy uczestnikami organizacji sieciowej. Wyrażają to następujące stwierdzenia<sup>40</sup>:

- organizacje uczestniczące w sieci nie konkurują ze sobą,
- nie występują w nich [organizacjach sieciowych] stosunki konkurencyjne.

Innym typem strategii, którego realizację przypisuje się dość często w literaturze przedmiotu uczestnikom organizacji sieciowej, jest strategia specjalizacji (koncentracji na kluczowych kompetencjach). Świadczą o tym następujące stwierdzenia<sup>41</sup>:

---

<sup>38</sup> *Zarządzanie przedsiębiorstwem w turbulentnym otoczeniu*, op. cit., s. 179; *Wprowadzenie do nauki o przedsiębiorstwie*, op. cit., s. 268.

<sup>39</sup> M. Hopej, op. cit., s. 62; *Zarządzanie przedsiębiorstwem przyszłości. Koncepcje, modele, metody*, op. cit., s. 101, 102; A. Zorska, op. cit., s. 96; A. Łupicka-Szudrowicz, op. cit., s. 28; M. Rajczak-Mrozek, *Istota podejścia sieciowego*, op. cit., s. 19.

<sup>40</sup> M. Hopej, op. cit., s. 59; E. Skawińska, R.I. Zalewski, op. cit., s. 169.

<sup>41</sup> A.K. Koźmiński, *Zarządzanie w warunkach niepewności. Podręcznik dla zaawansowanych*, op. cit., s. 41; *Zarządzanie przedsiębiorstwem przyszłości. Koncepcje, modele, metody*, op. cit., s. 102; A. Zorska, op. cit., s. 97; J. Brillman, op. cit., s. 431; *Podstawy zarządzania przedsiębiorstwami w gospodarce opartej na wiedzy*, op. cit., s. 55; R. Marciniak, op. cit., s. 194; *Doskonalenie struktur organizacyjnych przedsiębiorstw w gospodarce opartej na wiedzy*, op. cit., s. 67; *Wprowadzenie do nauki o przedsiębiorstwie*, op. cit., s. 268; M. Bielski, *Podstawy teorii organizacji i zarządzania*, op. cit., s. 157; M. Hopej, op. cit., s. 60; E. Skawińska, R.I. Zalewski, op. cit., s. 170.

- sieci pozwalają firmie w pełni skoncentrować się na rozwijaniu swoich podstawowych kompetencji,
- możliwość specjalizowania się poszczególnych uczestników w zawężonym, w stosunku do całości sieci, obszarze działalności,
- efekt technicznej specjalizacji w realizowaniu zadań z własnego obszaru,
- koncentrowanie się na działaniach związanych z kluczowymi kompetencjami,
- rozkładanie zadań,
- sieć umożliwia koncentrowanie się na umiejętnościach kluczowych,
- działania zostają rozłożone,
- lepszy rozkład zadań,
- koncentrowanie się na kluczowych kompetencjach,
- koncentracja każdego uczestnika na swoich kluczowych kompetencjach,
- każda organizacja wchodząca w skład sieci specjalizuje się w określonych działaniach,
- sieci organizacji zwiększają kluczowe kompetencje.

Z drugiej jednak strony zauważa się, że sieć jako całość uzyskuje możliwość realizacji strategii alternatywnej, jaką jest strategia dywersyfikacji. Wskazują na to następujące określenia<sup>42</sup>:

- zagwarantowanie szerokości domeny jako odpowiedzi na nieprzewidywalność i zmienność rynku,
- rozwijanie szerokiej gamy umiejętności,
- umożliwienie dywersyfikacji działalności.

Uznając, że podstawowym celem organizacji jest przysporzenie sobie klientów, spośród strategii funkcjonalnych na pierwszy plan należy wysunąć strategię marketingowe (rynkowe). W tym zakresie poszczególni autorzy używają następujących określeń<sup>43</sup>:

- perfekcyjne wykonanie produktu, dostosowanie go do potrzeb konkretnych nabywców, promocja, dystrybucja, obsługa, rozwój,
- oferuje szeroką gamę usług czy grupę produktów,
- umożliwiona zostaje kompleksowa obsługa klienta,

---

<sup>42</sup> Zarządzanie przedsiębiorstwem przyszłości. *Koncepcje, modele, metody*, op. cit., s. 102; J. Brillman, op. cit., s. 430; A.P. Wiatrak, op. cit., s. 8; *Przedsiębiorstwo partnerskie*, op. cit., s. 151.

<sup>43</sup> A.K. Koźmiński, *Zarządzanie w warunkach niepewności. Podręcznik dla zaawansowanych*, op. cit., s. 41; *Zarządzanie przedsiębiorstwem przyszłości. Koncepcje, modele, metody*, op. cit., s. 101, 102; *Metody organizacji i zarządzania. Kształtowanie relacji organizacyjnych*, op. cit., s. 79; *Strategor*, op. cit., s. 403; M. Dolińska, *Działalność organizacji w sieci powiązań*, „Organizacja i Kierowanie” 2002, nr 1, s. 25; J. Brillman, op. cit., s. 431; B. Mięka, op. cit., s. 80; *Doskonalenie struktur organizacyjnych przedsiębiorstw w gospodarce opartej na wiedzy*, op. cit., s. 67; *Wprowadzenie do nauki o przedsiębiorstwie*, op. cit., s. 268-269; M. Hożej, op. cit., s. 62; E. Maslyk-Musiał, op. cit., s. 115; E. Skawińska, R.I. Zalewski, op. cit., s. 169; A. Świerczek, op. cit., s. 30; A. Zorska, op. cit., s. 97; A.P. Wiatrak, op. cit., s. 12; M. Bielski, *Podstawy teorii organizacji i zarządzania*, op. cit., s. 157.

- możliwość oferowania szerokiej gamy produktów czy usług, czy też produktów komplementarnych,
- doskonalenie cech użytkowych wyrobu,
- orientacja na klienta,
- chodzi o to, aby klienta usatysfakcjonować kompleksową obsługą w jednym miejscu i czasie,
- przyspieszenie tempa opracowywania nowych produktów,
- możliwość ekspansji na wielu rynkach,
- utrzymywanie bliskich relacji z klientem,
- efekt wizerunku,
- łatwiejsze dostosowywanie się do warunków lokalnych,
- tworzenie nowych dóbr i usług,
- bliższe kontakty z klientami,
- łatwiejszy dostęp do rynków lokalnych,
- kompleksowa obsługa klienta dzięki poszerzaniu oferty i zakresu dostępnych usług,
- możliwość obsługi wielu odbiorców,
- nastawienie na satysfakcję klientów,
- lepszy kontakt z rynkiem i oczekiwaniami odbiorców/konsumenta,
- zwiększenie reputacji,
- wzrost zaufania między kupującym i sprzedającym,
- krótki okres zdobywania nowego rynku,
- równoczesne wprowadzanie na rynek produktów lub dokonywanie zmian w jego polityce,
- poprawa wizerunku,
- lepsza komunikacja,
- ciągła orientacja na klienta i jego potrzeby,
- strategiczne dążenie do polepszenia organizacji tak, by w przyszłości oferować jeszcze wyższy poziom ich [klientów] obsługi,
- następuje podnoszenie się jakości,
- poprawa jakości produktów i jakości sprzedaży,
- skrócenie cyklu opracowania koncepcji i rozwoju produktu,
- dążenie do uzyskiwania przewagi konkurencyjnej,
- sieć jest sposobem budowania przewagi konkurencyjnej.

Niektórzy autorzy wspominają również, że w ramach organizacji sieciowej poszczególni jej uczestnicy mogą realizować strategię outsourcingu, o czym świadczą następujące stwierdzenia<sup>44</sup>:

---

<sup>44</sup> A.K. Koźmiński, *Zarządzanie w warunkach niepewności. Podręcznik dla zaawansowanych*, op. cit., s. 41; *Zarządzanie przedsiębiorstwem przyszłości. Koncepcje, modele, metody*, op. cit., s. 101; *Wprowadzenie do nauki o przedsiębiorstwie*, op. cit., s. 269; M. Hopej, op. cit., s. 57.

- wyspecjalizowani zewnętrzni partnerzy mogą realizować niektóre z operacji taniej, lepiej,
- możliwości kontraktowania usług komplementarnych u partnerów sieci,
- zastosowanie outsourcingu,
- ułatwiają wprowadzenie outsourcingu.

Na zakończenie charakterystyki strategii organizacji sieciowych zostaną przedstawione określenia odnoszące się do pozostałych aspektów ich zachowania, a które pojawiają się sporadycznie u niektórych autorów, a mianowicie<sup>45</sup>:

- możliwości realizacji określonych projektów,
- procesowe podejście do działalności,
- wykorzystywanie nadarzającej się okazji,
- utrzymanie przewagi konkurencyjnej wymaga „doskonałości operacyjnej”,
- sieć umożliwia eksperymentowanie i uczenie się,
- wsparcie dla przedsiębiorczych reakcji na nowe okazje,
- zasada wewnętrznej gospodarki rynkowej wymusza na wszystkich uczestnikach zachowania przedsiębiorcze.

Stosunki łączące uczestników organizacji sieciowej są określane mianem partnerstwa<sup>46</sup>, chociaż w odniesieniu do keiretsu (specyficznej formy organizacji sieciowej) stwierdza się, że związki w tym układzie nie są partnerskie<sup>47</sup>. Partnerstwo może wyrażać się w różny sposób. O tym zróżnicowaniu mogą świadczyć następujące określenia pochodzące z analizowanej literatury przedmiotu<sup>48</sup>:

- stwarzają warunki wzajemnej solidarności i zaufania,
- sprzyjają wzajemnej wymianie pomiędzy stronami oraz wspólnemu nabywaniu deficytowych zasobów i umiejętności,
- możliwość wspólnej interpretacji pozyskanych informacji,
- dzielenie się wiedzą między jednostkami,
- sieci zachęcają do dzielenia się informacjami,

---

<sup>45</sup> J. Cygler, op. cit., s. 162, 171; *Przedsiębiorstwo partnerskie*, op. cit., s. 154; A.K. Koźmiński, *Zarządzanie w warunkach niepewności. Podręcznik dla zaawansowanych*, op. cit., s. 40, 41; M.J. Hatch, op. cit., s. 196; B. Mikuła, op. cit., s. 78; M. Hopej, op. cit., s. 57.

<sup>46</sup> *Podstawy zarządzania przedsiębiorstwami w gospodarce opartej na wiedzy*, op. cit., s. 59; Z. Malara, *Przedsiębiorstwo w globalnej gospodarce. Wyzwania współczesności*, PWN, Warszawa 2006, s. 120; R. Marciniak, op. cit., s. 195.

<sup>47</sup> A. Żur, *Keiretsu – japońskie konglomeraty przemysłowe*, „Organizacja i Kierowanie” 1999, nr 4, s. 106.

<sup>48</sup> J. Cygler, op. cit., s. 162, 163; A.K. Koźmiński, *Zarządzanie w warunkach niepewności. Podręcznik dla zaawansowanych*, op. cit., s. 40; M.J. Hatch, op. cit., s. 196; *Podstawy zarządzania przedsiębiorstwami w gospodarce opartej na wiedzy*, op. cit., s. 59; R. Marciniak, op. cit., s. 196; *Przedsiębiorstwo partnerskie*, op. cit., s. 151, 152, 153; A. Łupicka-Szudrowicz, op. cit., s. 36; R. Domański, op. cit., s. 197; M. Ratajczak-Mrozek, *Istota podejścia sieciowego*, op. cit., s. 20; A. Świerczek, op. cit., s. 30; J. Brilman, op. cit., s. 431.

- istnieje swobodniejszy przepływ informacji między koalicjantami,
- wielostronność i wzajemność przekazywania informacji,
- wymiana technologiczna,
- związki kooperacyjne stwarzają warunki do wzajemnej solidarności i zaufania,
- sprzyjają wzajemnej wymianie zasobów pomiędzy stronami,
- u sedna współpracy leży dzielenie się informacjami,
- sieci stwarzają warunki do wymiany informacji i doświadczeń,
- wzajemne inwestycje służące dodaniu wartości,
- wykorzystanie wspólnych środków.

Funkcjonowanie organizacji sieciowej prowadzi do zmian zarówno po stronie jej parametrów wejściowych (uwarunkowań), jak i parametrów wyjściowych (efektów). W zakresie uwarunkowań uwaga autorów skupia się w szczególności na zagadnieniu zasobów, co ilustrują poniższe stwierdzenia<sup>49</sup>:

- możliwość pozyskania nowych zdolności rozwojowych,
- znaczne zwiększenie zdolności produkcyjnych,
- zwiększenie możliwości rozwojowych koalicjantów,
- możliwość ułatwionego dostępu do deficytowych zasobów i umiejętności,
- większy dostęp do zasobów i umiejętności niebędących w posiadaniu danej organizacji.

Szczególne znaczenie wśród zasobów organizacji sieciowej ma wiedza i informacje, co znajduje swoje odzwierciedlenie w następujących określeniach<sup>50</sup>:

- zwiększenie dostępu do bogatych zasobów informacji i wiedzy,
- sprzyjają zdobywaniu informacji,
- sieć tworzona jest po to, aby można było jak najszybciej zdobywać i przetwarzać wiedzę,
- łatwiejszy dostęp do informacji,
- zwiększenie dostępu do informacji,
- przedsiębiorstwa zrzeszone w obrębie organizacji sieciowej pozyskują znacznie więcej informacji, działając jako wspólnota,
- szybsza dyfuzja wiedzy niejawnej,
- transfer wiedzy.

---

<sup>49</sup> J. Cygler, op. cit., s. 162; *Przedsiębiorstwo partnerskie*, op. cit., s. 153; *Doskonalenie struktur organizacyjnych przedsiębiorstw w gospodarce opartej na wiedzy*, op. cit., s. 67.

<sup>50</sup> *Zarządzanie. Teoria i praktyka*, op. cit., s. 462; J. Cygler, op. cit., s. 163; *Przedsiębiorstwo partnerskie*, op. cit., s. 154; *Metody organizacji i zarządzania. Kształtowanie relacji organizacyjnych*, op. cit., s. 81; *Doskonalenie struktur organizacyjnych przedsiębiorstw w gospodarce opartej na wiedzy*, op. cit., s. 67; *Wprowadzenie do nauki o przedsiębiorstwie*, op. cit., s. 270; A. Świerczek, op. cit., s. 30; Ł. Sułkowski, op. cit., s. 28.



Ważnym uwarunkowaniem działania organizacji sieciowej jest ryzyko. W tej kwestii poszczególni autorzy wyrażają się w sposób następujący<sup>51</sup>:

- ograniczenie ryzyka funkcjonowania,
- obniżenie się niepewności i ryzyka działalności,
- szanse minimalizacji ryzyka,
- rozkładanie ryzyka,
- ryzyko zostaje rozłożone,
- lepszy rozkład ryzyka,
- ograniczenie ryzyka,
- redukcja niepewności,
- współpraca redukuje ryzyko,
- pozwalają ograniczyć ryzyko,
- zmniejszają ryzyko działalności,
- rozkładanie ryzyka,
- obniżanie ryzyka działalności.

Jeśli zaś chodzi o parametry wyjściowe (efekty) organizacji sieciowej, to wielu autorów podkreśla kwestię efektywności, wydajności i racjonalności ekonomicznej. Jako przykład można podać następujące stwierdzenia<sup>52</sup>:

- sprzyjają racjonalności wykorzystania zdolności produkcyjnych,
- zwiększenie efektywności działania,
- osiągnięcie wysokiego poziomu efektywności firm-kooperantów,
- rośnie wydajność poszczególnych podmiotów sieci oraz systemu jako całości,
- zrationalizowanie wykorzystania infrastruktury poszczególnych członków sieci,
- poprawa efektywności funkcjonowania,
- zrationalizowanie wielkości poszczególnych uczestników grupy,
- bardzo wysoka efektywność ekonomiczna sieci,
- sieć umożliwia efektywną produkcję,
- poszczególni producenci zyskują efektywność,
- wykorzystane efektywnie wspólne zasoby,
- lepsze wyniki ekonomiczne,

---

<sup>51</sup> J. Cygler, op. cit., s. 184; A. Zorska, op. cit., s. 97; M. Dolińska, op. cit., s. 24; J. Brillman, op. cit., s. 431; R. Marciniak, op. cit., s. 194; *Doskonalenie struktur organizacyjnych przedsiębiorstw w gospodarce opartej na wiedzy*, op. cit., s. 67; *Przedsiębiorstwo partnerskie*, op. cit., s. 151, 152; A. Łupicka-Szudrowicz, op. cit., s. 36; E. Skawińska, R.I. Zalewski, op. cit., s. 170; A. Świerczek, op. cit., s. 30; A. Żur, op. cit., s. 105.

<sup>52</sup> J. Cygler, op. cit., s. 162, 171, 184; *Zarządzanie przedsiębiorstwem przyszłości. Koncepcje, modele, metody*, op. cit., s. 101, 102; M. Dolińska, op. cit., s. 25; *Doskonalenie struktur organizacyjnych przedsiębiorstw w gospodarce opartej na wiedzy*, op. cit., s. 60, 68; *Wprowadzenie do nauki o przedsiębiorstwie*, op. cit., s. 270; *Przedsiębiorstwo partnerskie*, op. cit., s. 153; A. Łupicka-Szudrowicz, op. cit., s. 36.



- struktury sieciowe są często bardziej efektywne niż inne struktury,
- racjonalność ekonomiczna,
- sprzyjają racjonalizacji wykorzystania zdolności,
- współpraca w dużym stopniu podnosi efektywność,
- współpraca eliminuje marnotrawstwo.

Jak już wspomniano, organizacja sieciowa realizuje określone strategie rynkowe. Ich efekty wyrażane są przez poszczególnych autorów w sposób następujący<sup>53</sup>:

- zwiększenie siły oddziaływania na rynek,
- korzyści w sile rynkowej jako wzrost udziału w rynku,
- podnoszą konkurencyjność,
- sieć zapewnia podmiotowi gospodarczemu przetrwanie i wzmocnienie pozycji wśród konkurentów,
- wzrost siły oddziaływania [na rynek],
- umożliwiają wzmocnienie dotychczasowych lub zdobywanie nowych przewag konkurencyjnych,
- zwiększanie konkurencyjności,
- uzyskanie większej mocy przetargowej poprzez skonsolidowanie wysiłków wszystkich jej uczestników,
- uzyskanie przewagi konkurencyjnej.

Inne efekty funkcjonowania organizacji sieciowych są ujmowane w sposób następujący<sup>54</sup>:

- umożliwiają skuteczne działanie w warunkach wysokiej złożoności i niepewności,
- zwiększona niezawodność,
- większa odporność na kryzysy zachodzące w otoczeniu,
- umożliwiają działanie w warunkach wysokiej złożoności i niepewności,
- utrzymanie firmy w przeszłości,
- korzyści w zakresie gromadzenia technologii komplementarnych,
- wzrost kompetencji rozpatrywanej w sensie całego układu,

---

<sup>53</sup> A.P. Wiatrak, op. cit., s. 8, 12; B. Mięka, op. cit., s. 78; *Podstawy zarządzania przedsiębiorstwami w gospodarce opartej na wiedzy*, op. cit., s. 55; *Doskonalenie struktur organizacyjnych przedsiębiorstw w gospodarce opartej na wiedzy*, op. cit., s. 67; *Przedsiębiorstwo partnerskie*, op. cit., s. 152.

<sup>54</sup> Strategor, op. cit., s. 403; J. Brilman, op. cit., s. 431; *Doskonalenie struktur organizacyjnych przedsiębiorstw w gospodarce opartej na wiedzy*, op. cit., s. 67; A. Świerczek, op. cit., s. 30; Z. Małara, op. cit., s. 119; A.P. Wiatrak, s. 12; *Przedsiębiorstwo partnerskie*, op. cit., s. 151, 151-152, 152, 154; A. Łupicka-Szudrowicz, op. cit., s. 36; *Podstawy zarządzania przedsiębiorstwami w gospodarce opartej na wiedzy*, op. cit., s. 60; M. Bielski, *Podstawy teorii organizacji i zarządzania*, op. cit., s. 157; E. Skawińska, R.I. Zalewski, op. cit., s. 169, 170; *Zarządzanie. Teoria i praktyka*, op. cit., s. 462; J. Cygler, op. cit., s. 171.

- organizacje sieciowe umożliwiają opanowanie technologiczne sektora działalności i promowanie dominujących standardów technologicznych,
- podwyższenie efektu synergicznego,
- pozyskiwanie przewag wynikających z powiązań komplementarnych funkcji łańcucha wartości,
- korzyści w zakresie współpracy technologicznej,
- współpraca nad wspólnym projektem technologicznym daje możliwości szybszego uczenia się przy obniżonych kosztach zdobywania tej wiedzy,
- szansa na ograniczenie zachowań oportunistycznych,
- korzyści wynikające z ograniczenia asymetrii informacji i prawdopodobieństwo ograniczenia zachowań oportunistycznych,
- powiązania sieciowe sprzyjają promocji jednolitych standardów techniczno-technologicznych,
- współpraca eliminuje nadmierne operacje,
- podział korzyści,
- sieci organizacji tworzą efekt synergii,
- osiąganie jakościowo nowych wyników w następstwie efektu transdyscyplinarności,
- korzyści wynikające z innowacji.

Efekty funkcjonowania organizacji sieciowej mogą być również wyrażone w wielkościach finansowych. W przypadku organizacji sieciowej autorzy zdecydowanie uwypuklają znaczenie obniżki kosztów. Świadczą o tym następujące określenia, a zwłaszcza ich liczba<sup>55</sup>:

- poniesienie znacznie niższych kosztów,
- [organizacja sieciowa] obniża koszty pozyskiwania aktywów,
- możliwość wspólnego pozyskiwania informacji znacznie obniża koszty jej zdobywania,
- system produkcji [w organizacji sieciowej] jest tańszy od firm porównywalnych nawet o 20%,
- obniżenie kosztów,
- obniżają koszty koordynacji,
- niższe koszty,
- ograniczenie kosztów,
- zmniejszenie kosztów transportu,
- sprzyjają obniżeniu kosztów ogólnych,
- niższe koszty transakcyjne,

---

<sup>55</sup> J. Cygler, op. cit., s. 162, 163, 171; *Przedsiębiorstwo partnerskie*, op. cit., s. 151, 153, 154; *Zarządzanie przedsiębiorstwem przyszłości. Koncepcje, modele, metody*, op. cit., s. 102; J. Brilman, op. cit., s. 431; B. Mikula, op. cit., s. 78; *Doskonalenie struktur organizacyjnych przedsiębiorstw w gospodarce opartej na wiedzy*, op. cit., s. 67; E. Skawińska, R.I. Zalewski, op. cit., s. 169, 170; R. Domański, op. cit., s. 197; A. Świerczek, op. cit., s. 30; A.P. Wiatrak, op. cit., s. 12.

- niższe koszty działania,
- redukcja kosztów niepewności funkcjonowania,
- zmniejszenie kosztów transakcyjnych,
- zmniejszają koszty,
- organizacja sieciowa jest mniej kosztowna niż handlowe doradztwo i kształcenie pracowników przez konsultantów zewnętrznych,
- ograniczenie kosztów,
- obniżenie kosztów wytwarzania, produkcji i sprzedaży.

W kontekście obniżki kosztów należy wspomnieć o kolejnym atrybucie przypisywanym w literaturze przedmiotu organizacji sieciowej, a mianowicie korzyściom skali. Poszczególni autorzy ujmują to zagadnienie w sposób następujący<sup>56</sup>:

- osiągają korzyści skali i zasięgu,
- organizacje sieciowe umożliwiają uzyskanie największych efektów ekonomiki skali produkcji i doświadczenia,
- większe możliwości osiągnięcia efektu skali,
- tworzenie ekonomii skali i zasięgu,
- sieci zespołów rozwiązują wiele problemów, takich jak ekonomia skali,
- możliwości utrzymywania i zwiększania skali produkcji,
- osiąga się korzyści skali,
- dzięki występującym między nimi powiązaniom w sposób efektywny wykorzystują ekonomię skali i zakresu,
- wykorzystanie korzyści skali i zakresu.

Inne efekty finansowe funkcjonowania organizacji sieciowej wyrażają następujące stwierdzenia<sup>57</sup>:

- lepsze wykorzystanie środków na badania i rozwój,
- każda z organizacji-członków inwestuje tylko w obszarze własnej specjalizacji,
- zwiększenie obrotów finansowych każdego z uczestników sieci bez konieczności angażowania finansów w obszary inne niż własna specjalizacja,
- możliwe jest uzyskanie wolnych środków finansowych,
- sieć może ponosić znaczne nakłady inwestycyjne przy niewielkim zaangażowaniu poszczególnych organizacji,

---

<sup>56</sup> J. Cygler, op. cit., s. 163; *Podstawy zarządzania przedsiębiorstwami w gospodarce opartej na wiedzy*, op. cit., s. 60; *Doskonalenie struktur organizacyjnych przedsiębiorstw w gospodarce opartej na wiedzy*, op. cit., s. 67; *Przedsiębiorstwo partnerskie*, op. cit., s. 151; E. Masłyk-Musiał, op. cit., s. 113; E. Skawińska, R.I. Zalewski, op. cit., s. 169; R. Domański, op. cit., s. 197; A. Świerczek, op. cit., s. 30; A.P. Wiatrak, op. cit., s. 12.

<sup>57</sup> J. Cygler, op. cit., s. 184; *Zarządzanie przedsiębiorstwem przyszłości. Koncepcje, modele, metody*, op. cit., s. 101, 102; *Wprowadzenie do nauki o przedsiębiorstwie*, op. cit., s. 269; M. Hopej, op. cit., s. 62; B. Mikuła, op. cit., s. 78; *Doskonalenie struktur organizacyjnych przedsiębiorstw w gospodarce opartej na wiedzy*, op. cit., s. 67; *Przedsiębiorstwo partnerskie*, op. cit., s. 151, 152.

- inwestycje jedynie w sferę realną,
- występowanie nadwyżek finansowych,
- zwiększającą zyskowność,
- mniejsze potrzeby kapitałowe,
- oszczędzanie środków finansowych.

Przedstawione powyżej charakterystyki funkcjonowania organizacji sieciowej mają zasadniczo wymowę pozytywną. Można je uznać za mocne strony tej formy organizacji. Poniżej zostaną zestawione znacznie mniej liczne określenia mające wymowę raczej negatywną, dotyczące słabych stron organizacji sieciowej, a mianowicie<sup>58</sup>:

- prawdopodobieństwo wystąpienia działań ukierunkowanych na podwyższenie barier wejścia do sektora,
  - utrata indywidualnego charakteru przez przedsiębiorstwo działające w sieci,
  - prawdopodobieństwo „uwikłania” w sieć wynikające z nadmiernej liczby zobowiązań i interakcji,
  - możliwość wystąpienia oportunistycznego,
  - możliwość rozmycia odpowiedzialności,
  - istnieje duże zagrożenie wynikające z konfliktu interesów pomiędzy centralą a przedsiębiorstwami zależnymi,
  - wraz z rozwojem struktur sieciowych i wzrostem liczby uczestników układu gwałtownie wzrasta niebezpieczeństwo zachowań egoistycznych i oportunistycznych,
    - możliwość nadużywania uprawnień przez koordynatora sieci,
    - koszty transakcyjne współpracy rosną w tempie geometrycznym do liczby uczestników sieci,
    - w sytuacji nadużycia zaufania wzrosną koszty funkcjonowania organizacji,
    - możliwość ograniczenia lub nawet wyeliminowania mechanizmów rynkowych,
      - główną konsekwencją rozwoju sieci, zwłaszcza w formie kapitałowej, jest to, że powodują one pewną inercję rynku i spowalniają dostosowania rynkowe,
      - partnerzy sieci mogą naruszyć efektywność sieci wtedy, gdy dbają tylko o interes własny,
      - mogą być skuteczne w tworzeniu nowych barier wejścia do sektora lub poszczególnych grup strategicznych,
      - istnieje ogromne niebezpieczeństwo wycieku informacji uznanej za znaczącą dla organizacji sieciowej.

---

<sup>58</sup> *Doskonalenie struktur organizacyjnych przedsiębiorstw w gospodarce opartej na wiedzy*, op. cit., s. 67, 68; *Przedsiębiorstwo partnerskie*, op. cit., s. 152,155; M. Hopej, op. cit., s. 62; M.J. Hatch, op. cit., s. 196.

### 3. Podsumowanie i wnioski

Na obraz organizacji sieciowej w ujęciu behawioralnym wyłaniający się z przeprowadzonej analizy literatury przedmiotu składają się następujące elementy:

1. Organizacja sieciowa odznacza się elastycznością, a nawet wysokim stopniem elastyczności (adaptacyjności) zachowań. Na współistniejącą z elastycznością tendencję stabilizującą zwraca uwagę niewielka liczba autorów.

2. Organizacja sieciowa znajduje się w permanentnym procesie zmian.

3. Zmiany w organizacji sieciowej zachodzą w szybkim tempie.

4. Organizacja sieciowa jest organizacją o charakterze innowacyjnym, stwarzającą warunki dla rozwoju innowacyjności, wynalazczości.

5. W ramach organizacji sieciowej znacznie ułatwione są zmiany o charakterze strukturalnym.

6. Organizacja sieciowa realizuje określony zamysł (cel) strategiczny.

7. Spośród różnych typów strategii realizowanych przez organizacje sieciowe na pierwszy plan wysuwa się strategia współpracy partnerów sieci. Strategia współpracy nie wyklucza jednak całkowicie istnienia konkurencji między nimi – sytuację taką określa się mianem kooperencji. Niektórzy autorzy negują jednak fakt istnienia konkurencji pomiędzy uczestnikami organizacji sieciowej.

8. Uczestnicy organizacji sieciowej realizują strategię specjalizacji (koncentracji na kluczowych kompetencjach), podczas gdy organizacja sieciowa jako całość może realizować strategię dywersyfikacji.

9. Ważnym typem strategii funkcjonalnych realizowanych przez organizacje sieciowe są strategie marketingowe (rynkowe).

10. W ramach organizacji sieciowej partnerzy mogą realizować też strategię outsourcingu.

11. Ogólnie rzecz biorąc, strategię organizacji sieciowej najlepiej wyrażają trzy określenia:

- rozszerzenie możliwości wyboru strategicznego,
- dokonywanie strategicznych przełomów,
- szybkie i efektywne łączenie ludzi, kapitału i środków technicznych.

12. Stosunki łączące uczestników organizacji sieciowej są określane mianem partnerstwa.

13. Funkcjonowanie organizacji sieciowej prowadzi do zmian uwarunkowań jej działania, a w szczególności ułatwia, zwiększa możliwości pozyskiwania nowych zdolności rozwojowych, w tym informacji, a także ogranicza (obniża) poziom ryzyka.

14. Do podstawowych efektów funkcjonowania organizacji sieciowej zalicza się zwiększenie efektywności, wydajności, racjonalności ekonomicznej, konkurencyjności sieci jako całości, skuteczności, niezawodności.

15. Efekty finansowe funkcjonowania organizacji sieciowej wyrażają się przede wszystkim w postaci obniżenia kosztów, co jest skutkiem występowania korzyści skali.

16. Inne efekty finansowe dotyczą lepszego wykorzystania środków finansowych, zwiększenia zyskowności, możliwości uzyskania oszczędności środków finansowych itp.

Generalnie rzecz biorąc, obraz organizacji sieciowej w ujęciu behawioralnym przedstawia się dość jednoznacznie, czego nie można powiedzieć o ujęciu strukturalnym<sup>59</sup>. Powstaje jednak pytanie, czy obraz ten nie jest zbyt wyidealizowany, a przez to jednostronny. Zdecydowana większość sformułowań odnoszących się do organizacji sieciowej poddanych analizie w niniejszym opracowaniu ma bowiem wymowę pozytywną. Określenia o znaczeniu negatywnym stanowią jedynie około 5% ogółu analizowanych stwierdzeń.

## Literatura

- Bielski M., *Organizacje: istota, struktury, procesy*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1996.
- Bielski M., *Podstawy teorii organizacji i zarządzania*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2004.
- Brilman J., *Nowoczesne koncepcje i metody zarządzania*, PWE, Warszawa 2002.
- Cygler J., *Alianse strategiczne*, Difin, Warszawa 2002.
- Dolińska M., *Działalność organizacji wirtualnych w sieci powiązań*, „Organizacja i Kierowanie” 2002, nr 1.
- Domański R., *Gospodarka przestrzenna*, PWN, Warszawa 2002.
- Doskonalenie struktur organizacyjnych przedsiębiorstw w gospodarce opartej na wiedzy*, red. nauk. A. Stabryła, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2009.
- Drucker P.F., *Spółczeństwo pokapitalistyczne*, PWN, Warszawa 1999.
- Dwojacket P., Nogalski B., *Tworzenie struktur sieciowych jako wynik restrukturyzacji scentralizowanego przedsiębiorstwa*, „Przegląd Organizacji” 1998, nr 4.
- Gościński J., *Sterowanie i planowanie. Ujęcie systemowe*, PWE, Warszawa 1982.
- Gościński J., *Zarys teorii sterowania ekonomicznego*, PWN, Warszawa 1977.
- Grouard B., Meston F., *Kierowanie zmianami w przedsiębiorstwie. Jak osiągnąć sukces?*, Poltext, Warszawa 1997.
- Guiraud P., *Semantyka*, Wiedza Powszechna, Warszawa 1976.
- Hatch M.J. *Teoria organizacji*, PWN, Warszawa 2002.
- Hopej M., *Struktury organizacyjne. Podstawowe, współczesne i przyszłe rozwiązania strukturalne*, Ossolineum, Wrocław – Warszawa – Kraków 2004.
- Jadacki J.J., *Spór o granice języka. Elementy semiotyki logicznej i metodologii*, Wyd. Naukowe Semper, Warszawa 2002.
- Kamiński S., *Nauka i metoda. Pojęcie nauki i klasyfikacja nauk*, Wyd. Towarzystwa Naukowego KUL, Lublin 1998.
- Kądziela S., *Struktura organiczna, organizacja wirtualna a sieciowa struktura organizacyjna – różnice i podobieństwa definicji na podstawie porównawczej analizy pojęciowej*, „Organizacja i Kierowanie” 2007, nr 3.

<sup>59</sup> P. Koćwin, *Organizacja sieciowa. Perspektywa semantyczna*, „Zeszyty Naukowe WSB w Poznaniu” 2013, t. 49, nr 4.

- Kieżun W., *Sprawne zarządzanie organizacją. Zarys teorii i praktyki*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 1997.
- Koćwin P., *Organizacja sieciowa. Perspektywa semantyczna*, „Zeszyty Naukowe WSB w Poznaniu” 2013, t. 49, nr 4.
- Kotarbiński T., *Elementy teorii poznania, logiki formalnej i metodologii nauk*, PWN, Warszawa 1986.
- Koźmiński A.K., *Analiza systemowa organizacji*, PWE, Warszawa 1976.
- Koźmiński A.K., *Zarządzanie w warunkach niepewności. Podręcznik dla zaawansowanych*, PWN, Warszawa 2004.
- Koźmiński A.K., Oblój K., *Zarys teorii równowagi organizacyjnej*, PWE, Warszawa 1989.
- Kożuch B., *Nauka o organizacji*, CeDeWu, Warszawa 2008.
- Lachur C., *Zarys językoznawstwa ogólnego*, Wyd. Uniwersytetu Opolskiego, Opole 2004.
- Lewandowski S., Machińska H., Malinowski A., Petzel J., *Logika dla prawników*, Wyd. Prawnicze LexisNexis, Warszawa 2005.
- Lyons J., *Semantyka 1*, PWN, Warszawa 1984.
- Lupicka A., *Sieci logistyczne. Teorie. Modele. Badania*, Wyd. AE w Poznaniu, Poznań 2006.
- Lupicka-Szudrowicz A., *Zintegrowany łańcuch dostaw w teorii i praktyce gospodarczej*, Wyd. AE w Poznaniu, Poznań 2004.
- Machaczka J., *Zarządzanie rozwojem organizacji. Czynniki, modele, strategia, diagnoza*, PWN, Warszawa – Kraków 1998.
- Małara Z., *Przedsiębiorstwo w globalnej gospodarce. Wyzwania współczesności*, PWN, Warszawa 2006.
- Marciniak R., *Elementy nauki o organizacji*, Wyższa Szkoła Zarządzania Marketingowego i Języków Obcych w Katowicach, Katowice 2009.
- Mastyk-Musiał E., *Organizacje w ruchu. Strategie zarządzania zmianami*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003.
- Metody organizacji i zarządzania. Kształtowanie relacji organizacyjnych*, red. nauk. W. Błaszczak, PWN, Warszawa 2005.
- Mikuła B., *Organizacje oparte na wiedzy*, Wyd. AE w Krakowie, Kraków 2006.
- Nieznański E., *Logika. Podstawy – język – uzasadnianie*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2000.
- Nizard G., *Metamorfozy przedsiębiorstwa. Zarządzanie w zmiennym otoczeniu organizacji*, PWN, Warszawa 1998.
- Oblój K., *Zarządzanie. Ujęcie praktyczne*, PWE, Warszawa 1986.
- Penc J., *Innowacje i zmiany w firmie. Transformacja i sterowanie rozwojem przedsiębiorstwa*, Agencja Wydawnicza Placet, Warszawa 1999.
- Podstawy zarządzania przedsiębiorstwami w gospodarce opartej na wiedzy*, red. B. Mikuła, A. Pietruszka-Ortyl, A. Potocki, Difin, Warszawa 2007.
- Przedsiębiorstwo partnerskie*, red. M. Romanowska i M. Trocki, Difin, Warszawa 2002.
- Rapacz A., *Przedsiębiorstwo turystyczne. Podstawy i zasady działania*, PWN, Warszawa 1994.
- Ratajczak-Mrozek M., *Sieci biznesowe na tle innych koncepcji kooperacji przedsiębiorstw*, „Gospodarka Narodowa” 2009, nr 7-8.
- Ratajczak-Mrozek M., *Istota podejścia sieciowego*, „Przegląd Organizacji” 2009, nr 4.
- Sapieżka Z., *Restrukturyzacja przedsiębiorstwa. Szanse i ograniczenia*, PWN, Warszawa 1997.
- Santarek K., Szerenos A., *Ocena funkcjonowania klastrów przemysłowych*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa” 2006, nr 12.
- Schary P.B., Skjøtt-Larsen T., *Zarządzanie globalnym łańcuchem podaży*, PWN, Warszawa 2002.
- Skawińska E., Zalewski R.I., *Klasy biznesowe w rozwoju konkurencyjności i innowacyjności regionów. Świat – Europa – Polska*, PWE, Warszawa 2009.
- Stachak S., *Wstęp do metodologii nauk ekonomicznych*, Książka i Wiedza, Warszawa 1997.
- Stoner J.A.F., Freeman R.E., Gilbert D.R. jr., *Kierowanie*, PWE, Warszawa 1997.
- Stoner J.A.F., Wankel C., *Kierowanie*, PWE, Warszawa 1994.



- Strategor, *Zarządzanie firmą. Strategie, struktury, decyzje, tożsamość*, PWE, Warszawa 1996.
- Struktury organizacyjne przedsiębiorstw i ich ugrupowań*, red. R. Krupski, M. Przybyła, Ossolineum, Wrocław 1996.
- Sułkowski Ł., *Epistemologia w naukach o zarządzaniu*, PWE, Warszawa 2005.
- Świerczek A., *Sieć firm jako podstawa kształtowania organizacji sieciowej*, „Przegląd Organizacji” 2006, nr 10.
- Wiatrak A.P., *Organizacje sieciowe – istota ich działania i zarządzania*, „Współczesne Zarządzanie” 2003, nr 3.
- Widła T., Zienkiewicz D., *Logika*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2006.
- Wprowadzenie do nauki o przedsiębiorstwie*, red. M. Brzeziński, Difin, Warszawa 2007.
- Współczesne teorie organizacji*, red. A. K. Koźmiński, PWN, Warszawa 1983.
- Zarządzanie. Teoria i praktyka*, red. A.K. Koźmiński, W. Piotrowski, PWN, Warszawa 2000.
- Zarządzanie innowacjami technicznymi i organizacyjnymi*, red. M. Brzeziński, Difin, Warszawa 2001.
- Zarządzanie przedsiębiorstwem przyszłości. Koncepcje, modele, metody*, red. K. Perechuda, Agencja Wydawnicza Placet, Warszawa 2000.
- Zarządzanie przedsiębiorstwem w turbulentnym otoczeniu*, red. R. Krupski, PWE, Warszawa 2005.
- Ziemiński Z., *Logika praktyczna*, PWN, Warszawa 1975.
- Zorska A., *Ku globalizacji? Przemiany w korporacjach transnarodowych i w gospodarce światowej*, PWN, Warszawa 1998.
- Żur A., *Keiretsu – japońskie konglomeraty przemysłowe*, „Organizacja i Kierowanie” 1999, nr 4.

## **The Network Organization and Its Operations under Semantic Analysis**

**Summary.** Since scientific knowledge exists solely in forms externalized as a system of signs, it is subject to investigation by semiotics. Considering the fact that the mission of science is, first and foremost, to learn about objects, and that it should do so in an objective, impartial, and unemotional manner, it can be argued that the semantic aspect is at the core of semiotic research. Hence, given the multiple aspects involved in the study of any name's signifieds, this name being in this instance the network organization a variety of subfields, including the behavioral subfield, can be distinguished within its semantic field. The behavioral subfield is the focus of attention in this paper, while the principal research problem can be phrased as follows: how are the operations of a network organization depicted in scientific studies and, consequently, what is its portrayal that emerges from literature analysis? This article delivers the findings of a semantic analysis that addresses this question.

**Keywords:** network organization, semantic analysis, semantic field, behavioral subfield



**Elena Pawęta**

Uniwersytet Łódzki  
Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny  
e-mail: elena.paweta@gmail.com  
tel. 694 451 065

## **Funkcjonowanie przedsiębiorstw typu *born global* w warunkach gospodarczych Unii Europejskiej**

**Streszczenie.** Tradycyjne podejście do internacjonalizacji biznesu zakłada, że firmy najpierw ustakowują się na rynku krajowym, a dopiero na kolejnych etapach rozwoju rozpoczynają działania globalnie. Jednak istnieją wyjątki – przedsiębiorstwa, które się umiędzynarodawiają niedługo po rozpoczęciu swojej działalności – firmy typu *born global*. Takie przedsiębiorstwa są innowacyjne, elastyczne oraz mają duży potencjał konkurencyjny. Rozwój firm *born global* na terenie Unii Europejskiej mógłby się przyczynić do jej wzrostu gospodarczego. Jednak takie przedsiębiorstwa mają zazwyczaj ograniczony dostęp do zasobów finansowych, małą wiedzę o nowych rynkach oraz brak doświadczenia. Są więc potrzebne specyficzne programy wsparcia, aby umożliwić funkcjonowanie międzynarodowym przedsiębiorstwom typu *born global*.

**Słowa kluczowe:** *born global*, przedsiębiorstwa wcześniej umiędzynarodowione, wczesna internacjonalizacja, wspieranie firm *born global*

### **1. Wprowadzenie**

Coraz częściej słyszymy, że świat to „globalna wioska”. Wszechobecna globalizacja napędza tempo internacjonalizacji przedsiębiorstw. Firmy są coraz bardziej elastyczne, szybciej wychodzą na rynki międzynarodowe oraz mogą działać na wielu rynkach jednocześnie. Tradycyjne teorie internacjonalizacji zakładające, że to jest stopniowy proces i wymaga długiego czasu stają się coraz mniej aktualne. Nowe realia prowadzenia biznesu sprzyjają wchodzeniu przedsiębiorstw na ścieżkę wczesnego umiędzynarodowienia.

Firmy, które zaczynają ekspansję na rynki międzynarodowe od razu po rozpoczęciu swojej działalności, w międzynarodowej literaturze są określane mianem *born global*. W Polsce brakuje jednolitej definicji takich firm, więc w różnych publikacjach możemy spotkać takie określenia, jak „firmy globalne od początku”, „przedsiębiorstwa wcześniej umiędzynarodowione”, „born globals”. Jednak polscy badacze są zgodni w tym, że zjawisko wczesnej internacjonalizacji ma miejsce na naszym rynku.

Raport agencji Eurofound z roku 2012 sugeruje, że firmy *born global* mają pozytywny wpływ na gospodarkę, sprzyjając rozwojowi makroekonomicznemu – dostarczają większych wpływów podatkowych, zapewniają więcej miejsc pracy lepszej jakości oraz tworzą wartość dodaną poprzez stymulację innowacji i zwiększanie konkurencyjności na rynku<sup>1</sup>.

Oprócz problemów typowych dla sektora małych i średnich przedsiębiorstw, firmy *born global* stoją przed specyficznymi wyzwaniami. Odpowiednie programy wsparcia dopasowane do potrzeb takich przedsiębiorstw znacznie uproszczą ich powstawanie i funkcjonowanie.

Celem tego artykułu było dokonanie przeglądu definicji przedsiębiorstw *born global*, określenie ich cech charakterystycznych, przyczyn powstania i specyficznych potrzeb oraz przedstawienie możliwych kierunków wsparcia dla takich firm.

## 2. Tradycyjne podejście do internacjonalizacji przedsiębiorstwa

Zgodnie z tradycyjnymi modelami internacjonalizacji przedsiębiorstw firma „wychodzi” na rynki międzynarodowe stopniowo. Proces ten wymaga długiego czasu – najpierw firma „ustatkuje się” na rynku krajowym, a po osiągnięciu stabilności na tym rynku zaczyna stopniowo zwiększać swoje zaangażowanie na rynkach zagranicznych. Przykładem takiego podejścia jest teoria cyklu życia produktu Raymonda Vernona<sup>2</sup> (*product life cycle theory*) oraz popularny uppsalski model internacjonalizacji<sup>3</sup> (*Uppsala internationalization model*).

Koncepcja cyklu życia produktu zakłada, że forma internacjonalizacji jest uzależniona od fazy rozwoju produktu. R. Vernon określa trzy takie fazy – na-

<sup>1</sup> Eurofound, *Born global: The potential of job creation in new international business*, Publications Office of the European Union, Luxembourg 2012, s. 61.

<sup>2</sup> R. Vernon, *International investment and international trade in the product cycle*, „The Quarterly Journal of Economics” 1966, nr 80(2), s. 190.

<sup>3</sup> J.J. Johanson, F. Wiedersheim-Paul, *The internationalization of the firm: Four Swedish cases*, „Journal of Management Studies” 1975, t. 12, nr 3, s. 305.

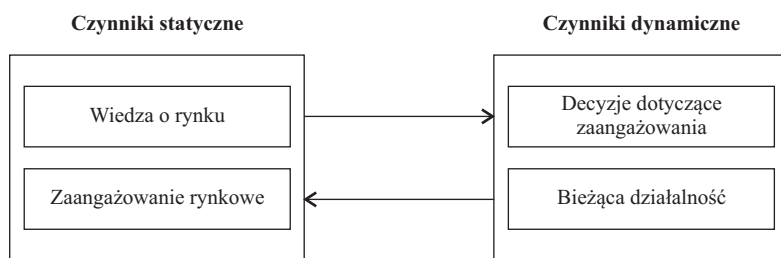
rodziny, dojrzewanie oraz standaryzacje<sup>4</sup>. Na pierwszym etapie firma wprowadza nowy produkt tylko na rynek lokalny, minimalizując tym samym ryzyko i niepewność rynkową. Eksport na rynki zagraniczne zaczyna się pod koniec fazy narodzin. Drugi etap, dojrzewanie, oznacza zwiększenie popytu na produkt, a w związku z tym uruchomienie zagranicznej filii produkcyjnej. Na trzecim etapie produkcja jest podejmowana przez zagraniczne firmy, w których koszty są mniejsze; produkt jest importowany do kraju macierzystego. Model R. Vernona nie zawsze da się zastosować w obecnych warunkach rynkowych. Zwiększony popyt na wyspecjalizowane produkty powoduje rozwój rynków niszowych, na których cykl życia produktu jest znacznie krótszy i intensywniejszy.

Uppsalski model internacjonalizacji również ma charakter stopniowy<sup>5</sup>. Internacjonalizacja przebiega wolno, ponieważ jest uzależniona od poziomu wiedzy, jaką dysponuje firma. Autorzy tej teorii mówią o czterech etapach wyjścia na rynki międzynarodowe, w trakcie których firma stopniowo zwiększa swoje zaangażowanie:

- 1) eksport sporadyczny,
- 2) eksport poprzez niezależnych reprezentantów,
- 3) utworzenie filii handlowej za granicą,
- 4) utworzenie filii produkcyjnej za granicą.

Podczas pierwszego etapu charakteryzującego się brakiem informacji o rynku zagranicznym firmy zaczynają od nieregularnego eksportu. Na etapie drugim rozpoczyna się eksport przez pośredników, co daje stały dostęp do informacji o nowych rynkach. Podczas trzeciego etapu firma tworzy filię zagraniczną, co pozwala bezpośrednio zdobywać doświadczenie na obcym rynku. Dopiero na czwartym etapie firmy decydują się na utworzenie filii produkcyjnej za granicą.

Schemat 1. Uppsalski model internacjonalizacji przedsiębiorstw



Źródło: J. Johanson, J.E. Vahlne, *The internationalization process of the firm – A model of knowledge development and increasing foreign market commitments*, „Journal of International Business Studies” 1977, nr 8(1), s. 26.

<sup>4</sup> R. Vernon, op. cit., s. 199.

<sup>5</sup> J.J. Johanson, F. Wiedersheim-Paul, op. cit., s. 305.

Uppsalski dynamiczny model internacjonalizacji przedsiębiorstw ilustruje, jak stałe (wiedza o rynku i zaangażowanie rynkowe) i zmienne (decyzje dotyczące zaangażowania, bieżąca działalność) czynniki współdziałają ze sobą. Przy zwiększeniu wiedzy o rynku zagranicznym wzrasta również zaangażowanie firmy na rynku, co wpływa na decyzje dotyczące dalszej ekspansji, a to z kolei powoduje aktywniejsze działania przedsiębiorstwa na zagranicznym rynku. Proces internacjonalizacji przebiega wolno i stopniowo w miarę zdobywania przez przedsiębiorstwo wiedzy o rynkach zagranicznych. Ten proces ma cykliczny charakter.

Model uppsalski zakłada również, że przy zagranicznej ekspansji firmy wybierają rynki psychicznie bliższe. „Dystans psychiczny” może się przejawiać w różnicach kulturowych, językowych, różnicach w rozwoju gospodarczym<sup>6</sup>.

Tradycyjne teorie nie wyjaśniają w pełni procesu internacjonalizacji, ponieważ w większości przypadków są oparte na doświadczeniu dużych międzynarodowych korporacji<sup>7</sup>. Jak się okazało, niektóre firmy nie idą sprawdzoną ścieżką stopniowej internacjonalizacji, natomiast kreują swoje własne strategie umiędzynarodowienia. Na początku lat 90. XX w. zaczęły się pojawiać badania opisujące młode innowacyjne przedsiębiorstwa, które wychodzą na rynki międzynarodowe od razu po swoim powstaniu. Firmy te w międzynarodowej literaturze określono *born global*, co w języku polskim oznacza „urodzeni globalnie”. Ponieważ firmy *born global* są relatywnie nowym zjawiskiem, wciąż trwają dylematy wokół ich definicji.

### 3. *Born global*: dylematy związane z definicją na świecie i w Polsce

Po raz pierwszy termin *born global* został wprowadzony w 1993 r. przez Michaela Rennie<sup>8</sup>. W badaniach przeprowadzonych wśród australijskich eksporterów autor udowodnił istnienie przedsiębiorstw, które wychodzą na rynki międzynarodowe bardzo szybko po swoim powstaniu. Od tej pory temat *born global* stał się bardzo popularny, ponieważ przykłady strategii rozwoju tych firm są cenne dla innych przedsiębiorstw<sup>9</sup>. Sam termin i definicja firm *born global* w literaturze międzynarodowej były przedmiotem kontrowersji – w różnych źró-

<sup>6</sup> Ibidem, s. 306.

<sup>7</sup> B.M. Oviatt, P.P. McDougall, *Toward a theory of international new ventures*, „Journal of International Business Studies” 1994, nr 25(1), s. 45.

<sup>8</sup> M.W. Rennie, *Global competitiveness: Born global*, „McKinsey Quarterly” 1993, t. 4, s. 45.

<sup>9</sup> A. Kudina, G.S. Yip, H.G. Barkema, *Born global*, „Business Strategy Review” 2008, nr 19(4), s. 39.

dłach nazywano je: nowymi międzynarodowymi przedsiębiorstwami (*international new ventures*), globalnymi start-upami (*global start-ups*)<sup>10</sup>, błyskawicznymi międzynarodowcami<sup>11</sup> (*instant internationals*). Tabela 1 przedstawia przegląd najważniejszych cech charakterystycznych przedsiębiorstw *born global*, które można spotkać w literaturze międzynarodowej.

Tabela 1. Cechy charakterystyczne firm *born global*

Autor	Cechy charakterystyczne
M. Rennie, McKinsey & Company (1993)	Firmy <i>born global</i> rozpoczynają eksport ok. dwa lata po swoim powstaniu i osiągają do 76% udziału eksportu w sprzedaży
B. Oviatt, P. McDougall (1994)	Przedsiębiorstwa, które od samego powstania zamierzają osiągnąć znaczną przewagę konkurencyjną poprzez korzystanie z zasobów oraz sprzedaż produktów do wielu krajów
T. Madsen, E. Rasmussen, P. Servais (2000)	Firmy, które osiągają przynajmniej 25% udziału przychodów z eksportu w ciągu trzech lat po rozpoczęciu działalności
S. Andersson, I. Wiktor (2003)	Firma osiąga przynajmniej 25% przychodów z eksportu w ciągu trzech lat od powstania
G. Knight, S. Cavusgil (2004)	Firmy planują aktywność globalną od początku. Właściciele posiadają wyjątkowe umiejętności w dziedzinie biznesu międzynarodowego

Źródło: opracowanie własne.

W polskiej literaturze ekonomicznej firmy *born global* zaczęły się pojawiać od roku 2006<sup>12</sup>. Autorzy omawiają kwestie nazewnictwa, definicji, motywów wczesnej internacjonalizacji. Badacze zgodnie twierdzą, że zjawisko *born global* funkcjonuje w Polsce i jest nowym ciekawym obszarem badań. W publikacjach jednak wciąż brak jest terminu, który większość autorów przyjęłaby za własny<sup>13</sup> – używane są określenia „urodzeni globaliści”<sup>14</sup>, „przedsiębiorstwa wcześniej umiędzynarodowione”<sup>15</sup>, „firmy globalne od początku”<sup>16</sup>, „born

<sup>10</sup> B.M. Oviatt, P.P. McDougall, op. cit., s. 49.

<sup>11</sup> I. Fillis, *Small firm internationalisation: An investigative survey and future research directions*, „Management Decision” 2001, nr 39(9), s. 767.

<sup>12</sup> M. Jarośniński, *Urodzeni globaliści w badaniach na świecie i w Polsce*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH” 2012, nr 114, s. 18.

<sup>13</sup> E. Dulinić, *Koncepcje przedsiębiorstw wcześniej umiędzynarodowionych. Rozważania terminologiczne*, „Gospodarka Narodowa” 2011, nr 1-2, s. 68.

<sup>14</sup> P. Pietrasieński, *Międzynarodowe strategie marketingowe*, PWE, Warszawa 2005.

<sup>15</sup> E. Dulinić, *Koncepcje przedsiębiorstw wcześniej umiędzynarodowionych...*, op. cit.

<sup>16</sup> M. Berliński, *Firmy globalne od początku*, „Zeszyty Naukowe SGH. Kolegium Gospodarki Światowej” 2006, nr 20.

globals”<sup>17</sup>. Niejasności w polskiej terminologii są spowodowane przez kontrowersje w literaturze międzynarodowej oraz przez fakt, że literatura przedmiotu jest głównie anglojęzyczna (co powoduje dodatkowe trudności ze znalezieniem polskiego odpowiednika). Różnią się terminy, cechy charakterystyczne zjawiska (np. ile lat po założeniu firma rozpoczyna operacje międzynarodowe, jaka jest skala i rodzaj tych operacji), lecz stałym czynnikiem odróżniającym *born globals* na tle innych firm jest globalna wizja przedsiębiorcy już przy zakładaniu firmy.

#### 4. Motywy powstania przedsiębiorstw *born global*

Zagadnienia dotyczące przyczyn powstania wcześniej umiędzynarodowionych przedsiębiorstw po raz pierwszy zostały poruszone przez Tage Madsena i Pera Servaisa<sup>18</sup>, którzy dzielą przyczyny powstania firm *born global* na związane z rozwojem rynków niszowych, nowoczesnymi technologiami produkcyjnymi oraz komunikacyjnymi i z osobowością przedsiębiorcy. W późniejszych publikacjach powstało jeszcze kilka klasyfikacji przyczyn wczesnego umiędzynarodowienia, wśród nich teoria „czynników wypychających i przyciągających” (*pull and push factors*) Hamida Etemanda<sup>19</sup> oraz teoria „spustów umiędzynarodowienia” (*internationalization triggers*) Gary’ego Knighta i Tamera Cavusgila<sup>20</sup>. Wszystkie czynniki mające wpływ na decyzję o internacjonalizacji można podzielić na wewnętrzne i zewnętrzne. Czynniki wewnętrzne, które mają źródło w samej organizacji, to przede wszystkim:

1. Zdaniem większości autorów **globalna wizja przedsiębiorcy** i jego osobowość są decydującymi czynnikami przy rozpoczynaniu międzynarodowej działalności. Przedsiębiorca zakładający firmę *born global* posiada wysoki poziom ambicji i motywacji do działania.

2. Poza globalną wizją założyciele firm *born global* mają znaczne **doświadczenie międzynarodowe**, sieć kontaktów biznesowych za granicą oraz doświadczenie branżowe.

3. Charakterystyka branży jest ważnym czynnikiem sprzyjającym umiędzynarodowieniu. **Niszowe lub innowacyjne produkty**, niemające dużego popytu

---

<sup>17</sup> K. Przybylska, *Born global – nowa generacja małych polskich przedsiębiorstw*, „Gospodarka Narodowa” 2010, nr 7-8.

<sup>18</sup> T.K. Madsen, P. Servais, *The internationalization of born globals: An evolutionary process?*, „International Business Review” 1997, t. 6, nr 6, s. 566.

<sup>19</sup> H. Etamad, *Internationalization of small and medium enterprises: A grounded theoretical framework and an overview*, „Canadian Journal of Administrative Sciences” 2004, t. 21, cz. 1, s. 7.

<sup>20</sup> S.T. Cavusgil, G. Knight, *Born Global Firms: A new International Enterprise*, Business Expert Press, Nowy Jork 2009, s. 19.

na rynku krajowym, wywołują zazwyczaj wyższe koszty i wymagają większych obrotów na rynkach zagranicznych<sup>21</sup>.

4. **Innowacyjne** podejście do procesów w przedsiębiorstwie pozwala umiejętnie stosować nowoczesne technologie komunikacyjne, korzystać z efektywnych kanałów dystrybucji.

5. Odpowiednia **strategia firmy** gra bardzo ważną rolę w procesie umiędzynarodowienia, pozwala na szybkie reagowanie na potrzeby klientów i wpływa na posunięcia konkurentów na całym świecie.

Czynniki zewnętrzne sprzyjające wczesnej internacjonalizacji przedsiębiorstw to:

1. Przede wszystkim powstanie firm *born global* jest spowodowane zmianami na rynkach w wielu sektorach gospodarczych – zwiększeniem popytu na wyspecjalizowane dobra i usługi i rosnącym znaczeniem rynków niszowych. Międzynarodowe rynki niszowe dają ogromne możliwości konkurencyjne małym i średnim przedsiębiorstwom.

2. Według niektórych autorów rozwój **innowacyjnych procesów technologicznych** spowodował powstanie większości firm *born global*<sup>22</sup>. Jednak badania empiryczne udowadniają, że wcześniej umiędzynarodowione przedsiębiorstwa istnieją nie tylko w branżach innowacyjnych.

3. **Rozwój technologii komunikacyjnych** pozwala na szybszy przepływ informacji i znacznie zmniejsza koszty wymiany danych. Pozwala to nawet mikroprzedsiębiorstwom prowadzić operacje międzynarodowe jedynie za pomocą komputera i telefonu komórkowego.

4. **Rozwój transportu i logistyki** znacznie ułatwia firmom dostęp na rynki międzynarodowe – podróżowanie lub przewożenie towarów jest coraz prostsze i tańsze.

5. Ważnym czynnikiem zewnętrznym sprzyjającym prowadzeniu międzynarodowej działalności w Europie jest wsparcie przedsiębiorstwa ze strony Unii Europejskiej poprzez różnorodne instytucje i programy. Część jest adresowana wprost do przedsiębiorstw (np. „Program ramowy na rzecz konkurencyjności i innowacji”, który umożliwia współfinansowanie innowacyjnych projektów), niektóre umożliwiają nawiązanie kontaktów i współpracy (np. ośrodki Enterprise Europe Network, które pomagają firmom w prowadzeniu działalności za granicą w poszukiwaniu partnerów handlowych).

W obecnych warunkach rynkowych istnieje mnóstwo motywów powstania przedsiębiorstw *born global*. Wśród przyczyn ekspansji zagranicznej polskich firm można zaobserwować specyficzne czynniki związane z transformacją

<sup>21</sup> H. Etemad, op. cit., s. 7.

<sup>22</sup> S. Andersson, I. Wictor, *Innovative internationalisation in new firms: born globals – the Swedish case*, „Journal of International Entrepreneurship” 2003, t. 1, cz. 3, s. 252.



gospodarczą i wejściem Polski do Unii Europejskiej<sup>23</sup>. Jednak najbardziej istotne są motywy związane z osobowością i kompetencjami założycieli.

## 5. Rozważania o użyteczności firm *born global* dla rozwoju gospodarczego

Wiele programów wsparcia publicznego jest skierowanych na wspomaganie start-upów i samozatrudnienia, ponieważ małe innowacyjne przedsiębiorstwa tworzą dużo nowych miejsc pracy. Programy te mają skutecznie walczyć z wysokim poziomem bezrobocia w Europie spowodowanym kryzysem gospodarczym, polepszając wyniki finansowe państw. Również wzrost eksportu w niektórych europejskich krajach widocznie poprawia ich wyniki gospodarcze. Na podstawie powyższych stwierdzeń oraz biorąc pod uwagę dane statystyczne mówiące, że co piąta młoda europejska firma to przedsiębiorstwo *born global*<sup>24</sup>, możemy stwierdzić, że firmy te mają duży wpływ na stan gospodarki.

Agencja Eurofound opracowała w roku 2012 raport „Born global: The potential of job creation in the new international business”<sup>25</sup>, który sugeruje, że firmy *born global* są bardzo użyteczne dla gospodarki. Korzyści płynące z wczesnego umiędzynarodowienia są następujące:

1. **Wzrost eksportu.** Zwiększenie liczby firm *born global* powoduje większą wymianę towarową z innymi państwami. Z kolei wzrost eksportu przyspiesza wzrost gospodarki oraz przyczynia się do spadku bezrobocia.

2. **Tworzenie nowych miejsc pracy.** Młode innowacyjne przedsiębiorstwa *born global* tworzą więcej miejsc pracy, niż firmy działające lokalnie, na rynku krajowym. Prowadząc działalność globalnie, zapewniają najczęściej stabilne, dobrze opłacalne miejsca pracy<sup>26</sup>.

3. **Wzrost wpływów podatkowych.** Intensyfikacja międzynarodowych przedsiębiorstw wiąże się ze wzrostem wpływów podatkowych, co pozytywnie oddziałuje na sytuację budżetu państwa, a to z kolei może przyczynić się do wzrostu gospodarczego.

---

<sup>23</sup> I. Kowalik, E. Baranowska-Prokop, *Determinanty powstawania i motywy ekspansji polskich przedsiębiorstw wcześniej umiędzynarodowionych*, „Gospodarka Narodowa” 2013, nr 4, s. 61.

<sup>24</sup> Eurofound, *Born global: The potential of job creation in new international business*, op. cit., s. 61.

<sup>25</sup> Ibidem, s. 61.

<sup>26</sup> Ibidem, s. 2.



Tabela 2. Określone cechy charakterystyczne i wyzwania firm *born global* oraz możliwy zakres pomocy publicznej

Cechy charakterystyczne i wyzwania	Możliwy zakres pomocy publicznej
Ograniczona wiedza o przedsiębiorstwach <i>born global</i> – o ich istnieniu, potencjale, specyficznych potrzebach	Opracowanie powszechnie obowiązującej definicji tego zjawiska
	Przeprowadzenie ilościowych badań, zdefiniowanie kryteriów kwalifikujących do otrzymywania pomocy publicznej
Globalne myślenie, ale małe międzynarodowe doświadczenie	Wspieranie międzynarodowych programów wymiany studenckiej, szkoleń dla przedsiębiorców
Ograniczona informacja o pomocy publicznej i nie zawsze dostępne instrumenty wsparcia	Zwiększenie świadomości o dostępnych instrumentach wsparcia (inwestorzy, anioły biznesu), np. przez platformy internetowe „wszystko w jednym” dla młodych innowacyjnych przedsiębiorstw
	Niewymaganie od przedsiębiorstw stabilnej pozycji na rynku krajowym jako warunku udzielenia pomocy
Wyspecjalizowane innowacyjne produkty/ usługi wymagające aktywności w różnych krajach, współpraca z wieloma dostawcami, klientami	Założenie i wsparcie międzynarodowych inkubatorów biznesu dla pomocy firmom <i>born global</i>
Niski poziom dostępnych środków finansowych, ale wysokie wymagania	Wsparcie finansowe młodych przedsiębiorstw, innowacji oraz internacjonalizacji poprzez ulgi podatkowe
	Pomoc w przyciąganiu inwestorów, napisaniu biznes planu

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Eurofound, *Born global: The potential of job creation in new international business*, Publications Office of the European Union, Luxembourg 2012, s. 62.

**4. Wzrost poziomu innowacyjności.** Przedsiębiorstwa *born global* sprzyjają wymianie wiedzy technologicznej o charakterze innowacyjnym pomiędzy państwami.

**5. Tworzenie wartości dodanej.** Innowacyjne firmy, prowadząc operacje zagraniczne, tworzą wartość dodaną i dzięki temu stymulują dalsze innowacje oraz zwiększają konkurencyjność na rynkach.

Biorąc pod uwagę potencjał wcześniej umiędzynarodowionych przedsiębiorstw, możemy przypuszczać, że zwiększenie ich liczby oraz wsparcie już istniejących firm pozytywnie wpłynie na rozwój gospodarki. Oprócz problemów typowych dla sektora mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw, firmy *born global* stoją przed specyficznymi wyzwaniami. Jednak obecnie programy pomocy publicznej nie precyzują w wystarczający sposób kierunków wsparcia dla tego typu przedsiębiorstw.

## 6. Specyficzne wyzwania oraz kierunki wsparcia

Odpowiednio adresowana pomoc publiczna gra bardzo dużą rolę we wspomaganiu przedsiębiorstw. Ułatwia ona przewyżczanie barier występujących w działaniu podmiotów gospodarczych, stymuluje wzrost ich konkurencyjności na rynku krajowym i rynkach międzynarodowych<sup>27</sup>. Przedsiębiorstwa *born global* potrzebują ukierunkowanego wsparcia, aby w pełni realizować swój potencjał. Wspomniany wyżej raport agencji Eurofound proponuje, aby dopasować kierunki wsparcia firm *born global* do ich specyficznych potrzeb.

Firmy *born global* są narażone na wiele trudności ze względu na swój młody wiek, innowacyjne strategie oraz brak stabilnej pozycji na rynku krajowym. W ograniczonym czasie muszą one jednocześnie zarządzać procesami zakładania przedsiębiorstwa, internacjonalizacji, rozwojem innowacyjnego produktu. Wymaga to wysokiego poziomu zdolności technicznych i organizacyjnych, znajomości rynków i procedur oraz wysokiego stopnia zaangażowania. Poza tym osiągnięcie tych celów wymaga relatywnie wysokiego poziomu inwestycji, co jest problemem w przypadku małych przedsiębiorstw z ograniczonymi zasobami finansowymi<sup>28</sup>. Zatem pomoc publiczna przedsiębiorstwom wcześniej umiędzynarodowionym jest niezbędna, aby mogły one w pełni realizować swój potencjał. Proponowane wyżej kierunki pomocy publicznej mają okazać wsparcie firmom *born global* na etapie planowania biznesu, wejścia na rynki międzynarodowe oraz wspomagać działalność tych przedsiębiorstw za granicą.

## 7. Podsumowanie

Zjawisko firm *born global* jest relatywnie nowe, temat ten więc jest bardzo popularny w międzynarodowej literaturze. W Polsce również można zaobserwować wzrost zainteresowania wczesną internacjonalizacją. Jednak wciąż brakuje ustrukturyzowanej statystyki w tej kwestii. Badania prowadzone na małych próbach przedsiębiorstw nie odzwierciedlają sytuacji ogólnopolskiej. Brakuje również ujednoczonej definicji tego zjawiska.

Firmy *born global* posiadają ogromny potencjał – są innowacyjne, elastyczne i konkurencyjne. Potencjał ten jest źródłem ich przewagi na rynku oraz może się przyczynić do wzrostu gospodarczego poprzez wzrost eksportu, zwiększenie wpływów podatkowych, tworzenie nowych miejsc pracy, tworzenie wartości

---

<sup>27</sup> K. Rutkiewicz, *Wpływ udzielania pomocy publicznej na wzrost konkurencyjności polskich przedsiębiorstw*, „Cyfrowa Biblioteka Prawnicza” 2009, s. 1.

<sup>28</sup> Eurofound, *Born global: The potential of job creation in new international business*, op. cit., s. 2.

dodanej poprzez zwiększenie poziomu innowacyjności i konkurencyjności na rynkach międzynarodowych.

Świadomość istnienia przedsiębiorstw typu *born global* oraz ich specyficznych problemów i wyzwań pozwoli bardziej precyzyjnie określić ich potrzeby i wyznaczyć kierunki wsparcia publicznego. Zaprezentowane propozycje pomocy publicznej mają przyczynić się do ułatwienia działalności wcześniej umiędzynarodowionych przedsiębiorstw.

## Literatura

- Andersson S., Wictor I., *Innovative internationalization in new firms: born globals – the Swedish case*, „Journal of International Entrepreneurship” 2003, t. 1, cz. 3.
- Berliński M., *Firmy globalne od początku*, „Zeszyty Naukowe SGH. Kolegium Gospodarki Światowej” 2006, nr 20.
- Berliński M., *Dotychczasowe teorie internacjonalizacji wobec zjawiska firm globalnych od początku*, „Zeszyty Naukowe SGH. Kolegium Gospodarki Światowej” 2007, nr 22.
- Cavusgil S.T., Knight G., *Born global firms: A new international enterprise*, Business Expert Press Nowy Jork 2009.
- Chetty S., Campbell-Hunt C., *A strategic approach to internationalization: A traditional versus a „born-global” approach*, „Journal of International Marketing” 2004, nr 12(1).
- Duliniec E., *Koncepcje przedsiębiorstw wcześniej umiędzynarodowionych. Rozważania terminologiczne*, „Gospodarka Narodowa” 2011, nr 1-2.
- Duliniec E., *Przedsiębiorstwa wcześniej umiędzynarodowione – uwarunkowania i rozwój*, „Gospodarka Narodowa” 2011, nr 5-6.
- Etemad H., *Internationalization of small and medium enterprises: A grounded theoretical framework and an overview*, „Canadian Journal of Administrative Sciences” 2004, t. 21, cz. 1.
- Eurofound, *Born global: The potential of job creation in new international business*, Publications Office of the European Union, Luxembourg 2012, [www.eurofound.europa.eu/publications/htmlfiles/ef1265.htm](http://www.eurofound.europa.eu/publications/htmlfiles/ef1265.htm) [11.11.2013].
- Fillis I., *Small firm internationalisation: An investigative survey and future research directions*, „Management Decision” 2001, nr 39(9).
- Gabrielsson M., Kirpalani V.H.M., Dimitratos P., Solberg C.A., Zucchella A., *Born globals: Propositions to help advance the theory*, „International Business Review” 2008, nr 17(4).
- Jarosiński M., *Urodzeni globaliści w badaniach na świecie i w Polsce*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH” 2012, nr 114.
- Johanson J., Vahlne J.-E., *The internationalization process of the firm – A model of knowledge development and increasing foreign market commitments*, „Journal of International Business Studies” 1977, nr 8(1).
- Johanson J.J., Wiedersheim-Paul F., *The internationalization of the firm: Four Swedish cases*, „Journal of Management Studies” 1975, t. 12, nr 3.
- Kowalik I., Baranowska-Prokop E., *Determinanty powstawania i motywy ekspansji polskich przedsiębiorstw wcześniej umiędzynarodowionych*, „Gospodarka Narodowa” 2013, nr 4.
- Kudina A., Yip G.S., Barkema H.G., *Born global*, „Business Strategy Review” 2008, nr 19(4).
- Madsen T.K., Servais P., *The internationalization of born globals: An evolutionary process?*, „International Business Review” 1997, t. 6, nr 6.
- O’Grady S., Lane H.W., *The psychic distance paradox*, „Journal of International Business Studies” 1996, t. 27, cz. 2.

- Moen O., *The born globals: A new generation of small European exporters*, „International Marketing Review” 2002, nr 19(2/3).
- Nowiński W., *Wczesna internacjonalizacja przedsiębiorstw – nowy obszar badań*, „Gospodarka Narodowa” 2006, nr 11-12.
- Oviatt B.M., McDougall P.P., *Toward a theory of international new ventures*, „Journal of International Business Studies” 1994, nr 25(1).
- Pietrasieński P., *Międzynarodowe strategie marketingowe*, PWE, Warszawa 2005.
- Przybylska K., *Born global – nowa generacja małych polskich przedsiębiorstw*, „Gospodarka Narodowa” 2010, nr 7-8.
- Rennie M.W., *Global competitiveness: Born global*, „McKinsey Quarterly” 1993, nr 4.
- Rutkiewicz K., *Wpływ udzielania pomocy publicznej na wzrost konkurencyjności polskich przedsiębiorstw*, „Cyfrowa Biblioteka Prawnicza” 2009, [www.bibliotekacyfrowa.pl/dlibra/docmetadata?id=27792&from=pubstats](http://www.bibliotekacyfrowa.pl/dlibra/docmetadata?id=27792&from=pubstats) [15.11.2013].
- Vernon R., *International investment and international trade in the product cycle*, „The Quarterly Journal of Economics” 1966, nr 80(2).

## Born Global Firms in the Economy of the European Union

**Summary.** The traditional approach to business internationalization assumes that companies will first establish a strong presence in the domestic market, and go global at a subsequent stage of their development. However, there exist exceptions to this rule – firms that go international soon after they start operations – known as *born globals*. They are innovative and flexible, and usually have a considerable market potential. The expansion of *born globals* throughout the European Union could contribute to boosting its economic growth. Yet, most such firms have limited access to financial resources and lack experience or knowledge of new markets. They would therefore benefit from support programs tailored to their specific needs.

**Keywords:** born globals, born global firms, early internationalization, supporting born globals

**Lista recenzentów współpracujących z czasopismem  
„Zeszyty Naukowe Wydziału Zamiejscowego w Chorzowie  
Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu”**

**List of reviewers collaborating with  
“The Research Journal of the Chorzow Faculty  
of the Poznan School of Banking”**

- |   |  |
|---|--|
| Prof. nadzw. dr hab. Agnieszka Alińska              | – Szkoła Główna Handlowa w Warszawie                                       |
| Prof. zw. dr hab. Andrzej Barczak                   | – Uniwersytet Śląski w Katowicach  |
| Prof. zw. dr hab. inż. Józef Bendkowski             | – Politechnika Śląska w Gliwicach  |
| Prof. zw. dr hab. Ewa Maria Bogacka-Kisiel          | – Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu                                     |
| Dr Andrzej Borczuch                                 | – Akademia Ekonomiczna w Katowicach  |
| Prof. nadzw. dr hab. Jan Borowiec                   | – Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu                                     |
| Prof. zw. dr hab. Grażyna Borys                     | – Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu                                     |
| Prof. zw. dr hab. Halina Buk                        | – Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach                                     |
| Dr Janusz Cichy                                     | – Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach                                     |
| Prof. nadzw. dr hab. Stanisław Czaja                | – Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu                                     |
| Prof. nadzw. dr hab. inż. Anna Beata Cwiąkała-Małys | – Uniwersytet Wrocławski   |
| Prof. nadzw. dr hab. Waldemar Dotkuś                | – Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu                                     |
| Prof. nadzw. dr hab. Józef Dziechciarz              | – Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu                                     |
| Prof. zw. dr hab. Teresa Famulska                   | – Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach                                     |
| Prof. zw. dr hab. Stanisław Flejterski              | – Uniwersytet Szczeciński  |
| Dr Lucyna Frąckiewicz                               | – Uniwersytet Śląski w Katowicach  |
| Dr Jadwiga Gierczycka                               | – Śląska Wyższa Szkoła Zarządzania im. Gen. Jerzego<br>Ziętki w Katowicach |
| Prof. zw. dr hab. Jan Głuchowski                    | – Wyższa Szkoła Bankowa w Toruniu  |
| Dr Józef Haber                                      | – Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu   |
| Prof. dr hab. Jerzy Ryszard Handschke               | – Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu                                       |
| Prof. dr hab. Eva Horvátová                         | – Ekonomická univerzita v Bratislave, Słowacja                             |
| Prof. dr Arvind K. Jain                             | – Concordia University, Kanada   |
| Prof. zw. dr hab. Krzysztof Jajuga                  | – Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu                                     |
| Prof. nadzw. dr hab. Maria Jastrzębska              | – Uniwersytet Gdański  |
| Prof. zw. dr hab. Adam Kopiński                     | – Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu                                     |
| Prof. zw. dr hab. inż. Dorota Elżbieta Korenik      | – Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu                                     |
| Prof. nadzw. dr Leszek Korzeniowski                 | – Akademia Wychowania Fizycznego w Krakowie                                |
| Prof. nadzw. dr hab. Maria Kosek-Wojnar             | – Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie                                       |
| Prof. nadzw. dr hab. Paweł Kosiń                    | – Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach                                     |
| Dr Kazimiera Kotra                                  | – Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu   |
| Prof. zw. dr hab. Teresa Krystyna Lubińska          | – Uniwersytet Szczeciński  |
| Dr Monika Miczka-Pajestka                           | – Akademia Techniczno-Humanistyczna<br>w Bielsku-Białej                    |
| Dr Eugeniusz Mizerski                               | – Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu   |
| Prof. zw. dr hab. Henryk Mruk                       | – Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu                                       |
| Dr Tony Muff  | – University of Northampton, Wielka Brytania                               |
| Dr Katarzyna Nagel                                  | – Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach                                     |

- Prof. nadzw. dr hab. Bartłomiej Nita – *Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu*  
 Prof. zw. dr hab. Edward Nowak – *Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu*  
 Prof. zw. dr hab. Adam Nowicki – *Politechnika Częstochowska*  
 Prof. zw. dr hab. Walenty Ostasiewicz – *Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu*  
 Prof. nadzw. dr hab. Zbigniew Pastuszak – *Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie*  
 Prof. zw. dr hab. Kazimierz Perechuda – *Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu*  
 Prof. dr hab. Wiesława Piątkowska-Stepaniak – *Uniwersytet Opolski*  
 Prof. zw. dr hab. Bogusław Pietrzak – *Szkoła Główna Handlowa w Warszawie*  
 Prof. nadzw. dr hab. Wojciech Piotr – *Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu*  
 Prof. nadzw. dr hab. Marzanna Poniatowicz – *Uniwersytet w Białymstoku*  
 Prof. dr hab. Marek Prymon – *Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu*
- Prof. zw. dr hab. Jan Przewłocki – *Uniwersytet Śląski w Katowicach*
- Prof. dr hab. Zbigniew Przybycin – *Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu*  
 Prof. zw. dr hab. Wanda Ronka-Chmielowiec – *Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu*  
 Prof. nadzw. dr hab. Edyta Rudawska – *Uniwersytet Szczeciński*  
 Prof. nadzw. dr hab. Włodzimierz Rudny – *Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach*
- Prof. dr hab. Jacek Ruszkowski – *Akademia Leona Koźmińskiego*
- Prof. nadzw. dr hab. Henryk Salmonowicz – *Akademia Morska w Szczecinie*  
 Prof. nadzw. dr hab. Maria Smejda – *Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach*  
 Prof. nadzw. dr hab. Jadwiga Sobieska-Karpińska – *Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu*  
 Prof. zw. dr hab. Jerzy Sokołowski – *Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu*  
 Prof. dr hab. inż. Jolanta Stacharska-Targosz – *Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu*  
 Prof. nadzw. dr hab. Maciej Szymczak – *Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu*  
 Prof. dr Bogdan Targosz – *Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu*  
 Dr Tomasz Turek – *Uniwersytet Śląski w Katowicach*  
 Prof. dr hab. Marian Turzański – *Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu*  
 Prof. nadzw. dr hab. inż. Radosław Wolniak – *Politechnika Śląska*  
 Prof. nadzw. dr hab. dr h.c. inż. Tadeusz Zaborowski – *Polska Akademia Nauk Oddział w Poznaniu*  
 Dr hab. Marek Zdebel – *Uniwersytet Śląski w Katowicach*  
 Prof. nadzw. dr hab. Ewa Ziemba – *Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach*  
 Prof. dr hab. Ewa Żarnecka-Biała – *Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu*  
 Dr Beata Żołądowska-Król – *Uniwersytet Śląski w Katowicach*  
 Prof. zw. dr hab. Marian Żukowski – *Katolicki Uniwersytet Lubelski Jana Pawła II*

**Recenzenci**  
**„Zeszytów Naukowych Wydziału Zamiejscowego w Chorzowie**  
**Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu”**  
**nr: 12/2010, 13/2011, 14/2012, 15/2013, 16/2014**

**Reviewers of “The Research Journal of the Chorzow Faculty**  
**of the Poznan School of Banking”**  
**issues: 12/2010, 13/2011, 14/2012, 15/2013, 16/2014**

Prof. nadzw. dr hab. Paweł Kosiń	– <i>Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach</i>
Prof. zw. dr hab. Henryk Mruk	– <i>Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu</i>
Prof. zw. dr hab. Edward Nowak	– <i>Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu</i>
Prof. zw. dr hab. Bogusław Pietrzak	– <i>Szkola Główna Handlowa w Warszawie</i>
Prof. nadzw. dr hab. Edyta Rudawska	– <i>Uniwersytet Szczeciński</i>
Prof. nadzw. dr hab. Włodzimierz Rudny	– <i>Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach</i>
Prof. nadzw. dr hab. Maria Smejda	– <i>Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach</i>
Prof. nadzw. dr hab. Maciej Szymczak	– <i>Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu</i>
Prof. nadzw. dr hab. inż. Radosław Wolniak	– <i>Politechnika Śląska</i>





## Wymogi edytorskie Wydawnictwa WSB w Poznaniu dla autorów

### Tekst

- kompletny, w postaci 1 wydruku oraz na płycie CD (w formacie \*.doc lub \*.rtf)
- pozbawiony fragmentów pozwalających zidentyfikować autora, np. *Jak wskazałem w pracy... należy zastąpić formą bezosobową: Jak wskazano w pracy...*

### Układ tekstu

- imię i nazwisko autora, stopień/tytuł naukowy, afiliacja
- telefon, e-mail, adres • tytuł pracy • spis treści (w przypadku książki) • streszczenie w języku polskim (maksymalnie do 1000 znaków ze spacjami) • słowa kluczowe (maksymalnie 8 słów) • wstęp • tekst główny • zakończenie (wnioski) • bibliografia • tytuł pracy, streszczenie i słowa kluczowe w języku angielskim

### Objętość

- artykuł – do 1 arkusza wydawniczego wraz z rysunkami i tabelami (ok. 22 stron)
- książka – według umowy wydawniczej

### Marginesy – 2,5 cm z każdej strony

### Numeracja stron – ciągła w obrębie całej publikacji, u dołu strony

### Tekst główny

- czcionka Times New Roman z polskimi znakami, 12 pkt
- odstęp między wierszami – 1,5 pkt
- wyróżnienia – pismem półgrubym
- słowa obcojęzyczne – kursywą
- nazwiska użyte po raz pierwszy – pełne imię i nazwisko, kolejne przywołanie – samo nazwisko
- skróty – za pierwszym razem pełny termin, a skrót w nawiasie; dalej – tylko skrót, np. *jednostki samorządu terytorialnego (JST)*
- liczby do 4 cyfr – bez spacji i kropek (5000, a nie: 5.000 czy 5 000), a powyżej 5 cyfr – ze spacjami co 3 cyfry, licząc od prawej (5 000 000, a nie: 5.000.000)
- w liczbach dziesiętnych – przecinek, nie kropka (z wyjątkiem tekstów angielskich)

### Cytaty

- poprzedzone wprowadzeniem (np. *Jak zauważył Jan Kowalski...*)
- ujęte w cudzysłowie, bez kursywy, dokładnie przytoczone,
- opuszczenia fragmentu cytowanego tekstu – zaznaczone za pomocą nawiasu kwadratowego: [...]
- wtrącenia własne w cytatach – opatrzone inicjałami autora: [moje – X.Y.]

### Przypisy

- umieszczone u dołu strony (nie w tekście w nawiasach)
- przy kolejnych powołaniach – łacińskie sformułowania i skróty (op. cit., ibidem, idem, eadem)

### Przykłady przypisów

- wydawnictwa zwarte:
  - ♦ autor lub kilku autorów:  
P. Pioterek, B. Zieleniecka, *Technika pisania prac dyplomowych*, wyd. 3 zm., Wyd. WSB w Poznaniu, Poznań 2004, s. 9.
  - ♦ praca zbiorowa:  
*Przemiany we współczesnej gospodarce światowej*, red. E. Oziewicz, PWE, Warszawa 2006, s. 20-28.

### ♦ artykuły lub rozdziały w pracy zbiorowej:

- A. Michalewicz, *Systemy informacyjne wspomagające logistykę dystrybucji*, w: *Logistyka dystrybucji*, red. K. Rutkowski, Difin, Warszawa 2001, s. 102-123.
- wydawnictwa ciągłe (artykuły w czasopismach lub gazetach)
  - <sup>1</sup> K. Strzyżewska, *Zarządzanie dostawami*, „Logistyka a Jakość” 2008, nr 3-4, s. 31-32.
  - <sup>2</sup> W. Orłowski, *Wielki wybuch, czyli giełdy w panice*, „Gazeta Wyborcza”, 13 października 2008 r., s. 3.
- materiały internetowe i elektroniczne (w nawiasie pełna data korzystania ze strony WWW)
  - <sup>1</sup> H. Arndt, *Globalisation*, „Pacific Economic Paper” 1998, No. 27, www.crawford.anu.edu.au/pdf/pep/pep-275.pdf [17.05.2008].
  - <sup>2</sup> *NBPortal.pl. Portal wiedzy ekonomicznej* [CD-ROM], edycja Banknot, NBP, Warszawa 2005.
- prace niepublikowane  
W. Balicki, *Bezrobocie a długookresowa stagnacja transformacyjna* [praca niepublikowana], [b.m.] 2003 [wydruk komputerowy].
- akty prawne
  - <sup>1</sup> Ustawa z dnia 8 marca 1990 r. o samorządzie gminnym, t.j. Dz.U. z 2001 r., nr 142, poz. 1591.
  - <sup>2</sup> Ustawa z dnia 19 listopada 1999 r. Prawo działalności gospodarczej, Dz.U. nr 101, poz. 1178 z późn. zm.

### Ilustracje

- edytowalne, wyłącznie czarno-białe,
- rysunki, wykresy i schematy – w plikach źródłowych (\*.xls lub \*.cdr)
- zdjęcia – w plikach źródłowych (najlepiej \*.tif), rozdzielczość min. 300 dpi
- opatrzone numerem oraz źródłem (np. *opracowanie własne*)
- pozbawione napisów: półgrubych, wersalikami, białych na czarnym tle, czarnych wypełnień, dodatkowych ramek
- z odwołaniem w tekście (np. *zob. rys. 1*, a nie: *zob. rysunek poniżej/powyżej*)
- z objaśnieniem użytych skrótów
- z pisemną zgodą na przeniesienie praw autorskich

### Tabele

- ponumerowane, opatrzone tytułem oraz źródłem (np. *opracowanie własne*)
- z odwołaniem w tekście (np. *zob. tab. 1*, a nie: *zob. tabela poniżej/powyżej*)
- każda rubryka wypełniona treścią
- skróty użyte w tabeli – objaśnione pod nią
- z pisemną zgodą na przeniesienie praw autorskich

### Wzory matematyczne

- przygotowane w programie Microsoft Equation 3.0
- poprawnie zapisane potęgi i indeksy
- zmienne – kursywą, liczby i cyfry – pismem prostym
- znak mnożenia to: · lub × (nie gwiazdka czy „iks”)
- pisownia jednostek – według układu SI
- symbole objaśnione pod wzorem

### Bibliografia

- pozbawiona numeracji
- uporządkowana alfabetycznie według nazwisk autorów i tytułów prac zbiorowych

# The WSB Press Instructions for Authors Submitting Their Contributions in English

## General requirements

- only complete submissions are accepted – a single printed copy and an electronic source file saved to a CD (\*.doc or \*.rtf format)
- ensure your text contains no phrases by which your authorship could be identified, e.g. *In my 2008 book on African Voodoo I pointed out...* is not allowed and should be replaced with e.g. *John Smith's 2008 book on African Voodoo indicates...*

## Text layout

- author's first and last name, scientific degree/title, organization/institution (if applicable) • phone number, e-mail address, mailing address • title of book/paper • contents (books only) • summary in English (up to 1000 words including spaces) • key-words in English (up to 8 words) • introduction • body text • conclusion (findings, recommendations) • bibliography/references • title of book/paper, summary and keywords in Polish

## Size limit

- for a single paper – the limit is 40 000 characters (around 22 pages, 1800 characters per page) including tables and figures
- for books – as specified in the publishing contract

## Margins: 2.5 cm each margin

**Page numbering:** continuous throughout the text, using Arabic numerals, placed at the bottom of the page (footer)

## Body text

- typeface: Times New Roman, 12 pts
- line spacing: 1.5 line
- highlights or emphasis: apply **bold** print
- foreign (non-vernacular) words and expressions: in *italics*
- people's names: give the full name (including all given names and the last name) at first mention; for any further reference – quote the last name only
- abbreviations and acronyms: when first used, give the complete phrase (name), including its abbreviation in brackets, e.g. *Information and Communication Technology (ICT)*; onward – use the abbreviation only
- numbers consisting of up to 4 digits: use no thousands separator (5000 rather than 5,000 or 5 000); numbers including 5 or more digits – insert space every three digits starting from the right (5000000 rather than 5,000,000)
- decimal fractions should be separated by points (2.25)

## Citations

- preceded by an introductory phrase (e.g. *John Smith notes that...*)
- must be quoted verbatim and enclosed in double quotation marks (inverted commas) – no italics; for citations within citations, use single marks
- omissions in cited text should be marked with parentheses [...]
- phrases interposed by the author within cited text should be followed by author's parenthesized initials – [*J.S.*]

## References

- placed at the bottom of the page (footnotes) rather than within body text or as endnotes
- when making further references to the same source – use Latin terms and abbreviations, such as *op. cit.*, *ibidem*, *idem*, *eadem*, etc.

## References – examples

- books:
  - ♦ by single or multiple authors:  
W.R. Lane, K.W. King, T. Reichert, *Kleppner's advertising procedure*, 18<sup>th</sup> ed., Upper Saddle River, Pearson Prentice Hall, New Jersey 2011, p. 43.
  - ♦ edited books:  
*Multinational Firms. The Global-Local Dilemma*, eds. J.H. Dunning, J.L. Mucchielli, Routledge, London – New York 2002, pp. 345-346.
  - ♦ papers or chapters in edited books:  
W. Cornwall, *The rise and fall of productivity growth*, in: *The Capitalist Economies. Prospects for the 1990s*, ed. J. Cornwall, Edward Elgar, Aldershot – Brookfield 1991, pp. 40-62.
- periodicals (journal and newspaper articles)
  - <sup>1</sup> J. Bughin, J. Doogan, O. Vetvik, *A new way to measure word-of-mouth marketing*, "McKinsey Quarterly" 2010, No. 2, pp. 113-116.

- <sup>2</sup> P. Spenner, K. Freeman, *To keep your customers, keep it simple*, "Harvard Business Review" May 2012, pp. 108-114.
- online and electronic sources (for Internet sources, include date source was retrieved)

<sup>1</sup> H. Arndt, *Globalisation*, "Pacific Economic Paper" 1998, No. 27, www.crawford.anu.edu.au/pdf/pep/pep-275.pdf [accessed May 17, 2008].

<sup>2</sup> *NBPortal.pl. Portal wiedzy ekonomicznej* [CD-ROM], edycja Banknot, NBP, Warszawa 2005.

- unpublished work  
W. Balicki, *Bezrobocie a długookresowa stagnacja transformacyjna* [unpublished], [month missing] 2003 [computer script].

A. Lindqvist, *The Saving Behavior of Households* [doctoral dissertation], The Stockholm School of Economics, Stockholm 1981 [computer manuscript].

## legislation

<sup>1</sup> Council Directive 90/365/EEC of 28 June 1990 on the right of residence for employees and self-employed persons who have ceased their occupational activity.

<sup>2</sup> Act of 4 February 1994 on Copyright and Related Rights, Journal of Laws No. 24, item 83, as later amended.

## Artwork and graphics

- editable, in black and white only, with no shading
- drawings, graphs and diagrams must be supplied in their native electronic formats (\*.xls or \*.cdr)
- photographs – supply source files (preferably, \*.tif); minimum resolution: 300 dpi
- number all graphical components consecutively using Arabic numerals
- for any artwork that has already been published elsewhere, indicate the original source (otherwise state e.g. *Source: own*)
- apply no lettering in white against a black background, whether in bold or italics, and no black fills or excess frames
- if the figure is referenced in the text, use its number rather than terms such as "above" or "below" (e.g. *cf. Fig. 1*, not: *see figure above/below*)
- provide an explanation of any abbreviations and symbols used
- copyrighted work must be supplied along with the original author's consent to the publication

## Tables

- numbered consecutively and consistently using Arabic numerals
- including a caption (title) and a reference to the source of data (e.g. *Author's own research*)
- identify any previously published material by giving the original source
- when referencing the table in the text, use its number rather than expressions such as "above" or "below" (e.g. *cf. Table 1*, not: *see table above/below*)
- with no blank cells
- any abbreviations used must be expanded below the table
- for any copyrighted material, attach the original author's written permission

## Mathematical formulas

- processed using Microsoft Equation 3.0
- special attention should be given to the correct placement of any sub- or super-scripts
- variables – written in italics; numbers and digits – in normal font style
- use "·" or "×" only as the multiplication sign (rather than e.g. an asterisk or an "x")
- quantities should be represented in SI units only
- any symbols must explained below the formula

## Bibliography

- add no numbering
- all items should be arranged alphabetically by authors' last names or titles of edited books rather than in their order of appearance in the text