



FINANSE i PRAWO FINANSOWE

JOURNAL of FINANCE and FINANCIAL LAW

ISSN 2353-5601

vol. 4(28)

GRUDZIEŃ/DECEMBER 2020

KWARTALNIK



**WYDZIAŁ EKONOMICZNO-
SOCJOLOGICZNY**
Uniwersytet Łódzki



**UNIWERSYTET
ŁÓDZKI**

**FINANSE i PRAWO
FINANSOWE**

**JOURNAL of FINANCE
and FINANCIAL LAW**

ISSN 2353-5601

vol. 4(28)

GRUDZIEŃ/DECEMBER 2020

K W A R T A L N I K

Rada Naukowa

Femi Ayoola (University of Ibadan, Nigeria)
Zbysław Dobrowolski (Uniwersytet Jagielloński, Polska)
Teresa Famulska (Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Polska)
Stanisław Flejterski (Uniwersytet Szczeciński, Polska)
Jerzy Gajdka (Uniwersytet Łódzki, Polska)
Grzegorz Gołębiowski (Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Warszawie, Polska)
Ireneusz Jaźwiński (Uniwersytet Szczeciński, Polska)
Sami Kajalo (Aalto University, Finlandia)
Stanisław Kasiewicz (Szkoła Główna Handlowa w Warszawie: SGH, Polska)
Sophia Lobozyńska (Ivan Franko L'viv National University of Lviv, Ukraina)
Elena Manas (University of Alcalá de Henares, Hiszpania)
Paulo Reis Mourao (University of Minho, Braga, Portugalia)
Witold Orłowski (Uniwersytet Łódzki, Akademia Finansów i Biznesu Vistula, Polska)
Ramona Rupeika-Apoga (University of Latvia, Ryga, Łotwa)
Wolfgang Scherf (Justus Liebig University, Giessen, Niemcy)
Iryna Skomorowycz (Ivan Franko National University of Lviv, Ukraina)
Magdalena Maria Stuss (Uniwersytet Jagielloński, Polska)
Anna Tarabasz (SP Jain School of Global Management, Dubai, Zjednoczone Emiraty Arabskie)
Fátima Teresa Sol Murta (University of Coimbra, Portugalia)
Jacek Tomkiewicz (Akademia Leona Koźmińskiego, Warszawa, Polska)
Harry W. Trummer (Goethe University, Frankfurt, Niemcy)
Ulyana Vladychyn (Ivan Franko National University of Lviv, Ukraina)

Zespół Redakcyjny

Redaktor Naczelny

Iwona Dorota Czechowska (Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów)

Zastępca Redaktora Naczelnego

Dagmara Hajdys (Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów)

Redaktor Tematyczny: Finanse

Monika Marcinkowska (Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów)

Redaktor Tematyczny: Prawo Finansowe

Henryk Dzwonkowski (Uniwersytet Łódzki, Wydział Prawa i Administracji, Katedra Prawa Finansowego)

Redaktor Języka Angielskiego

Katarzyna Walińska (Uniwersytet Łódzki, Studium Języków Obcych)

Redaktor Statystyczny

Wojciech Zatoń (Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów)

Redaktor ds. Organizacyjno-Prawnych

Agnieszka Czajkowska (Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów)

Tomasz Florczak (Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów)

Sekretarz Redakcji

Magdalena Ślebocka (Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów)

Joanna Stawska (Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów)

Sekretariat Redakcji

Magdalena Starosta (Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów)

Redaktor Techniczny

Monika Wolska-Bryl (Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny)

Stała współpraca:

Lena Grzesiak (Uniwersytet Łódzki, Wydział Zarządzania)

Marta Padaszyńska (Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów)

Jacek Sikorski (Absolwent Uniwersytetu Łódzkiego, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny)

Radosław Witczak (Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów)

Wojciech Zatoń (Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów)

Artur Zimny (Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów)

Studenckie Koło Naukowe Analiz i Prognozowania Gospodarczego 4Future (Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny)

Wszystkie artykuły publikowane w czasopiśmie przeszły podwójną – ślepą recenzję.

SPIS TREŚCI

Damian Abramczyk – Metody oceny efektywności działań przedsiębiorstwa na rzecz konsumenta na przykładzie przedsiębiorstw innowacyjnych	7
Monika Bolek, Anna Pluskota, Rafał Wolski – Liquidity – Profitability Trade-Off on the Example of Companies Listed on Main and Alternative New Connect Markets on Warsaw Stock Exchange	27
Maria Czech – Ochrona konsumentów na rynku kapitałowym w Polsce	45
Alladyn Elmgasbi – Wpływ raportowania danych niefinansowych na zmniejszenie luki wartości	65
Tomasz Florczak, Marta Paduszyńska – Deposit Guarantee Systems in Russia and the USA	79
Piotr Gałązka – Dyrektywa o kredycie konsumenckim - uwagi de lege ferenda	101
Katarzyna Nowak – Zakres ochrony konsumenta w ubezpieczeniu od utraty źródła dochodu oferowanym przez wybrane banki	113
Paweł Socha, Paulina Szynkaruk – Ocena zmian dochodów oraz wydatków polskich gospodarstw domowych w latach 2008–2018	129
Marek Trembiński, Joanna Stawska – The Effectiveness of the Transaction Systems on the Dax Index	149
Artur Zimny – The Impact of Financial Leverage on A Company's Market Valuation	175
Dodatek kwartalny	191
Lena Grzesiak – Laureaci Nagrody Banku Szwecji im. Alfreda Nobla w dziedzinie ekonomii w 2020 roku	193
Patrik Krywiński, Zuzanna Pakuła – Sytuacja gospodarcza w Polsce po III kwartale 2020 r.	194
Artur Zimny – Koniunktura w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych	199

METODY OCENY EFEKTYWNOŚCI DZIAŁAŃ PRZEDSIĘBIORSTWA NA RZECZ KONSUMENTA NA PRZYKŁADZIE PRZEDSIĘBIORSTW INNOWACYJNYCH

lic. Damian Abramczyk

Wydział Ekonomiczny, Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-2191-1378>

Streszczenie

Konsument dąży do tego by posiadać coraz więcej, poprzez wydatkowanie dochodu pozyskanego z różnych źródeł. Ten chce mieć więcej, niż mniej. Przedsiębiorstwa, chcąc sprostać oczekiwaniom klienta, produkują dobra, od jakości których zależy przyszły wynik finansowy przedsiębiorstwa. Klient, nabywając dobra od producenta oczekuje możliwie najwyższej jakości produktów, przy założeniu przeciętnego pułapu cenowego, dopasowanego względem jego preferencji oraz możliwości finansowych. Zdarzyć się może sytuacja, kiedy klient nie będzie zadowolony z usługi bądź produktu. Zdarzenie to wywołuje niekorzystny efekt na przedsiębiorstwo. Celem optymalizacji tego zjawiska niezbędne jest podjęcie działań zapobiegawczych, które prawie zawsze poprzedzone są wnikliwym badaniem i analizą. W poniższym artykule przedstawione będą wybrane przez autora metody pozyskania informacji o stopniu zadowolenia (satysfakcji) klienta z nabytych przez niego dóbr. Przytoczone zostaną argumenty społeczne oraz psychologiczne, mające wpływ na końcowy poziom satysfakcji klienta. Wskazane zostaną również skutki dla przedsiębiorstwa, związane z wynikami badania stopnia satysfakcji klienta.

Słowa kluczowe: jakość, satysfakcja, zadowolenie, produkt, usługa, klient, metoda NPS, badanie, ankieta, wywiad.

JEL Class: L15.

WSTĘP

Nie podlega wątpliwości fakt, iż gospodarstwa domowe konsumują coraz więcej dóbr. Przedsiębiorstwa, stając naprzeciw oczekiwaniom klientów dokładają wszelkich starań, by produkować bądź dystrybuować więcej, by dobra niezbędne trafiały do ich nabywców. Proces produkcyjny definiowany jest jako szereg współistniejących ze sobą działań, związanych z przekształcaniem pozyskanych surowców (bądź półfabrykatów) w wyroby gotowe, pod wpływem innych zasobów przedsiębiorstwa [Błazewski 1970: 274]. Efektem końcowym procesu jest wytworzenie wartości dodanej w postaci wcześniej wspomnianego wyrobu gotowego, który następnie może zostać rozdystrybuowany do poszczególnych odbiorców, następnym ogniw łańcucha gospodarczego. Procesy biznesowe zachodzące w przedsiębiorstwie (definiowane jako ciągi następujących po sobie, bądź współistniejących jednocześnie, czynności, zmierzających do realizacji celu) wywołują określone zdarzenie gospodarcze, które przybliżają przedsiębiorstwo do osiągnięcia celu. Zdarzyć się jednak może, że nabywca dobra nie będzie zadowolony z nabytego asortymentu. Może to mieć związek z oferowaną przez producenta ceną, jakością (zarówno produktu/usługi, jak i obsługi sprzedażowej i posprzedażowej), nieodpowiednim stanem funkcjonalnym produktu, a także usterkami, wywołanymi błędami w procesie produkcyjnym. Dbając o potrzeby klientów niezbędne okazuje się przeprowadzanie badań jakości oferowanych dóbr, pod kątem występowania niekorzystnych dla przedsiębiorstwa zjawisk. W tym celu dokonywane są badania jakości. Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie metod oceny satysfakcji klienta oraz oceny usługi/produktu pod kątem wprowadzenia potencjalnych korekt i modernizacji.

1. DEFINICJA JAKOŚCI, NORMY JAKOŚCI ISO 9000/9001/9004 ORAZ 10000/10001

Jakość jest wartością trudną do zdefiniowania. Nie jest możliwe wprowadzenie jednoznacznej, klarownej i oczywistej definicji jakości. Ta zmieniała się na przestrzeni wieków. Platon określał ją jako „pewien stopień doskonałości”, związany z wytwarzaniem dóbr bądź świadczeniem usług. Crosby określał ją jako zgodność efektu z określonymi wymaganiami. Według najnowszych norm, opracowanych przez Międzynarodową Organizację Normalizacyjną (International Organization for Standardization) jakością określa się zbiór inherentnych właściwości spełniających wymagania [www2, dostęp 28.06.2020]. Inna, również często przytaczana w literaturze definicja jakości dzieli ją na 5 rodzajów:

- 1) postrzeganą – badaną na podstawie zmysłów oraz odczuć nabywców produktu;
- 2) opartą na produktach – ocena na podstawie przygotowanych projektów i prototypów, które następnie przekształcają się w finalne rozwiązania;
- 3) opartą na użytkownikach – ocena jakości na podstawie opinii konsumentów;
- 4) opartą na relacjach – ocena jakości na podstawie operacji – weryfikacja zgodności funkcjonalności ze specyfikacją techniczną produktu;
- 5) opartą na wartości – ocena jakości na podstawie ceny.

Pozyskanie odpowiednich certyfikatów usługi podnosi ogólną opinię na temat produktu, urzeczelnia przedsiębiorstwo, stanowi ogromną szansę dla wdrażanej na rynku nowej usługi, szczególnie we wczesnych etapach cyklu życia produktu. W tym kontekście zalecane jest zwrócenie szczególnej uwagi na spełnienie oczekiwań i wymagań klientów, szczególnie tych nastawionych na pozyskiwanie innowacji. Certyfikatem świadczącym o wysokiej jakości oferowanych przez przedsiębiorstwo usług są między innymi normy ISO serii 9000 oraz ISO serii 10000.

Seria certyfikatów ISO 9000 początkowo była wykorzystywana w przemyśle militarnym ze względu na konieczność zagwarantowania produktów sprawnych, kompletnych i niezagrażających życiu jednostek wojskowych, odpowiedzialnych za magazynowanie tychże materiałów militarnych. W skład serii ISO 9000 wchodzi między innymi:

- PN-EN ISO 9000:2015 System zarządzania jakością – Podstawy i terminologia;
- PN-EN ISO 9001:2015-10 System zarządzania jakością – Wymagania;
- PN-EN ISO 9004:2010 Zarządzanie mające na celu osiągnięcie trwałego sukcesu organizacji – Podejście przez zarządzanie jakością;
- PN-EN ISO 19011:2012 (U) Wytyczne dotyczące audytowania systemów zarządzania – zastępuje wersję z 2003 roku.

Kolejną grupą norm jakości jest seria norm ISO 10000, która jest wykorzystywana do zarządzania i pomiaru poziomu jakości w projektach realizowanych przez przedsiębiorstwa:

- ISO 10001, Customer satisfaction — Guidelines for codes of conduct;
- ISO 10002, Customer satisfaction — Guidelines for handling complaints;
- ISO 10003, Customer satisfaction — Guidelines for external dispute resolution;
- ISO 10004, Customer satisfaction — Guidelines for monitoring and measuring;
- ISO 10005, Guidelines for quality plans;
- ISO 10006, Guidelines for quality management in projects;

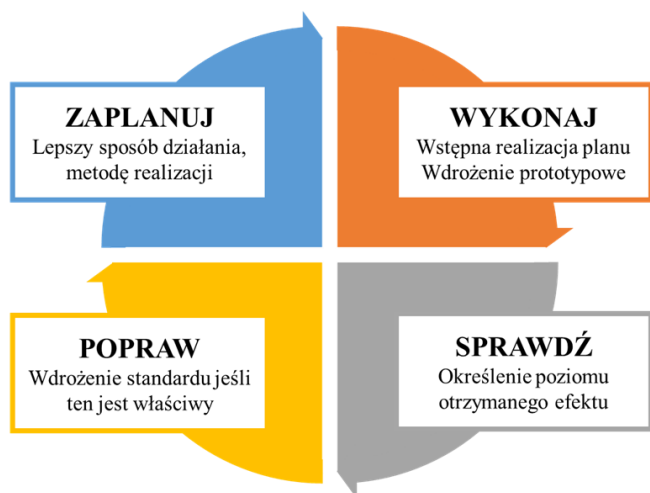
- ISO 10008, Customer satisfaction — Guidelines for business-to-consumer electronic commerce transactions;
- ISO 10012, Guidance for the management of measurement processes;
- ISO/TR 10013, Guidelines for quality management system documentation;
- ISO 10014, Guidelines for realizing financial and economic benefits;
- ISO 10015, Guidelines for training;
- ISO 10017, Guidance on statistical techniques;
- ISO 10018, Guidelines on people involvement and competence;
- ISO 10019, Guidelines for the selection of quality management system consultants.

W niniejszym opracowaniu w szczególny sposób omówione zostaną normy PN-EN ISO 9001:2015-10, PN-EN ISO 9004:2010 oraz ISO 10001, które omawiają kwestie związane z zadowoleniem klienta, zarządzania jakością oraz wymagania dla przedsiębiorstwa ukierunkowanego na rozwój i wdrażanie innowacyjnych technologii.

Normę PN-EN ISO 9001:2015-10 mogą stosować wszystkie jednostki, bez względu na wielkość i rodzaj prowadzonej działalności. Standard określa minimalne wymagania wobec przedsiębiorstwa, celem zagwarantowania stabilnego systemu zarządzania jakością. Wymagania stawiane wobec przedsiębiorstwa dotyczą między innymi zasad sporządzania i obiegu dokumentacji, zachowania kierownictwa wobec metod zarządzania jakością, optymalizacji procesów biznesowych usprawniających produkcję oraz sprzedaż produktów bądź usług oraz weryfikację stopnia zadowolenia klienta ze zrealizowanych działań, świadczonych usług, sprzedanych produktów. Norma ta ukierunkowuje przedsiębiorstwo na zrozumienie potrzeb i oczekiwań konsumenta. Z tego względu wymaga podejścia procesowego (identyfikowania oraz optymalizowania procesów nieefektywnych), opartego o cykl Deminga.

Wymagania te realizują się przy uwzględnieniu tak zwanych ośmiu zasad jakości:

- 1) zorientowanie na klienta;
- 2) przywództwo;
- 3) zaangażowanie kapitału ludzkiego;
- 4) podejście procesowe;
- 5) optymalizacja procesów poprzez zintegrowany system zarządzania jakością;
- 6) doskonalenie procesów biznesowych poprzez wykrycie i optymalizację procesów nieefektywnych;
- 7) rzeczowe podejście do podejmowania decyzji;
- 8) dbałość o dobre relacje z dostawcami.



Rysunek 1. Plan-Do-Check-Act zwany również jako cykl Deminga

Źródło: opracowanie własne na podstawie Hamrol i Mantura 2006.

Rozszerzeniem normy PN-EN ISO 9001:2015-10 jest PN-EN ISO 9004:2010, zawierająca szczegółowe wytyczne dotyczące zarządzania organizacją poprzez zastosowanie nowoczesnego systemu zarządzania jakością. Podstawowym zadaniem przedsiębiorstwa certyfikowanego standardem PN-EN ISO 9004:2010 jest osiągnięcie celu poprzez zadowolenie wszystkich stron zainteresowanych transakcją, a więc z jednej strony przedsiębiorstwo innowacyjne, ukierunkowane na zysk oraz rozwój kluczowych dla niego kompetencji, a z drugiej konsumenta, celem dopasowania produktu usługi do nieustająco rosnących oczekiwań oraz standardów.

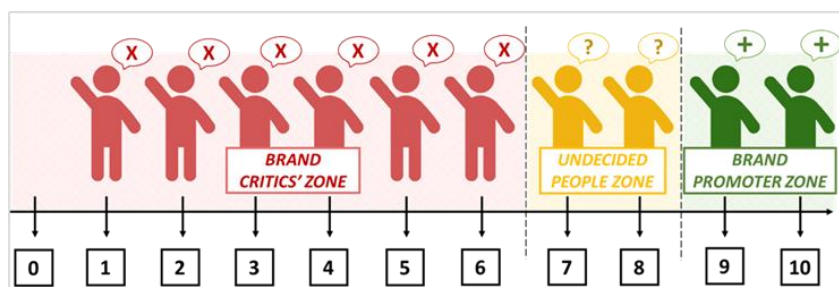
Norma ISO 10001 pozwala określić stopień zadowolenia klienta, metody jej ustalania oraz czy prowadzone działania marketingowe oraz organizacyjne ko-re-lują z potrzebami oraz oczekiwaniami klienta. Podobnie jak standardy serii 9000, normy serii 10000 mogą być wykorzystane we wszystkich organizacjach, mających na uwadze podniesienie satysfakcji klienta [www3, dostęp 28.06.2020]. Norma ta zawiera szczegółowe wytyczne dla organizacji z zakresu metod oraz technik badania zadowolenia klientów oraz kodeksów postępowania przedsiębiorstw względem nabywców usług. Norma ta ponadto zawiera przykłady elementów, składających się na techniki badania satysfakcji klienta.

2. METODY OCENY EFEKTYWNOŚCI DZIAŁAŃ PRZEDSIĘBIORSTWA WZGLĘDEM KONSUMENTA – OCENA SATYSFAKЦИИ I LOJALNOŚCI KLIENTA

2.1. Metoda NPS

Jednym z najważniejszych czynników mających wpływ na rozwój przedsiębiorstwa oraz oferowanych przez niego produktów jest poziom lojalności jego klientów. Wierny klient stanowi gwarant przyszłych przychodów ze sprzedaży dla przedsiębiorstwa oraz poszerzenia strefy wpływów, co umożliwi dalszy rozwój firmy w różnych gałęziach gospodarki. Aby w sposób rzetelny zmierzyć wyżej wspomniany poziom lojalności klienta wobec marki, przedsiębiorstwa stosują różne metody analityczne. Jedną z nich, cieszącą się niegasnącą popularnością ze względu na niski koszt wdrożenia jest metoda NPS (Net Promoter Score), która umożliwia weryfikację opinii klientów na temat danego rozwiązania (produktu bądź usługi oferowanych przez przedsiębiorstwo).

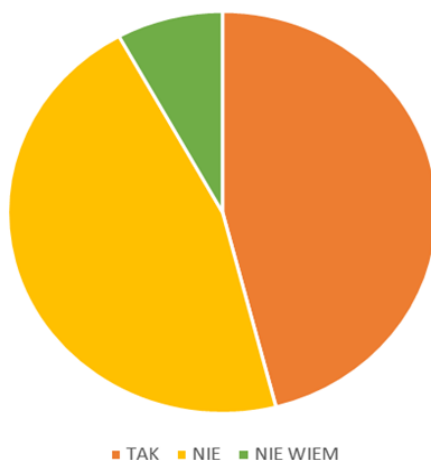
Wartość wskaźnika NPS pozwala określić, jaką opinią cieszy się dane rozwiązanie wśród klientów marki. Wynik wskaźnika jest poniekąd prognozą przyszłego wyniku na sprzedaży firmy, bowiem od wysokiego stopnia lojalności klientów zależy zwiększenie przychodów z działalności operacyjnej. Wartość wskaźnika wyrażana jest w skali dwustopniowej, wyrażonej co do wartości bezwzględnej. Maksymalna ujemna wartości wskaźnika (–100 pkt) i przedstawia złą kondycję marki na tle branży. Wraz ze wzrostem wartości NPS, rośnie także liczba promotorów, ambasadorów marki względem próby badanej – wartością maksymalną jest +100 punktów, co oznacza opinię niemal nieskazitelną. W praktyce wartość wskaźnika NPS nigdy nie osiągnie wartości maksymalnej. Wartość NPS powyżej 50 punktów dla produktu bądź usługi jest oceniana przez ekspertów jako doskonała. W celu klarownego przedstawienia metody wskaźnikowej Net Promoter Score można posłużyć się niniejszą grafiką – zob. rysunek 2.



Rysunek 2. Schemat oceny satysfakcji metodą Net Promoter Score

Źródło: opracowanie własne.

Zauważalny jest zdecydowanie większy wpływ krytyków marki, w porównaniu do jej promotorów. Niechęć do produktu bądź usługi wynika z naturalnej psychologicznej, ludzkiej skłonności do krytykowania, która z biegiem lat ulega zdecydowanemu pogorszeniu. To dobry sygnał dla przedsiębiorców, pragnących utrzymać jak największą liczbę klientów przy swoich produktach. Celem zbadania tego zjawiska posłużono się wynikami badań przeprowadzonymi przez Uniwersytet Humanistyczno-Społeczny oraz ARC Rynek i Opinia w 2019 roku. Z raportu wynika iż zdecydowanymi krytykującymi są mężczyźni (52% badanych osób), najczęściej w wieku szkolnym (15–24 lata), posiadający profile w dominujących social media (Facebook, Instagram, Tweeter, YouTube). Zdecydowanie większą skłonnością do krytykowania cechują się internauci (55% badanych). W przeprowadzonym badaniu zapytano także o stosunek ankietowanych do wyrażania niepoehlebnych opinii w Internecie. Z raportu wynika, iż zdania są podzielone – na pytanie, czy ankietowany wyraża się krytycznie w Internecie, dokładnie taka sama liczba ankietowanych odpowiedziała przecząco, jak i twierdząco [SWPS & ARC]. Wyniki tego badania zostały przedstawione na poniższym zestawieniu – zob. wykres 1.



Wykres 1. Zdanie społeczeństwa co do wyrażania krytycznych opinii w Internecie

Źródło: www1, dostęp 28.06.2020.

Tabela 1 przedstawia opis poszczególnych grup lojalności wobec marki.

Tabela 1. Możliwe scenariusze klientów podczas oceny metodą Net Promoter Score

Krytycy marki	<ul style="list-style-type: none"> • Są to przede wszystkim klienci w pewnym stopniu niezadowoleni z usług świadczonych przez przedsiębiorstwa. • Zdaniem krytyków marki, świadczone przez przedsiębiorstwo usługi odbiegają w sposób znaczny od standardów jakości bądź poziomu kosztów. • Krytycy marki nigdy bądź prawie nigdy nie powrócą do marki krytykowanej. • Krytycy marki mogą przyczynić się do spadku efektywności promocji innowacyjnych rozwiązań. • Krytycy marki zdecydowanie częściej będą odradzać skorzystanie z marki niż promotorzy będą ją polecali. Wynika to z naturalnych skłonności społeczeństwa do negatywnych opinii, w dużej mierze nacechowanych emocjonalnie.
Osoby neutralne	<ul style="list-style-type: none"> • Klienci neutralni nie wpływają na sprzedaż ani pozytywnie, ani negatywnie – nie powodują strat z tytułu zniechęcenia do marki, ani nie zachęcają kolejnych odbiorców do skorzystania z usługi/ zakupu produktu.
Promotorzy marki	<ul style="list-style-type: none"> • Klienci utożsamiają się z daną marką, pragną, aby coraz większa część ich bezpośredniego otoczenia nabywała produkty i usługi firmy. • Klienci niemal zawsze wracają do marki ze względu na przywiązanie, zadowalające standardy jakości, przystępną cenę. • Klienci stają się „ambasadorami marki” ze względu na jakość oferowanych produktów bądź usług. • Promotorzy pełnią istotną rolę podczas poszerzania oferty świadczonych produktów bądź usług.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: www4, dostęp 28.06.2020.

Dla każdej z przedstawionych grup przedstawia się także ogólne oraz szczegółowe zalecenia, których wykonanie może w przyszłości przesądzić o dalszym postrzeganiu marki.

1) **Krytycy marki** – Zaleca się zwrócenie szczególnej uwagi pod kątem wystąpienia zjawisk niepożądanych – w tym spadku przychodów ze sprzedaży usług innowacyjnych.

2) **Osoby neutralne** – Zaleca się zwrócenie szczególnej uwagi na grupę osób neutralnych, celem zachęcenia ich do skorzystania z usług i pozostania wiernym marce. Potrzeby konsumenta nieustannie się zmieniają.

3) **Promotorzy marki** – Zaleca się dalszy rozwój marki, pod kątem dostosowania funkcjonalności produktu bądź usługi do nieustannie zmieniających się (i rosnących) potrzeb konsumentów.

Wskaźnik NPS przedstawia procentową ilość promotorów do procentowej ilości krytyków. Jest on przedstawiony jako różnica procentowej liczby promotorów marki oraz krytyków marki. W ocenie wskaźnikowej udział osób neutralnych jest pomijany.

$$\text{NPS} = \% \text{ PROMOTORÓW} - \% \text{ KRYTYKÓW}$$

Wskaźnik NPS umożliwia zespołom analitycznym określenie stopnia lojalności klientów wobec marki oferowanej przez dane przedsiębiorstwo. Net Promoter Score określa się jako efektywną technikę pozwalającą na oszacowanie poziomu zainteresowania produktem, podjęcie decyzji dotyczącej dalszego rozwoju produktu/usługi. Przedsiębiorstwu bowiem zależy na pozyskaniu klientów lojalnych, chętnych do propagowania marki w swoim najbliższym otoczeniu. Do zalet metody oceny efektywności wskaźnika NPS zaliczyć można między innymi:

- zrozumienie oczekiwań klienta wobec danego produktu/usługi;
- weryfikację zapotrzebowania na dany produkt bądź usługę;
- wskazanie zalet oraz wad oferowanych rozwiązań;
- niskie koszty przeprowadzenia badania;
- otrzymanie subiektywnej opinii klientów na temat produktów/ usług.
- udoskonalenie metod wsparcia klienta, zwłaszcza w usługach posprzedażowych.

2.2. Metoda SERVQUAL

Celem określenia poziomu jakości świadczonych wobec klienta usług możliwe jest także oszacowanie poziomu jego zadowolenia. Metoda SERVQUAL pozwala w sposób punktowy oszacować wartość wywiązywania się pracowników ze swoich obowiązków względem klienta. Miernikiem poziomu satysfakcji klienta są między innymi :

- niezawodność pracowników obsługujących klienta – której wyrazem jest dostarczenie kompletnej i jakościowej usługi bądź produktu;
- odpowiedzialność za nabywcę, umiejętność elastycznego dopasowania się do sytuacji, natychmiastowa reakcja na oczekiwania i potrzeby klienta;
- empatia wobec klienta – konieczna w procesie nabywania przez konsumenta, celem jego zatrzymania i dostosowania się do jego potrzeb i oczekiwań;

– zaufanie, budowane poprzez pewność pracowników – umiejętność pozyskania przychylniej opinii klienta poprzez wiedzę na temat oferowanych produktów/usług oraz zasady kindersztuby;

– dostępność zasobów niezbędnych do realizacji zlecenia w oparciu o zasadę namacalności – klient powinien czuć wprowadzone w przedsiębiorstwie udogodnienia, móc dostrzec interesujący go produkt, mieć możliwość zapoznania się z ofertą sklepu, doświadczyć różnych bodźców na niego oddziałujących [www5, dostęp 27.06.2020; Snarski 2012].

W tym celu przedsiębiorstwo opracowuje odpowiedni kwestionariusz, wyrażony w skali punktowej, zazwyczaj od 1 do 7 punktów.

Metoda SERVQUAL bazuje na stwierdzeniach, przypisanych do wyżej wymienionych cech. Opracowany przez przedsiębiorstwo kwestionariusz powinien zawierać 22 stwierdzenia, których analiza umożliwi poznanie kompletnej opinii klienta na temat realizowanej usługi, nabytym produkcie bądź świadczonej obsłudze (sprzedażowej bądź posprzedażowej). Klient otrzymuje kwestionariusz zawierający pytania, na które udziela subiektywnych odpowiedzi, w zależności od jego odczuć związanych ze zrealizowaną usługą. Udzielenie przez ankietowanego odpowiedzi o najniższej wartości (1) oznacza, że pracownik nie wywiązał się ze swojego obowiązku, usługa nie była świadczona na możliwie najwyższym poziomie, a sam proces sprzedaży określa się jako nieefektywny. Wówczas konieczna jest zmiana w tym obszarze. Z kolei ocena najwyższa określa usługę jako rzetelną, wykonaną pieczołowicie, z dołożeniem wszelkich starań, aby klient otrzymał produkt kompletny w możliwie najkrótszym czasie.

Poprzez zastosowanie metody SERVQUAL możliwe stało się dokonanie predykcji zdarzeń, związanych z utrzymaniem się innowacyjnej usługi/produktu na rynku. Odpowiednio wczesne wykrycie nieprawidłowości umożliwia przedsiębiorstwu dokonanie niezbędnych modyfikacji.

Poziom satysfakcji metodą SERVQUAL jest mierzony za pomocą:

$$S = \sum(P - O)$$

S – spełnienie oczekiwań klientów;

O – oczekiwana jakość realizowanej usługi,

P – postrzegana przez klientów jakość obsługi.

Opracowanie metody SERVQUAL pozwoliło na przygotowanie pięciu możliwych do spełnienia scenariuszy (tak zwanych luk jakości), które w przyszłości mogą wpływać negatywnie na postrzeganie świadczonych usług, produktu, a w konsekwencji obraz przedsiębiorstwa jako całości.

Wspomniane luki, scenariusze, które mogą potencjalnie obniżyć poziom atrakcyjności mogą obejmować między innymi:

- różnica między oczekiwaniami zarządu przedsiębiorstwa a oczekiwaniami konsumentów;
- rozbieżność między postrzeganiem funkcjonalności usługi przez kierownictwo a realną specyfikacją produktu/usługi;
- rozbieżność między specyfikacją usługi a metodą jej realizacji;
- rozbieżność komunikacyjna pomiędzy producentem a konsumentem;
- rozbieżność między postrzeganiem usługi przez klienta a jego oczekiwaniami co do produktu finalnego.

Tabela 2 przedstawia przykładowe pytania, weryfikujące poziom jakości metodą SERVQUAL.

Tabela 2. Przyjęty do analizy SERVQUAL model badania (ankieta)

PROPONOWANE PYTANIA	
Konkret	Czy przedsiębiorstwo oferuje sprzęt nowoczesny, innowacyjny?
	Czy obiekty oferowane przez przedsiębiorstwo są atrakcyjne dla klienta?
	Czy prezencja pracowników przedsiębiorstwa sprzyja zakupie usług/produktów?
	Czy oferowane materiały promocyjne są atrakcyjne dla klienta?
Niezawodność	Czy przedsiębiorstwo dotrzymuje słowa?
	Czy przedsiębiorstwo pomaga Ci rozwiązać problem, jeśli zachodzą nieprawidłowości?
	Czy przedsiębiorstwo realizuje usługę/sprzedaje produkt zgodnie ze wszelkimi standardami jakości?
	Czy przedsiębiorstwo terminowo wywiązuje się ze swoich zobowiązań?
	Czy przedsiębiorstwo prowadzi rzetelną i bezbłędną dokumentację?
Reakcja	Czy pracownicy informują o terminie realizacji zlecenia?
	Czy pracownicy szybko reagują i realizują zlecenia?
	Czy pracownicy są chętni do pomocy?
	Czy pracownicy mają czas, aby pomóc klientowi?
Pewność	Czy pracownicy są godni zaufania?
	Czy nabywając produkt/usługę przedsiębiorstwa czujesz się bezpieczny?
	Czy pracownicy są dobrze wychowani i uprzejmi?
	Czy pracownicy są kompetentni?
Empatia	Czy pracownik zwraca uwagę na klienta?
	Czy godziny obsługi klienta są dla niego dogodne?
	Czy przedsiębiorstwo dysponuje pracownikami z indywidualnym podejściem do klienta?
	Czy pracownik kieruje się interesem klienta?
	Czy pracownik rozumie potrzeby klienta?

Źródło: opracowanie własne na podstawie Snarski 2012.

2.3. Metoda CSI

W celu weryfikacji satysfakcji klientów powszechnie stosowaną metodą jest wykorzystywanie wskaźnika CSI (Customer Satisfaction Index). Technika ta wydaje się pozornie łatwa, bowiem polega jedynie na obliczeniu wskaźnika. Niezbędne jednak jest pozyskanie informacji, jakich dostarczają zaawansowane badania marketingowe. Pozwalają one przede wszystkim zobrazować sytuację analitykom w związku z ocenianą grupą badawczą.

Analiza ta odnosi się do wielu sfer i obejmuje pewne czynniki – to wszystko znacząco wpływa na kształtowanie poziomu satysfakcji konsumenta. Należą do nich jakość usług, kanały dystrybucji czy polityka obsługi klienta. Nie mniej ważną okazuje się polityka marketingowa oraz cenowa prowadzona przez przedsiębiorstwo. W celu przeprowadzenia prawidłowego i wnikliwego procesu analizy, zarząd przedsiębiorstwa może oprzeć swoje działania na poradach eksperckich. Ułatwia to ocenę i wpływ powyższych czynników na daną usługę. Warto jednak zwrócić uwagę, że subiektywna ocena konsumentów to najlepszy głos doradcy, dlatego szczególną uwagę należy skupić na procesie przeprowadzenia wywiadu z klientem. W tym celu tworzony jest specjalny formularz oceny konsumenta, który powinien zawierać pytania z zakresu wspomnianych wcześniej czynników korelujących z satysfakcją klienta. Każde pytanie w formularzu opinii ma odpowiednią, dziesięciostopniową skalę oceny. Poprzez średnią wyłaniającą się z zebranych od klientów opinii, wylicza się wskaźnik CSI:

$$CSI = \sum \left(\frac{\text{pytanie 1} + \text{pytanie 2} + \dots + \text{pytanie } X}{X} \right)$$

przy czym X to maksymalna liczba pytań przeprowadzona w badaniu.

Właściwe określenie poziomu wskaźnika CSI wraz z cyklicznym powtarzaniem pomiarów pozwoli na zwiększenie dokładności analizy, co przełoży się na właściwy stopień zadowolenia klientów. Pytania zawarte w ankiecie nie mogą zatem być modyfikowane, ze względu na ułatwienie zestawienia z poprzednimi okresami oraz określenie linii trendu satysfakcji z usług. Tak zastosowany mechanizm zapewni sprawną realizację procesów decyzyjnych i marketingowych przedsiębiorstwa.

2.4. Metoda IDI

Jedną z technik pozyskiwania rzetelnych i wnikliwych informacji dotyczących świadczonych przez przedsiębiorstwo usług oraz poziomu zadowolenia konsumentów, jest pogłębiony wywiad z klientem IDI. Pozwala on na realną ocenę poziomu świadczonych usług.

Na potrzeby realizacji powyżej opisanej analizy wykorzystuje się opracowaną wcześniej ankietę, której szeroka gama tematów okazuje się elementem koniecznym przy weryfikacji poziomu satysfakcji z usług. Technika pogłębionego badania, w opozycji do tradycyjnych metod, skupia się głównie na swobodnej wypowiedzi respondenta. Zadaniem oceniającego jest prowadzenie rozmowy, aby uzyskać jednoznaczne odpowiedzi na pytania w różnych obszarach tematycznych. Wydłuża to zdecydowanie czas przeprowadzania badania pogłębionego – ten może wynieść nawet godzinę.

Ocena poziomu satysfakcji klienta zgodnie z przyjętą metodą IDI skupia się wokół subiektywnych wrażeń i emocji konsumenta, związanych z świadczoną usługą, ogólnymi wrażeniami, przemyśleniami.

Rzetelne oraz jednoznaczne wyniki zapewni pogłębiona metoda kontaktu z klientem. Te należy przeprowadzać szczególnie, gdy:

- ze względu na złożoność produktu/usługi niemożliwe jest pozyskanie wiarygodnej próby badawczej – opinie są trudnodostępne;
- istnieje grono eksperckie, które mogłoby również wypowiedzieć się na temat produktu usługi;
- tematyka badania obejmuje kwestie wrażliwe, intymne, mogące naruszyć poczucie bezpieczeństwa respondenta;
- oczekuje się wielu wniosków, popartych argumentami emocjonalnymi.

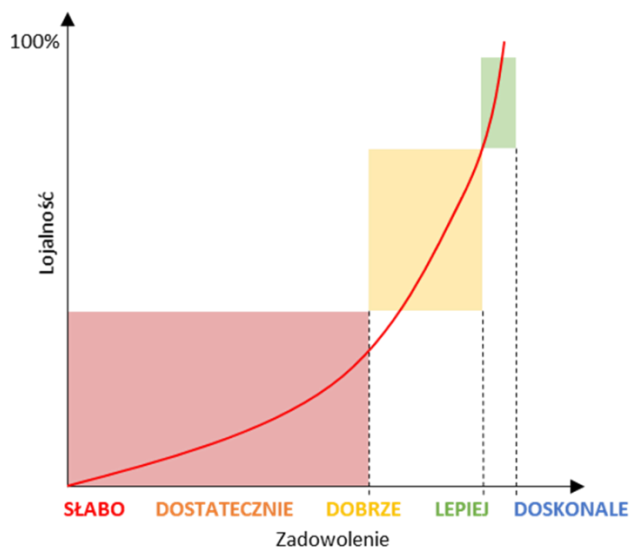
W efekcie otrzymuje się rzetelne oraz kompletne wyniki przeprowadzonego badania. Ich interpretacja pozwoli na ocenę motywów działania klienta, jego cech, usposobienia oraz zmian w jego najbliższym otoczeniu.

3. ZACHOWANIA KONSUMENTA I ICH WPŁYW NA JEDNOSTKĘ GOSPODARCZĄ

3.1. Zachowania konsumenta – lojalność wobec marki

Zadowolenie klienta można wyrazić za pomocą zależności poziomu satysfakcji oraz prawdopodobieństwa przywiązania do marki (lojalności). Zależność ta ma charakter wykładniczy i może zostać przedstawiona w postaci graficznej – zob. rysunek 3.

Kolejną metodą oceny stopnia zadowolenia klienta jest stosunek między oczekiwaniami klient, a realnie świadczoną usługą. Jeśli oczekiwania te były większe niż otrzymany efekt – wówczas klient jest niezadowolony z usługi (istnieje ryzyko, że klient stanie się krytykiem marki), jeśli oczekiwania i efekt pokrywają się – klient jest zadowolony z usługi, jeśli efekt przerósł oczekiwania – klient jest bardzo zadowolony, a więc istnieje bardzo duże prawdopodobieństwo przywiązania do marki w przyszłości.



Rysunek 3. Wykres zależności lojalności od stopnia zadowolenia klienta z oferowanego dobra

Źródło: opracowanie własne.

Literatura przedmiotu definiuje czynniki wywierające szczególny wpływ na oczekiwania klienta. Są to przede wszystkim:

- **czynniki osobiste** – indywidualne cechy klienta, jego nastawienie, poglądy, przekonania, upodobania, gust;
- **doświadczenia klienta** – przebyte doświadczenia (negatywne bądź pozytywne) z daną marką, produktem bądź usługą. Do grupy czynników zalicza się również przywiązanie do marki, lojalność wobec produktów;
- **forma przekazu informacji** – literatura określa dwa podstawowe kanały przekazu informacji – formalny i nieformalny. W przypadku nieformalnych metod przekazu informacji, oczekiwania będą kreowane na podstawie przekazów ustnych, zawierających subiektywną opinię klientów i ich bezpośredniego otoczenia. W przypadku metod formalnych, oczekiwania mogą być kreowane przez przekazy przedsiębiorstwa, reklamy, broszury i ulotki informacyjne.
- **ukryte przekazy informacyjne** – niedostrzegalne na pierwszy rzut oka. Są to między innymi wygląd fizyczny, innowacyjne rozwiązania w prowadzonej kampanii marketingowej, wygląd budynków. Klient dostrzegając zmiany w przedsiębiorstwie oczekuje także zmian w oferowanych produktach.

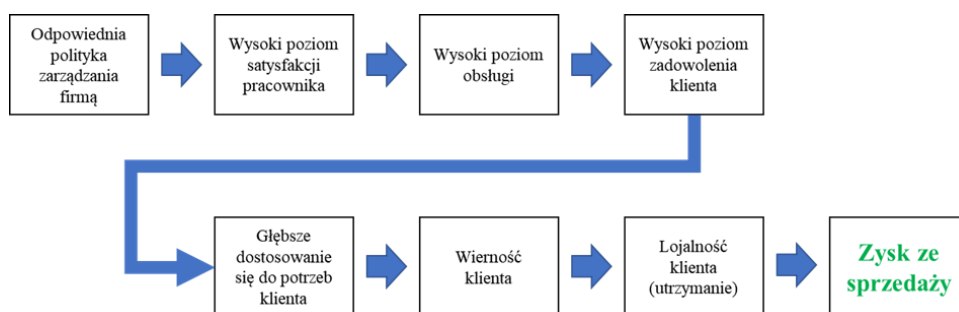
Oczekiwania klientów mają wiele źródeł (zob. tabela 3).

Tabela 3. Wskazane podczas analizy czynniki mające wpływ na oczekiwania klientów – źródła oczekiwań klientów

Czynniki osobiste	Posiadane doświadczenie	Forma przekazu	Opinie rynku
Pośredni przekaz	Bezpośredni przekaz	Ukryty przekaz	Otoczenie bezpośrednie

Źródło: opracowanie własne.

Wskazane w niniejszym opracowaniu zagadnienia skupiają się na utrzymaniu odpowiednio wysokiego stopnia lojalności klienta wobec marki, co ma bezpośrednie przełożenie na przyszłe wyniki finansowe jednostki. Przedsiębiorstwo zorientowane na klienta może w każdej chwili dokonać różnych ocen spełnienia poziomu satysfakcji. Wykorzystanie odpowiednich metod nie wyklucza się – możliwe jest wykorzystanie wszystkich możliwych narzędzi, umożliwiających dokładny pomiar poziomu oczekiwań klienta, jednak ze względu na specyfikę branży zalecane jest indywidualne podejście do przedsiębiorstwa, które ma zostać poddane badaniu. Zaleca się ponadto skorzystanie z wykwalifikowanych jednostek doradczych, specjalizujących się w marketingu bądź innych organizacji, takich jak Instytucje Otoczenia Biznesu, których zadaniem jest odpowiednie zorientowanie firmy na klienta, a w konsekwencji na zysk z działalności operacyjnej. Związek między poziomem zadowolenia klienta a przyszłymi zyskami podmiotu gospodarczego może zostać przedstawiony w postaci graficznej – zob. rysunek 4.



Rysunek 4. Zależność między poziomem satysfakcji a przyszłym przechodem z działalności operacyjnej

Źródło: opracowanie własne na podstawie Huczek 2013.

Utrzymanie odpowiednio wysokiego poziomu zadowolenia klienta ma więc charakter długoterminowy. Z tego względu zdecydowanie jest cykliczne wykonywanie testów poziomu satysfakcji, ze szczególnym uwzględnieniem przedmiotu prowadzonej działalności.

3.2. Wpływ oceny satysfakcji na decyzje gospodarcze jednostki na przykładzie wybranych przedsiębiorstw

3.2.1. BRANŻA KOSMETOLOGICZNA – MEDYCYNA ESTETYCZNA

Badanie satysfakcji klientów ma za zadanie wykazać mocne strony oferowanego produktu, usługi bądź obsługi klienta. Zdarzyć się może, że ocenie satysfakcji podlegają nie tylko czynniki bezpośrednio powiązane z realizowaną odpłatnie czynnością, lecz także otoczenie oferowanej usługi. W przypadku medycyny estetycznej, klientki (a także coraz więcej klientów) przywiązują szczególną uwagę do sterylności otoczenia, jego wystroju, towarzyszącej zabiegom muzyki oraz innych, często niedocenianych obszarów usług.

Badanie przeprowadzone przez M. Ankiel oraz A. Kuczyńską skupiło się wokół obszarów stanowiących mocne strony branży kosmetycznej oraz determinantów oceny zrealizowanej usługi medycyny estetycznej, co w konsekwencji spowodowało wybór odpowiedniej placówki medycznej. Badanie to umożliwiło przedstawienie kanałów kontaktu z klientami oraz określenie stopnia zadowolenia z obsługi oraz określenie obszarów szczególnie zachęcających klientki do ponownego skorzystania z oferowanych usług. Na analizie tych drugich skupiono się w niniejszym opracowaniu.

Podczas przeprowadzanego badania posłużono się opisywaną w opracowaniu metodą pogłębionego wywiadu z klientem. Zdaniem badanych, najistotniejszym czynnikiem, mającym kolosalny wpływ na końcowe postrzeganie usługi, był sam sposób przeprowadzenia zabiegu oraz efekt końcowy. 87 na 100 respondentów określa efekt końcowy jako główny determinant satysfakcji z przeprowadzonej usługi. Nie jest to niespodzianką – klienci oczekują efektu w postaci otrzymanego produktu bądź zmiany po zrealizowanej usłudze – wówczas mogą podejmować decyzje o ponownym skorzystaniu z usługi i poleceniu go następnym ogniom łańcucha gospodarczego – swoim bliskim i rodzinie, bądź podzielić się opinią za pomocą mediów społecznościowych. Podczas badania szczególną uwagę zwrócono także na atmosferę towarzyszącą klientom podczas wykonywania zabiegu. Zdaniem 79% wszystkich respondentów odpowiednie przygotowanie i przeprowadzenie usługi w sprzyjającej atmosferze umożliwi klientom odstresowanie się i rozluźnienie mięśni, które mogą zostać poddane zabiegowi medycyny estetycznej.

Niemal równie istotne znaczenie przypisuje się do urządzeń oraz wykorzystanych podczas zabiegów preparatów – odpowiednio 77% oraz 75% badanych przyznaje, że wykorzystanie materiałów oraz urządzeń najwyższej jakości sprzyja odstresowaniu i finalnemu podwyższeniu oceny przeprowadzonej usługi. Dla medycyny estetycznej czynnik ten ma szczególne znaczenie, ze względu na ingerencję lekarza w ciało klienta, co stwarza zagrożenie infekcji, zniekształceń bądź braku zadowolenia z usługi, której poprawienie może nie okazać się proste bądź nawet możliwe [Ankiel i Kuczyńska 2017].

3.2.2. BRANŻA UBEZPIECZENIOWA

Innym przykładem zastosowania wyżej wymienionych metod oceny satysfakcji klienta jest branża ubezpieczeniowa, w której to zastosowano badanie metodą SERVQUAL. Podmiot wykonujący badanie satysfakcji skupił obszar swojego zainteresowania wokół klientów zakładów ubezpieczeniowych zrzeszonych na terenie województwa warmińsko-mazurskiego. Otrzymane podczas badania opinie zostały przedstawione w trzech niezależnych ujęciach:

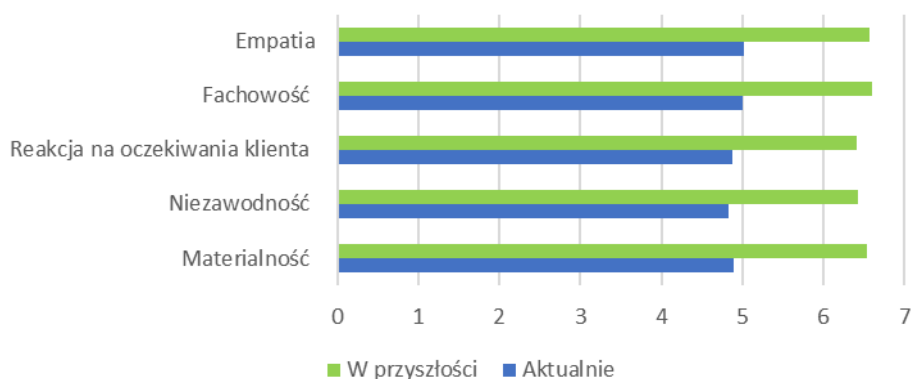
- kanał dystrybucji możliwy do wyboru w przyszłości,
- kanał dystrybucji wykorzystywany w trakcie przeprowadzania badania,
- minimalny poziom satysfakcji z oferowanych przez firmę ubezpieczeniową usługi.

Badanie to, choć przeprowadzone w 2007 roku, umożliwia bardzo klarowne zaprezentowanie istoty oceny satysfakcji za pomocą metody SERVQUAL. Zgodnie z założeniami metody SERVQUAL, osoba poddawana badaniu została poproszona o przyporządkowanie do każdej z wymienionej cechy odpowiedniej wagi – wartości punktowej od 1 do 7, gdzie 7 stanowiło czynnik wyjątkowo ważny.

Podczas badania określono stopień istotności cech dla wyżej wspomnianych ujęć. Podczas analizy skupiono się na cechach takich jak:

- 1) materialność usługi ubezpieczeniowej,
- 2) niezawodność osoby wykonującej usługę,
- 3) reakcja agenta ubezpieczeniowego na oczekiwania klienta,
- 4) fachowość agenta ubezpieczeniowego,
- 5) empatia agenta ubezpieczeniowego wobec klienta.

Przeprowadzenie badania umożliwiło opracowanie poziomów istotności cech dla klientów firmy ubezpieczeniowej. Te zostały przedstawione na poniższym zestawieniu – zob. wykres 2.



Wykres 2. Pomiar poziomu satysfakcji klienta za pomocą metody SERVQUAL na przykładzie branży ubezpieczeniowej

Źródło: Witkowska 2007.

Wyniki przeprowadzonego badania pozwoliły na przeprowadzenie zmian w sposobie utrzymania kontaktu z klientem. Badanie to zobrazowało, jakie cechy mają kluczowe znaczenie dla społeczeństwa – potencjalnych klientów towarzystw ubezpieczeniowych. Ocenie poddano także stopień pokrycia rzeczywistych dokonań pracowników z oczekiwaniami klientów. W przypadku branży ubezpieczeniowej, konieczne jest utrzymanie trwałych oraz budzących zaufanie relacji, przy zachowaniu możliwie najwyższego stopnia profesjonalizmu usługi ubezpieczeniowej. Wskazane w badaniu cechy powinny być zawsze oceniane w skali każdego pracownika z osobna oraz skali ogólnej – dopiero wówczas otrzymuje się informacje o skuteczności wybranego pracownika, a następnie obranej przez firmę strategii. Jeśli ta wymaga zmiany – badanie powinno wykazać możliwości i odpowiednie kanały rozwoju jednostki w przeszłości.

PODSUMOWANIE

Przeprowadzone badania zadowolenia/satysfakcji klienta jednoznacznie ukazują istotę problemu, z jakim na co dzień zmagają się rozwijające, nastawione na zysk i rozwój przedsiębiorstwo. Konieczne jest zwrócenie szczególnej uwagi na opinię konsumentką, płynącą z różnych kanałów przekazu oraz opracowanie metod optymalnego zmagania się z dysproporcjami (szczególnie informacyjnymi) w przedsiębiorstwie oraz kolejnych elementach łańcucha gospodarczego. Badanie satysfakcji klienta ma więc kolosalne znaczenie. Jego ocena umożliwia określenie, w którym momencie cyklu życia produktu znajduje się wyrób bądź usługa oraz umożliwia podejmowanie działań sprzyjających rozwojowi przedsiębiorstwa

w przyszłości. Regularne podnoszenie jakości oferowanych produktów/usług przedstawia przedsiębiorstwo jako solidne, rzetelne i wysokie pod względem jakości oferowanych wyrobów, co przybliży kolejne jednostki do nabywania produktu konkretnego producenta.

BIBLIOGRAFIA

- Ankiel M., Kuczyńska A., 2017, *Wyznaczniki satysfakcji klientów korzystających z usług medycyny estetycznej*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach”, nr 330.
- Błażewski S (red.), *Ilustrowany słownik techniczny dla wszystkich*, 1970, Wydawnictwo Naukowo-Techniczne, Warszawa.
- Frankowska J., 2011, *Badanie stopnia zadowolenia klientów z jakości usług*, Katedra Zarządzania i Prognozowania Bezpieczeństwem Zakład Zarządzania Kryzysowego, SGSP, Warszawa.
- Hamrol A., Mantura W., 2006, *Zarządzanie jakością. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Huczek M., 2013, *Orientacja na klienta czynnikiem zapobiegania kryzysowi w przedsiębiorstwie*, Krakowska Akademia im. A. Frycza Modrzewskiego w Krakowie, Kraków.
- Iwasiewicz A., 1999, *Zarządzanie jakością*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Krawczuk A., 2016, *Wdrażanie systemu zarządzania jakością wg ISO 9001*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Przyrodniczo-Humanistycznego w Siedlcach. Seria: Administracja i Zarządzanie”, nr 108.
- Ostrowska K., 2004, *System zarządzania jakością zgodny z wymaganiami ISO 9001:2000 – o tym trzeba wiedzieć*, [w:] E. Kreier, J. Łuczak (red.), *ISO 9001 – Skuteczny sposób uzyskania certyfikatu jakości*, rozdz. 1/1, Wydawnictwo Forum Sp. z o.o., Poznań.
- PKN, 1996, *Norma ISO 9001:1994, Systemy zapewnienia jakości – wymagania*, Warszawa.
- PKN, 2001, *Norma ISO 9001:2000, Systemy zarządzania jakością – wymagania*, Warszawa.
- Quality management system – Requirements – Fifth edition*, 2015, https://dqs.pl/?uamfiletype=attachment&uamgetfile=https://dqs.pl/wp-content/uploads/ISO9001_2015_PL_tlum.pdf [dostęp 28.06.2020].
- Snarski P., 2012, *Metody pomiaru satysfakcji klientów bankowych wykorzystywanych do analizy konkurencyjności banków*, „Economy and Management”, vol. 2.
- Witkowska J., 2007, *Metoda Servqual w badaniach satysfakcji klientów usług ubezpieczeniowych*, „Problemy Jakości: Filozofia, nauka, jakość za granicą”, <https://docplayer.pl/59842344-Metoda-servqual-w-badaniach-satysfakcji-klientow-uslug-ubezpieczeniowych-nauka-jakosc-za-granica.html> [dostęp 30.11.2020].
- [www1] <https://arc.com.pl/Polacy-a-hejt-blog-pol-1552998539.html> [dostęp 28.06.2020].
- [www2] <https://centrum.jakosci.pl/news,iso-publikuje-nowe-wydanie-standardu-iso-9001-2008.html> [dostęp 28.06.2020].
- [www3] https://dsc.kprm.gov.pl/sites/default/files/materialy_zarzadzanie_satysfakcja_klienta.pdf [dostęp 28.06.2020].
- [www4] <https://www.biostat.com.pl/uszczegolowienie-me-todologii-badania-satysfakcji-klienta.php> [dostęp 28.06.2020].
- [www5] <https://www.webankieta.pl/poradnik/metoda-servqual/> [dostęp 27.06.2020].

METHODS OF ASSESSING THE CONSUMER'S EFFECTIVENESS OF THE ENTERPRISE'S ACTIVITIES – THE ASSESSMENT OF EFFICIENCY IN THE CONTEXT OF INNOVATIVE ENTERPRISES

Abstract

The consumer strives to own more and more by spending income obtained from various sources. This one wants more than less. Enterprises, wanting to meet the client's expectations, produce goods which determine the quality of the company's future financial results. When purchasing goods from a manufacturer, the customer expects the highest possible quality products, assuming an average price level, adjusted to his preferences and financial possibilities. There may be times when the customer is not satisfied with the service or product. This event has an adverse effect on the company. In order to optimize this phenomenon, it is necessary to take preventive measures, which are almost always preceded by thorough research and analysis. The following article will present the methods of obtaining information on the degree of customer satisfaction with the goods purchased by the author, selected by the author. Social and psychological arguments that affect the final level of customer satisfaction will be presented. The consequences for the enterprise, related to the results of the customer satisfaction survey, will also be indicated.

Keywords: quality, satisfaction, contentment, product, service, customer, method NPS, survey, survey, interview.

Przyjęto/Accepted: 15.11.2020
Opublikowano/Published: 31.12.2020

LIQUIDITY – PROFITABILITY TRADE-OFF ON THE EXAMPLE OF COMPANIES LISTED ON MAIN AND ALTERNATIVE NEW CONNECT MARKETS ON WARSAW STOCK EXCHANGE

Adjunct professor, Ph.D. Monika Bolek

Katedra Rynku i Inwestycji Kapitałowych, Uniwersytet Łódzki

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-9376-1105>

MA Anna Pluskota

Katedra Finansów Korporacji, Uniwersytet Łódzki

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-2566-3420>

Assistant Professor, Ph.D. Rafał Wolski

Katedra Rynku i Inwestycji Kapitałowych, Uniwersytet Łódzki

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-4001-2415>

Abstract

The goal of this paper is related to the liquidity and profitability relationship analysis and their maxima assessment in the companies listed in the main and alternative markets of Warsaw Stock Exchange. The trade-off between maximum profitability and liquidity is the result of value maximization and bankruptcy prevention strategies and this approach is expected to be similar in all listed companies due to investors' expectation. It has been found that there is no difference in management goals in the markets taken into consideration and companies in both research samples maximize profitability within a conservative approach to the liquidity. The maximum liquidity, on the other hand, is determined with a similar level of profitability as measured by *ROE* on the main market of WSE and NewConnect.

Keywords: liquidity, profitability, trade-off.

JEL Class: G3, M2.

INTRODUCTION

The problem of a liquidity–profitability relationship and their trade-off is analyzed in this paper based on the example of two groups of companies listed on the Warsaw Stock Exchange as well as the main and alternative NewConnect markets. In the main market the mature and larger companies are traded while the alternative market is dedicated to the companies in earlier stages of development, and they are significantly smaller. It is assumed that the size is related to the age of company although this relationship does not have to be linear and the maturity is assessed by the market that a company is traded on. The motivation for the presented research is related to some current findings that reflect issues of liquidity and profitability measurement and their maxima, size of companies and types of function describing this phenomena.

According to Louw et al. [2019] different working capital measures are related significantly to different profitability ratios. Dash and Hauman [2009] proposed a goal programming model for optimizing the working capital management. Dalci et al. [2019] investigated whether a firm size influences the relationship between the cash conversion cycle and profitability. Mahmood et al. [2019] evaluated the moderating effects of a firm size and leverage on working capital–profitability relationship, presenting how the break-even point shifts when a company expands. Finally, Adamczyk and Waśniewski [2018] assumed that the liquidity–profitability relation is nonlinear.

The aim of this paper is related to the liquidity–profitability function analysis and the problem presentation in the light of extrema that can help to manage the finances of companies. In the presented paper liquidity is considered in a dynamic and static form, respectively reflected by the cash conversion cycle and current and quick ratios while the profitability is reflected by return on equity and net profit margin. The nonlinear approach is applied for liquidity influencing the profitability and vice versa. Maximum profitability is required in the process of value maximization while maximum liquidity – in the process of regulating obligations and bankruptcy prevention. In young companies, moreover, maximum liquidity can be related to the preparation to the take-off stage, characterized by the fast growth that requires inventories, long terms of payments and cash. The following thesis is verified in this paper: liquidity and profitability have their maxima in relation to each other and they are similar in both sample groups due to investors' expectations.

The paper is composed of several sections: introduction, literature overview, data and methods, results and conclusions.

1. LITERATURE OVERVIEW

The liquidity–profitability relationship is analyzed in the literature taking into account different markets and variety of ratios. Profitability and liquidity directly influence the value of company, whose maximization is a trade-off between maximum earnings and minimum cost of capital related to risk. The trade-off between profitability and liquidity maximization determines the decisions in a company and is the result of their relationship.

The fundamental findings on the liquidity–profitability relationship started the discussion about the ratios that should be taken into consideration and the strategies that make the business successful. Jose et al. [1996] examined the relationship between profitability ratios and liquidity measured by the cash conversion cycle and they found a strong evidence that aggressive working capital policies enhance profitability. Knauer and Wöhrmann [2013] stated that managing current assets and liabilities is highly relevant to the success of the firm. A number of analyses provide evidence of positive effects of accounts receivable and inventory management on profitability. However, the results for the effects of accounts payable management on profitability are driven by reverse causality. Cash conversion cycle was suggested to be the best measure of liquidity e.g. by Richards and Laughlin [1980].

Nazir and Afza [2009] investigated the relationship between working capital management policies and profitability by analyzing the impact of aggressive working capital investment and financing policies on return on assets and Tobin's Q. They concluded that managers can create value if they adopt a conservative approach towards working capital investment and working capital financing policies. The study also proved that investors prefer the stocks of the firms that adopt an aggressive approach to managing their short-term liabilities.

Desai and Joshi [2011] stated that working capital management is an important part in firm's financial management decisions and an optimal working capital should positively influence the creation of a firm value. To reach an optimal working capital level, managers should control the trade-off between profitability and liquidity accurately. Shortening a cash conversion cycle, to a certain level, influences the growth of a company value that is limited by the optimal liquidity. Cash conversion cycle, on the other hand, should be shortened by an aggressive approach to the short-term liabilities rather than conservative receivables and inventories policies. These statements can support value creation in companies listed in the capital markets.

Trade-off reflecting the optimal level of liquidity is a subject of another group of research studies in the field of liquidity–profitability relationship. Eljelly [1991] presented the results of the analysis of the relationship between liquidity and profitability in the context of the optimum of this relation with liquidity being

measured as a current ratio and the cash conversion cycle. The results showed that there was a negative relationship between liquidity and profitability. On the other hand, Dash and Hauman [2009] proposed a goal programming model for optimizing the working capital management.

The research on the liquidity–profitability is conducted on different markets since the behavior of managers may vary due to the cultural differences. Deloof [2003] was looking for the relation between working capital management and corporate profitability for a sample of large Belgian non-financial firms. The results suggest that managers can increase corporate profitability by reducing a number of days accounts receivable and inventories, therefore decreasing the cash conversion cycle. Lazaridis et al. [2006], on the other hand, investigated the relationship of corporate profitability and working capital management and found statistical significance between profitability measured through gross operating profit, and the cash conversion cycle.

Nobanee and AlHajjar [2009] investigated the relationship between working capital management and firm profitability on a sample of Japanese non-financial firms listed on the stock exchange. The results suggest that managers can increase profitability of their firms by shortening the cash conversion cycle, the receivables collection period and the inventory conversion period or lengthening the payable deferral period. However, managers should be careful while lengthening the payable deferral period because this could damage the credit reputation and harm profitability in the long run.

The research on the problem of liquidity–profitability was analyzed in groups of companies that represent small firms, too. García-Teruel and Martínez-Solano [2007] provided an empirical evidence on the effects of working capital management on the profitability of a sample of small and medium-sized Spanish firms and found that managers can create value by reducing their inventories and the number of accounts days outstanding. Moreover, shortening the cash conversion cycle also improves the firm's profitability.

Hussain [2012] stated that adequate working capital is essential as it directly affects the profitability and liquidity position of the firm. In order to achieve an optimal level of working capital the managers should accurately control the liquidity–profitability trade-off. The result indicated that low investment in current assets and low current liability financing increases the profitability of firms. The study also suggested that a company size, sale growth and leverage ratio significantly affect the profitability of the firm. The results revealed that profitability of the firm is significantly affected by the working capital management and working management policies.

Dalci et al. [2019] investigated whether a firm size moderates the relationship between the cash conversion cycle and profitability for German non-financial firms. The results show that the relationship between the cash conversion cycle

and profitability is moderated by a firm size. As the firm size gets smaller and the cash conversion cycle gets longer, the returns on assets decrease. In this context, reducing the length of the cash conversion cycle has a positive impact on profitability for small and medium-sized firms. The size of companies is related to their growth that should be, therefore, linked to the liquidity–profitability relationship. Nastiti et al. [2019] examined the determinants of working capital management and tested different effects of the determinants based on an enterprise size and age. The findings reveal that sales and economic growth determine working capital management. However, the effects of the determinants of working capital management differ depending on an enterprise size and age. To be more specific, economic growth is the only determinant that exhibits different effects on working capital management between different enterprise size and age subsamples. Besides the economic growth, capital expenditure and operating cash flow are the other enterprise-specific determinants that exhibit different effects on working capital management between the two enterprise age subsamples. The empirical results suggest that manufacturing enterprises must focus more on their sales growth because it affects their ability to manage working capital efficiently. Besides, younger manufacturing enterprises need to shorten their cash cycles that are longer compared to old enterprises.

There are numerous techniques used to find the liquidity–profitability relationship and the trade-off between these phenomena starting from a simple cross section analysis through more advanced panel data regressions. Louw et al. [2019] examined and contrasted the long-run relationship between the working capital management and profitability of South African firms. Techniques used in the study included the cointegration and Granger causality tests. The study revealed the long-run relationship between working capital management and the profitability in most of these cases. Further to this, the presence of both unidirectional and bidirectional causality between working capital management and profitability was found. In addition, the results indicated that working capital management had a greater impact on the profitability of retail firms than of construction firms.

Prasad et al. [2019] investigated the impact of deviation from the target investment in working capital measured by a net trade cycle on the profitability measured by gross and net operating income. The authors used a fixed effect regression as the benchmark for finding the determinants of a net trade cycle. Furthermore, this study explored the impact of deviation from the target investments in working capital on the profitability. The results revealed that profitability was influenced by the deviation from the target net trade cycle.

Mahmood et al. [2019] evaluated the moderating effects of a firm size and leverage on the working capital–profitability relationship among Chinese companies. While applying the generalized method of moments technique on

panel data it was found that a firm size and leverage influenced the working capital–profitability relationship. Small or low-leverage firms have an inverted U-shaped working capital–profitability relationship but this relationship is U-shaped for large or high-leverage firms. This study shows how the break-even point of the working capital–profitability relationship shifts when a company develops.

Vuković and Jakšić [2019] presented a universal approach to the working capital–profitability issue. The research was designed to examine the effect of working capital management on company profitability in the food industry in Southeast Europe. They analyzed the influence of certain variables of working capital management on the probability of higher profitability by applying probit regression. The results showed that most of the analyzed variables of working capital management have a statistically significant impact on the probability of higher profitability.

Adamczyk and Waśniewski [2018] stated that a high liquidity level also causes a decrease in the profitability of the enterprise. They confirmed that excessive liquidity had a negative impact on the profitability, however, the level of liquidity ratios at which this phenomenon occurs, significantly exceeded the values generally considered to be normative, moreover, this study confirmed that liquidity–profitability relationship is nonlinear.

2. DATA AND METHODS

The data for the research derives from Notoria Database for the years 2002–2017. The surveys for companies listed on two markets: WSE main and NewConnect alternative markets are analyzed separately. The following sets of yearly variables are used in the study:

- NPM – net profit margin,
- ROE – the return on equity,
- CR – current liquidity ratio,
- QR – quick ratio,
- CCC – cash conversion cycle.

Models with non-linear impact of liquidity on profitability and profitability on liquidity are applied with OLS estimation of panel data. The non-linear relationship is tested using the square function. The general form of the model is presented by an equation:

$$X_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 Y_{i,t} + \beta_2 Y_{i,t}^2 + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

where X and Y are variables, α is constant, β is a model coefficient and ε is a random component. Certain β values allow to determine the maximum function.

$$\beta_1 > 0, \beta_2 < 0 \quad (2)$$

For β levels (2) it is possible to indicate the maximum values of the quadratic functions. The function given by the formula (1) is used for the analysis of curvilinear dependencies.

In the results presented in the next section, the models will be tested regarding the liquidity–profitability relationships based on the WSE and NewConnect markets.

3. RESULTS

Models with non-linear impact of liquidity on profitability and profitability on liquidity are tested in this section. Profitability and liquidity are analyzed as descriptive and described phenomena (X,Y) because they can influence each other simultaneously in the management process. Maximum profitability is required in the process of value maximization while maximum liquidity can be required in the process regulating obligations and therefore, the bankruptcy prevention. Moreover, its maximum value is necessary in the fast growth stage of development. The research is done in two groups of companies listed on the Warsaw Stock Exchange – mature entities traded in the main market and firms in earlier stages of development traded on Ne Connect.

4. WSE MAIN MARKET LISTED COMPANIES

The WSE main market listed companies analysis is provided in the following section of this paper regarding the non-linear models and their extrema. Models 1, 2 and 3 (given by the formulas 3, 4 and 5 respectively) with the liquidity influencing profitability measured by ROE are tested and the results are presented in Table 1.

$$\text{Model 1} \quad ROE_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 CR_{i,t} + \beta_2 CR_{i,t}^2 + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$\text{Model 2} \quad ROE_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 QR_{i,t} + \beta_2 QR_{i,t}^2 + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$\text{Model 3} \quad ROE_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 CCC_{i,t} + \beta_2 CCC_{i,t}^2 + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

The parameters of models are presented in Table 1.

Table 1. Models with non-linear impact of liquidity on profitability (ROE) – WSE main market

	Model 1 (t-Student)	Model 2 (t-Student)	Model 3 (t-Student)
Const	-0.00924501 (-0.8167)	0.0628600 (11.26)***	0.0770953 (16.50)***
CR	0.0554427 (6.907)***		
CR ²	-0.00576719 (-5.788)***		
QR		0.00743249 (0.9982)	
QR ²		-0.000887061 (-0.8438)	
CCC			0.0000473933 (1.224)
CCC ²			-0.000000274445 (-3.286)***
Adj. R ²	0.014803	0.000285	0.004058
F (p value)	26.73042 (0.0000)	0.519836 (0.594662)	5.785896 (0.003107)
Akaike criterion	367.1792	504.0717	-76.35745
Durbin-Watson Stat.	0.832233	0.815877	0.798044
Extremum	4.8	no	no

It is assumed that the parameter is statistically significant for every p-value smaller than 0.1, for increasing confidence intervals of 1% (***), 5% (***) and 10% (*) respectively. The models are characterized by low R square values because their purpose is not to explain the phenomena. The p value for the F statistic below 0.05 means that the model consists of variables that have a statistically significant impact on the explained variable. The Akaike criterion allows to compare models with each other. The Durbin-Watson statistics indicate autocorrelation of model residuals, and its value is characteristic for models based on financial data.

Source: own calculations.

Based on the results presented in Table 1 it can be concluded that in Model 1 the non-linear effect of current ratio on *ROE* is found with the level of 4.8. In the case of Models 2 and 3 no non-linear relationship between liquidity and profitability is found and the maxima of the functions are not determined.

Table 2 contains results for non-linear models representing the impact of liquidity on net profit margin given by Models 4, 5 and 6 (formulas 6, 7 and 8 respectively).

$$\text{Model 4} \quad NPM_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 CR_{i,t} + \beta_2 CR_{i,t}^2 + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

$$\text{Model 5} \quad NPM_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 QR_{i,t} + \beta_2 QR_{i,t}^2 + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

$$\text{Model 6} \quad NPM_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 CCC_{i,t} + \beta_2 CCC_{i,t}^2 + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

The results of models estimation are presented in Table 2.

Table 2. Models with a non-linear effect of liquidity on the net profit margin – WSE main market

	Model 4 (t-Student)	Model 5 (t-Student)	Model 6 (t-Student)
Const	-0.0675641 (-5.417)***	0.0167377 (2.697)***	0.0371407 (9.150)***
CR	0.0712258 (7.925)***		
CR ²	-0.00531375 (-4.681)***		
QR		0.0524345 (5.975)***	
QR ²		-0.00336992 (-2.636)***	
CCC			0.000198477 (5.913)***
CCC ²			-0.000000787958 (-1.054)***
Adj. R ²	0.038526	0.024540	0.012426
F (p value)	69.50163 (0.0000)	44.39046 (0.0000)	18.16242 (0.0000)
Akaike criterion	975.77	1194.49	-844.95
Durbin-Watson Stat.	1.037085	1.041332	0.973024
Extremum	6.7	7.78	125.94

It is assumed that the parameter is statistically significant for every p-value smaller than 0.1, for increasing confidence intervals of 1% (***), 5% (***) and 10% (*) respectively. The models are characterized by low R square values because their purpose is not to explain the phenomena. The p value for the F statistic below 0.05 means that the model consists of variables that have a statistically significant impact on the explained variable. The Akaike criterion allows to compare models with each other. The Durbin-Watson statistics indicate autocorrelation of model residuals, and its value is characteristic for models based on financial data.

Source: own calculations.

Table 2 contains the results of estimation the parameters of the models with non-linear function of liquidity affecting net profit margin and it can be concluded that they are significant in all three cases. The maximum of net profit margin level is when current ratio is 6.7, quick ratio 7.78 and cash conversion cycle 125.94 days.

Since profitability can influence liquidity in the bankruptcy prevention process, Table 3 presents the results of non-linear functions estimation with ROE influencing the liquidity given by the Models 7, 8 and 9 (formulas 9, 10 and 11 respectively).

$$\text{Model 7} \quad CR_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 ROE_{i,t} + \beta_2 ROE_{i,t}^2 + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

$$\text{Model 8} \quad QR_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 ROE_{i,t} + \beta_2 ROE_{i,t}^2 + \varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

$$\text{Model 9} \quad CCC_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 ROE_{i,t} + \beta_2 ROE_{i,t}^2 + \varepsilon_{i,t} \quad (11)$$

The results of models estimation are presented in Table 3.

Table 3. Models with non-linear impact of profitability on liquidity – WSE main market

	Model 7 CR (t-Student)	Model 8 QR (t-Student)	Model 9 CCC (t-Student)
Const.	2.14105 (69.16)***	0.844000 (30.51)***	21.9832 (9.036)***
ROE	0.380916 (3.287)***	0.0391770 (0.3832)	2.30645 (0.2414)
ROE^2	-0.319823 (-2.651)***	-0.0521552 (-0.4958)	-20.2160 (-2.006)**
Adj. R^2	0.007489	0.000157	0.001686
F (p value)	13.42323 (0.0000)	0.286758 (0.750710)	2.397791 (0.091103)
Akaike criterion	13754.01	13370.88	35110.56
Durbin-Watson Stat.	0.669225	0.764911	0.643530
Extremum	0.59	no	no

It is assumed that the parameter is statistically significant for every p-value smaller than 0.1, for increasing confidence intervals of 1% (***), 5% (**) and 10% (*) respectively. The models are characterized by low R square values because their purpose is not to explain the phenomena. The p value for the F statistic below 0.05 means that the model consists of variables that have a statistically significant impact on the explained variable. The Akaike criterion allows to compare models with each other. The Durbin-Watson statistics indicate autocorrelation of model residuals, and its value is characteristic for models based on financial data.

Source: own calculations.

As it is presented in Table 3, a significant statistical impact of ROE on current ratio was found with the maximum value 0.59, in the other models no extremum was found.

Table 4 contains the results of non-linear models estimation regarding the impact of net profit margins on liquidity for the WSE main market given by Models 10, 11 and 12 (formulas 12, 13 and 14 respectively).

$$\text{Model 10} \quad CR_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 NPM_{i,t} + \beta_2 NPM_{i,t}^2 + \varepsilon_{i,t} \quad (12)$$

$$\text{Model 11} \quad QR_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 NPM_{i,t} + \beta_2 NPM_{i,t}^2 + \varepsilon_{i,t} \quad (13)$$

$$\text{Model 12} \quad CCC_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 NPM_{i,t} + \beta_2 NPM_{i,t}^2 + \varepsilon_{i,t} \quad (14)$$

The results of models estimation are presented in Table 4.

Table 4. Models with non-linear impact of net profit margin on liquidity – WSE main market

	Model 10 CR (t-Student)	Model 11 QR (t-Student)	Model 12 CCC (t-Student)
Const.	1.99927 (70.83)***	0.657474 (27.52)***	13.7923 (6.181)***
NPM	1.10886 (11.57)***	0.783397 (9.920)***	60.7831 (5.926)***
NPM ²	0.523678 (6.600)***	0.762486 (11.72)***	2.52388 (0.2653)
Adj. R ²	0.044451	0.059261	0.012070
F (p value)	80.68721 (0.0000)	111.1534 (0.0000)	17.63614 (0.0000)
Akaike criterion	13082.20	12187.26	35638.72
Durbin-Watson Stat.	0.671896	0.815457	0.608264
Extremum	no	no	no

It is assumed that the parameter is statistically significant for every p-value smaller than 0.1, for increasing confidence intervals of 1% (***), 5% (**) and 10% (*) respectively. The models are characterized by low R square values because their purpose is not to explain the phenomena. The p value for the F statistic below 0.05 means that the model consists of variables that have a statistically significant impact on the explained variable. The Akaike criterion allows to compare models with each other. The Durbin-Watson statistics indicate autocorrelation of model residuals, and its value is characteristic for models based on financial data.

Source: own calculations.

As it is presented in Table 4, Models 10 and 11 show a non-linear influence of net profit margin on liquidity, but without an extreme value. For Model 12 no non-linear relationship was found.

5. NEWCONNECT ALTERNATIVE MARKET LISTED COMPANIES

Models 13, 14 and 15 (formulas 15, 16 and 17 respectively) representing the influence of liquidity on profitability measured by ROE on the New Connect alternative market are tested and the results are presented in Table 5.

$$\text{Model 13} \quad ROE_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 CR_{i,t} + \beta_2 CR_{i,t}^2 + \varepsilon_{i,t} \quad (15)$$

$$\text{Model 14} \quad ROE_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 QR_{i,t} + \beta_2 QR_{i,t}^2 + \varepsilon_{i,t} \quad (16)$$

$$\text{Model 15} \quad ROE_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 CCC_{i,t} + \beta_2 CCC_{i,t}^2 + \varepsilon_{i,t} \quad (17)$$

The results of models parameters estimation are presented in Table 5.

Table 5. Models with non-linear impact of liquidity on profitability (ROE)
– New Connect alternative market

	Model 13 (t-Student)	Model 14 (t-Student)	Model 15 (t-Student)
Const.	-0.183619 (-8.079)***	-0.0308814 (-2.519)***	0.0370466 (2.539)**
CR	0.123410 (8.364)***		
CR ²	-0.0122999 (-7.243)***		
QR		0.0560228 (4.196)***	
QR ²		-0.00683428 (-3.916)***	
CCC			-0.0000895577 (-0.8163)
CCC ²			-0.000000217719 (-1.679)*
Adj. R ²	0.036867	0.008336	0.009782
F (p value)	37.91405 (0.0000)	8.805705 (0.000155)	4.139155 (0.016263)
Akaike criterion	2107.434	2222.499	881.9031
Durbin-Watson Stat.	0.915441	0.889268	1.041390
Extremum	5.02	4.10	no

It is assumed that the parameter is statistically significant for every p-value smaller than 0.1, for increasing confidence intervals of 1% (***), 5% (**) and 10% (*) respectively. The models are characterized by low R square values because their purpose is not to explain the phenomena. The p value for the F statistic below 0.05 means that the model consists of variables that have a statistically significant impact on the explained variable. The Akaike criterion allows to compare models with each other. The Durbin-Watson statistics indicate autocorrelation of model residuals, and its value is characteristic for models based on financial data.

Source: own calculations.

Models 13 and 14 estimation, as it is presented in Table 5, confirm the non-linear impact of current and quick ratios on ROE. The maximum value of function for current ratio is 5.02, while for quick ratio it is 4.1.

Table 6 contains results of estimation of models with a non-linear effect of liquidity on the net profit margin. Models 16, 17 and 18 (formulas 18, 19 and 20 respectively) present this relationship.

$$\text{Model 16} \quad NPM_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 CR_{i,t} + \beta_2 CR_{i,t}^2 + \varepsilon_{i,t} \quad (18)$$

$$\text{Model 17} \quad NPM_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 QR_{i,t} + \beta_2 QR_{i,t}^2 + \varepsilon_{i,t} \quad (19)$$

$$\text{Model 18} \quad NPM_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 CCC_{i,t} + \beta_2 CCC_{i,t}^2 + \varepsilon_{i,t} \quad (20)$$

The results of models parameters estimation are presented in Table 6.

Table 6. Models with a non-linear effect of liquidity on the net profit margin
– NewConnect alternative market

	Model 16 (t-Student)	Model 17 (t-Student)	Model 18 (t-Student)
Const	-0.218954 (-9.852)***	-0.0787423 (-6.618)***	-0.0159687 (-1.520)
CR	0.123160 (8.302)***		
CR ²	-0.0123552 (-7.100)***		
QR		0.0624816 (4.514)***	
QR ²		-0.00633275 (-3.423)***	
CCC			-0.000190721 (-2.405)**
CCC ²			-0.00000009.58273 (-0.7509)
Adj. R ²	0.038599	0.012640	0.011328
F (p value)	37.88005 (0.0000)	12.74445 (0.0000)	4.938175 (0.007372)
Akaike criterion	1870.637	1977.301	364.7186
Durbin-Watson Stat.	0.998390	0.980778	0.862567
Extremum	5.5	4.93	no

It is assumed that the parameter is statistically significant for every p-value smaller than 0.1, for increasing confidence intervals of 1% (***), 5% (**) and 10% (*) respectively. The models are characterized by low R square values because their purpose is not to explain the phenomena. The p value for the F statistic below 0.05 means that the model consists of variables that have a statistically significant impact on the explained variable. The Akaike criterion allows to compare models with each other. The Durbin-Watson statistics indicate autocorrelation of model residuals, and its value is characteristic for models based on financial data.

Source: own calculations.

As it is presented in Table 6 the maximum value of function for Model 16 is 0.5 for current ratio, while the maximum value for Model 17 is 4.93 for quick ratio.

The results of estimation models representing the impact of profitability on liquidity are presented in Table 7 regarding Models 19, 20 and 21 (formulas 21, 22 and 23 respectively).

$$\text{Model 19} \quad CR_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 ROE_{i,t} + \beta_2 ROE_{i,t}^2 + \varepsilon_{i,t} \quad (21)$$

$$\text{Model 20} \quad QR_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 ROE_{i,t} + \beta_2 ROE_{i,t}^2 + \varepsilon_{i,t} \quad (22)$$

$$\text{Model 21} \quad CCC_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 ROE_{i,t} + \beta_2 ROE_{i,t}^2 + \varepsilon_{i,t} \quad (23)$$

The results of models parameters estimation are presented in Table 7.

Table 7. Models with non-linear impact of profitability on liquidity
– NewConnect alternative market

	Model 19 CR	Model 20 QR	Model 21 CCC
Const	2.58462 (51.18)***	1.28828 (27.60)***	49.9672 (8.054)***
ROE	0.368352 (2.864)***	0.00988544 (0.08323)	-48.4011 (-3.015)**
ROE ²	-0.282710 (-2.426)**	-0.277187 (-2.549)**	-28.5110 (-1.948)*
Adj. R ²	0.014291	0.004165	0.010931
F (p value)	14.36050 (0.0000)	4.381596 (0.012620)	4.630505 (0.010001)
Akaike criterion	8502.541	8784.247	10944.48
Durbin-Watson Stat.	0.998390	0.908871	0.741456
Extremum	0.65	no	no

It is assumed that the parameter is statistically significant for every p-value smaller than 0.1, for increasing confidence intervals of 1% (***), 5% (**) and 10% (*) respectively. The models are characterized by low R square values because their purpose is not to explain the phenomena. The p value for the F statistic below 0.05 means that the model consists of variables that have a statistically significant impact on the explained variable. The Akaike criterion allows to compare models with each other. The Durbin-Watson statistics indicate autocorrelation of model residuals, and its value is characteristic for models based on financial data.

Source: own calculations.

Based on the results presented in Table 7 the non-linear impact of ROE on current ratio and cash conversion cycle can be confirmed. However, the maximum function can only be determined for model 19 with current ratio as an endogenic variable with the value of *ROE* 0.65.

Table 8 contains estimation of non-linear models related to the impact of net profit margin on liquidity and are presented in Models 22, 23 and 24 (formulas 24, 25 and 26 respectively).

$$\text{Model 22} \quad CR_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 NPM_{i,t} + \beta_2 NPM_{i,t}^2 + \varepsilon_{i,t} \quad (24)$$

$$\text{Model 23} \quad QR_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 NPM_{i,t} + \beta_2 NPM_{i,t}^2 + \varepsilon_{i,t} \quad (25)$$

$$\text{Model 24} \quad CCC_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 NPM_{i,t} + \beta_2 NPM_{i,t}^2 + \varepsilon_{i,t} \quad (26)$$

The results of models parameters estimation are presented in Table 8.

Table 8. Models with non-linear impact of net profit margin on liquidity
– New Connect alternative market

	Model 22 CR	Model 23 QR	Model 24 CCC
Const	2.41135 (50.16)***	1.06686 (25.11)***	30.5341 (6.121)***
NPM	0.731954 (5.615)***	0.561597 (4.812)***	-60.9831 (-2.527)**
NPM ²	0.262332 (2.606)***	0.291355 (3.207)***	-11.7844 (-0.6559)
Adj. R ²	0.016456	0.011934	0.011175
F (p value)	15.78601 (0.0000)	12.02394 (0.0000)	4.870668 (0.007881)
Akaike criterion	7967.968	8020.940	11031.51
Durbin-Watson Stat.	0.934969	0.944633	0.539787
Extremum	no	no	no

It is assumed that the parameter is statistically significant for every p-value smaller than 0.1, for increasing confidence intervals of 1% (***), 5% (**) and 10% (*) respectively. The models are characterized by low R square values because their purpose is not to explain the phenomena. The p value for the F statistic below 0.05 means that the model consists of variables that have a statistically significant impact on the explained variable. The Akaike criterion allows to compare models with each other. The Durbin-Watson statistics indicate autocorrelation of model residuals, and its value is characteristic for models based on financial data.

Source: own calculations.

Table 8 contains the results of estimation of non-linear models for the impact of net profit margin on liquidity and it can be concluded that these models show a non-linear relationship, but without extrema.

The maximum values for ratios representing the liquidity and profitability in the two research groups containing companies traded on main and alternative markets of Warsaw Stock Exchange were analyzed. The pattern of results shows that the conservative approach to the liquidity results in the profitability maximization both for *ROE* and *NPM* similarly on both markets are taken into consideration. Profitability influences the liquidity in a lower degree in both subsamples and it is slightly lower for the companies traded on the main WSE market than on NewConnect if companies focus on maximum liquidity.

CONCLUSIONS

The problem of maximum levels of different ratios representing the working capital management strategies was analyzed in two groups of companies: larger and smaller ones traded respectively on the main and alternative markets of the Warsaw Stock Exchange. Moreover based on the assumption that the liquidity–profitability relationship is not-linear, in the presented research the square function was applied.

The value maximization and liquidity maintenance are the main goals of the company performance when the financial aspects are taken into consideration. Liquidity influences the profitability as well as profitability can influence liquidity in the process of management. In the case of liquidity affecting the profitability, the value creation is the main purpose of management and in case of profitability affecting the liquidity the ability to regulate obligations, operating risk reduction and finally bankruptcy prevention are the main issues. In young companies maximum level of liquidity can be related to the fast growth. For this reason models are tested both for liquidity affecting the profitability and profitability affecting the liquidity.

The results show the similar patterns of management in the two research groups. Maximum profitability measured by *ROE* for the main market is 4.8 and for New Connect market 5.02. as measured by current ratio. The liquidity is slightly lower for mature companies than for smaller ones, but in each case the conservative approach generates the maximum profitability. In case of NewConnect the quick ratio also influences *ROE*. In case of net profit margin, the current ratio influences it in both markets and the liquidity as measured by current ratio is lower for alternative market in relation to the maximum level of *NPM*. In case of larger companies cash conversion cycle significantly determines for instance the maximum level of net profit margin.

When the opposite relationship is taken into consideration and profitability influences the liquidity, on both analyzed markets *ROE* is related to the maximum level of current ratio.

It can be concluded that companies traded on main and alternative markets of WSE are managed in a similar way, the conservative liquidity approach is related to the maximum values of profitability and *ROE* also determines the maximum level of current ratio in both markets.

It must be stated that the presented results should be taken into account with some caution. First of all, the authors are aware of the weakness of available data and proposed models. Although the data includes time series of 15 years, it seems that the period is too short for this type of study. This limitation, however, is insurmountable and is mainly due to the length of functioning of the NewConnect alternative market. It is worth adding that there were often gaps in the observations

caused by the company's withdrawal from the stock exchange or suspension of its listing. Unfortunately, this is quite a characteristic feature of the young NewConnect market. The models themselves are characterized by a very low R square, but the F statistics in the analyzed cases are significant, and the determination of maxima and minima alone does not require particularly well-chosen models. The authors believe that further research can help to confirm their conclusions by comparing other markets.

BIBLIOGRAPHY

- Adamczyk A., Waśniewski P., 2018, *Czy istnieje nadpłynność? Analiza związku między płynnością a rentownością*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 92.
- Dalci I., Tanova C., Ozyapici H., Bein M.A., 2019, *The Moderating Impact of Firm Size on the Relationship between Working Capital Management and Profitability*, „Prague Economic Papers”, vol. 3.
- Dash M., Hanuman R., 2009, *A Liquidity-Profitability Trade-Off Model for Working Capital Management*, „SSRN Working Paper Series”, no. 10, <http://ssrn.com/abstract=1408722>, [dostęp 30.09.2020].
- Deloof M., 2003, *Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?*, „Journal of Business Finance & Accounting”, vol. 30, issue 3–4, doi: 10.1111/1468-5957.00008.
- Desai J., Joshi N., 2011, *Effect of Working Capital Management on Profitability of Firms in India*, „SSRN Working Paper Series”, <http://ssrn.com/abstract=1774686> [dostęp 30.09.2020].
- Eljelly A., 1991, *Liquidity–profitability tradeoff: An empirical investigation in an emerging market*, „International Journal of Commerce and Management”, vol. 14(2), doi: 10.1108/10569210480000179.
- García-Teruel P.J., Martínez-Solano P., 2007, *Effects of working capital management on SME profitability*, „International Journal of Managerial Finance”, vol. 3, issue 2.
- Hussain A., 2012, *Aggressiveness and conservativeness of working capital: A case of Pakistani manufacturing sector*, „European Journal Of Scientific Research”, vol. 73, issue 2.
- Jose M.L., Lancaster C., Stevens J.L., 1996, *Corporate Returns and Cash Conversion Cycles*, „Journal of Economics and Finance”, vol. 20, no. 1.
- Knauer T., Wöhrmann A., 2013, *Working capital management and firm profitability*, „Journal of Management Control”, vol. 24, issue 1.
- Lazaridis I., Tryfonidis D., 2006, *Relationship Between Working Capital Management And Profitability Of Listed Companies In The Athens Stock Exchange*, „Journal of Financial Management & Analysis”, Jan–Jun, vol. 19, issue 1.
- Louw E., Hall J.H., Pradhan R.P., 2019, *The Relationship Between Working Capital Management and Profitability: Evidence from South African Retail and Construction Firms*, „Global Business Review”, vol. 12, doi: 0972150919865104.
- Mahmood F., Han D., Ali N., Mubeen R., Shahza U., 2019, *Moderating Effects of Firm Size and Leverage on the Working Capital Finance–Profitability Relationship: Evidence from China*, „Sustainability”, vol. 11(7).
- Nastiti P.K.Y., Atahau A.D.R., Supramono S., 2019, *Working capital management and its influence on profitability and sustainable growth*, „Business: Theory and Practice”, no. 20.
- Nazir Mian Sajid, Afza Talat, 2009, *Impact of Aggressive Working Capital Management Policy on Firms' Profitability*, „IUP Journal of Applied Finance”, vol. 15, issue 8.

- Nobanee H., AlHajjar M., 2009, *A note on Working Capital Management and Corporate Profitability of Japanese Firms*, „SSRN Working Paper Series”, no. 9, <http://ssrn.com/abstract=1433243> [dostęp 30.09.2020].
- Prasad P., Sivasankaran N., Shukla A., 2019, *Impact of deviation from target working capital on firm profitability: Evidence from India*, „International Journal of Productivity and Performance Management”, vol. 68(1).
- Richards V.D., Laughlin E.J., 1980, *A cash conversion cycle approach to liquidity analysis*, „Financial Management”, vol. 9.
- Vuković B., Jakšić D., 2019, *The effect of working capital management on profitability: Evidence from southeast europe*, „Ekonomika poljoprivrede”, vol. 66(1).

Przyjęto/Accepted: 20.11.2020
Opublikowano/Published: 31.12.2020

OCHRONA KONSUMENTÓW NA RYNKU KAPITAŁOWYM W POLSCE

dr Maria Czech

Katedra Bankowości i Rynków Finansowych
Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-3572-6891>

Streszczenie

Prawidłowe funkcjonowanie rynku kapitałowego determinowane jest utrzymywaniem wymaganego poziomu bezpieczeństwa jego uczestników. Z uwagi na liczne zagrożenia, rynek kapitałowy jest szczególnie wymagający dla konsumentów, którzy na własne ryzyko dokonują obrotu instrumentami finansowymi (inwestorzy indywidualni). Do głównych zagrożeń zalicza się przede wszystkim deficyty informacji, zmienność uwarunkowań rynkowych, a także nieuczciwe praktyki rynkowe oraz upadłość biur maklerskich, w których utrzymują instrumenty finansowe lub środki pieniężne.

Celem opracowania jest wskazanie zakresu ochrony konsumentów usług finansowych na rynku kapitałowym. W opracowaniu stawia się hipotezę, że ochrona konsumentów na rynku kapitałowym jest niewystarczająca i wymaga wprowadzenia kompleksowych rozwiązań w zakresie spójnego systemu ochrony.

W artykule wykorzystuje się dwie metody badawcze. Pierwszą metodą, jest analiza dokumentów i aktów prawnych. Jej celem jest przedstawienie zakresu udzielenia ochrony konsumentom usług maklerskich. Drugą metodą badawczą jest empiryczna analiza dynamiki, której celem jest wskazanie tendencji oraz dynamiki zmian aktywności konsumentów usług maklerskich.

Słowa kluczowe: ochrona konsumentów, inwestor indywidualny, System Rekompensat, usługi maklerskie, rynek kapitałowy.

JEL Class: D18 G23, G24, G29.

WSTĘP

Zarówno polskie, jak i unijne normy prawne, ujawniają szeroko rozumiane pojęcie „konsument”. Znajduje się on w obszarze zainteresowania różnych dyscyplin naukowych [Janik 2007: 13] i jest różnie ujmowany w poszczególnych aktach normatywnych [Szczepańska 2011: 161–178; Rutkowska-Tomaszewska 2020b: 481–498]. Prawodawstwo unijne definiuje konsumenta jako osobę fizyczną, działającą w celach niezwiązanych z wykonywaniem wolnego zawodu, działalnością gospodarczą, rzemieślniczą i handlową [Dyrektywa 2002/65/WE; Dyrektywa 2005/29/WE; Dyrektywa 2011/83/UE; Dyrektywa 2013/11/UE]. Na gruncie prawa polskiego konsumentem jest osoba fizyczna, dokonująca czynności prawnej z przedsiębiorcą, pod warunkiem, że czynność ta nie jest bezpośrednio związana z działalnością gospodarczą lub zawodową konsumenta [Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. ...].

Na rynku kapitałowym dokonywanie czynności prawnej konsumenta z przedsiębiorcą dotyczy świadczenia usług finansowych. Usługi te związane są przede wszystkim z pozyskiwaniem oraz z lokowaniem środków pieniężnych na rynku finansowym, a także z zapewnieniem odpowiedniej płynności na tym rynku [Iwanicz-Drozdowska i in. 2009: 10]. Są to usługi o charakterze niematerialnym [Gnła 2007: 139]. W efekcie powstają trudności związane z brakiem możliwości sprawdzenia i zweryfikowania ich jakości przed dokonaniem zakupu [Sójka 2016: 29–30; 95]. Jakość usług finansowych nie jest stała, ale różni się np. w zależności od osób je świadczących lub od czasu ich wykonywania. Ryzyko jakości usługi finansowej zależy przede wszystkim od usługodawcy, bowiem nie istnieje możliwość rozdzielenia usługi od usługodawcy [Janik 2007: 25]. W wyniku niekompetencji, zaniedbania czy nieuczciwości usługodawcy, jakość usługi może ulegać istotnemu obniżeniu [Llewellyn 1999: 42–44].

Z usług finansowych korzystają zarówno klienci detaliczni (którzy w myśl prawa spełniają definicję konsumenta), jak i klienci profesjonalni¹. Z uwagi na fakt, że niniejsze opracowanie podejmuje problem ochrony konsumenta na rynku kapitałowym, konsument usług finansowych jest tożsamy z inwestorem indywidualnym. Inwestor ten zawiera transakcje zakupu–sprzedaży instrumentów finansowych osobiście, na własne ryzyko i własny rachunek, z pominięciem usług inwestorów profesjonalnych [Cichorska 2015: 26]. W rezultacie jest on bardziej narażony na ryzyko pokusy nadużycia [DKN przy Rzeczniku Finansowym, 2019: 275] i ryzyko związane z asymetrią informacji występującą pomiędzy nimi a dostawcami usług finansowych [Frączek i Mitreğa-Niestrój 2015: 5–15; Sójka 2016: 29].

¹ Klient profesjonalny (np. bank, firma inwestycyjna, zakład ubezpieczeń, fundusz inwestycyjny czy fundusz emerytalny) podejmuje decyzje inwestycyjne na podstawie wiedzy oraz doświadczenia i potrafi ocenić ryzyko związane z podejmowanymi decyzjami [Ustawa z dnia 29 maja 2005 r. ..., art. 3.39b), art. 3.39c)].

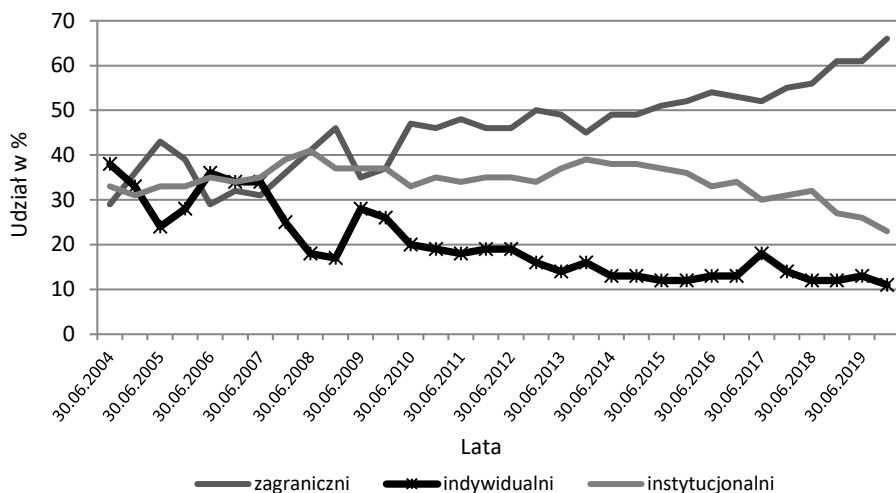
Celem głównym opracowania jest wskazanie zakresu ochrony konsumentów usług finansowych (inwestorów indywidualnych) na rynku kapitałowym. W opracowaniu stawia się hipotezę, że ochrona konsumenta na rynku kapitałowym jest niewystarczająca i wymaga wprowadzenia kompleksowych rozwiązań w zakresie spójnego systemu ochrony.

1. PROFIL KONSUMENTA NA RYNKU KAPITAŁOWYM

Od 17 lat Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych (SII) prowadzi Ogólnopolskie Badania Inwestorów (OBI). W oparciu o jego wyniki zostaje określony profil polskiego inwestora indywidualnego. Ostatnie Ogólnopolskie Badania Inwestorów przeprowadzono w 2019 r. Na jego podstawie stwierdza się, że grupa inwestorów indywidualnych jest zróżnicowana w swojej istocie. Wśród nich dominują mężczyźni, którzy stanowią ponad 90,80% wszystkich inwestorów. Ich średni wiek określony jest na 42 lata, ale najbardziej aktywnymi inwestorami są ci, którzy mieszczą się w przedziale wiekowym 26–45 lat (59%). Z badania wynika, że na rynku finansowym najczęściej inwestują inwestorzy wysoko wykwalifikowani. Ponad 26% inwestorów ukończyło wyższe studia o profilu ekonomicznym, natomiast kolejne 48% ukończyło wyższe studia o profilu innym niż ekonomiczny [SII 2019].

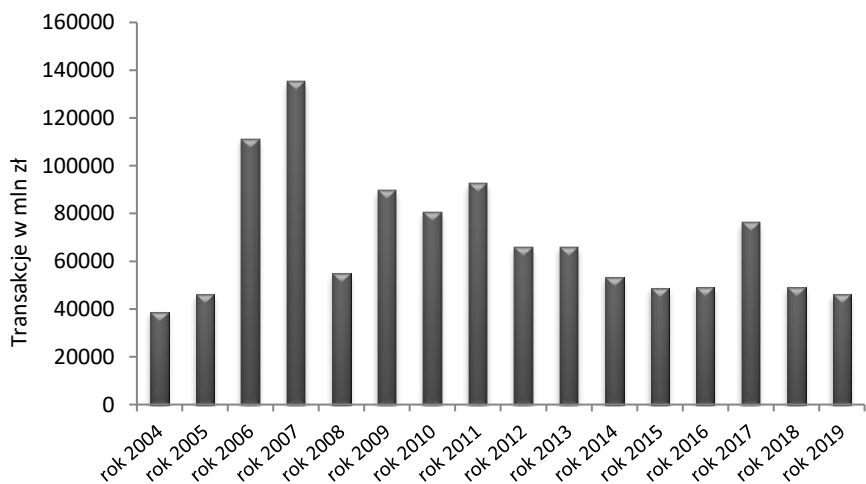
OBI wykazało, że średnia wartość portfela inwestora indywidualnego w 2019 r. była określana na 50 tys. zł. Najwięcej inwestorów (34,2%) posiadało portfel o wartości do 30 tys. zł., ale znaczna część inwestorów (21,6%) utrzymywała portfel o wartości od 100–500 tys. zł. Najpopularniejszym składnikiem portfela w 2019 r. były akcje GPW (81,9%) oraz akcje NewConnect (27,3%), natomiast instrumenty pochodne stanowiły zaledwie 14,1% portfela [SII 2019]. Przedstawione wyniki znajdują potwierdzenie w obrotach giełdowych, bowiem w 2019 r. udział inwestorów indywidualnych był zróżnicowany – w obrotach na rynku głównym jest najmniejszy (zob. wykres 1), natomiast w obrotach na rynku instrumentów pochodnych i NewConnect był największy (zob. wykres 3).

Udział inwestorów indywidualnych na głównym rynku akcji GPW znajduje się w trendzie malejącym. Oznacza to powolne, ale systematyczne wycofywanie się tej grupy inwestorów z rynku. Największy udział inwestorów indywidualnych (38%) odnotowano w czerwcu 2004 r., co wynikało z niskiego zaangażowania inwestorów zagranicznych (29%) i instytucjonalnych (33%). Powtórnie wysoki udział inwestorów indywidualnych w tym rynku odnotowano w latach 2006–2007. W tym okresie wartość transakcji zawartych przez inwestorów indywidualnych była najwyższa w całym badanym okresie (zob. wykres 2).



Wykres 1. Udział inwestorów indywidualnych w rynku akcji

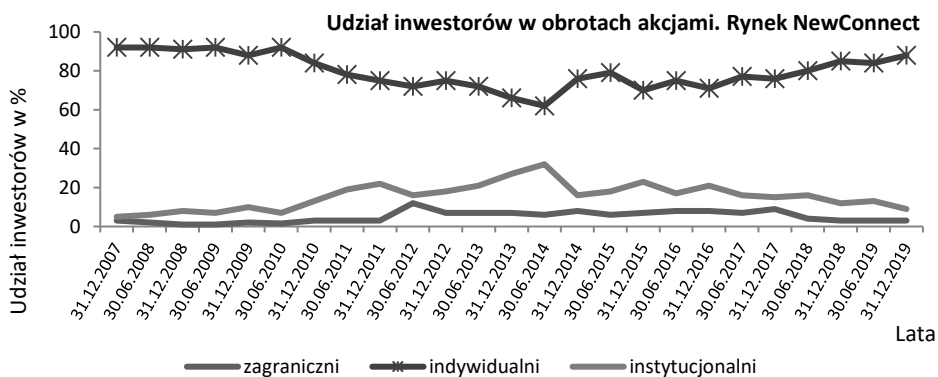
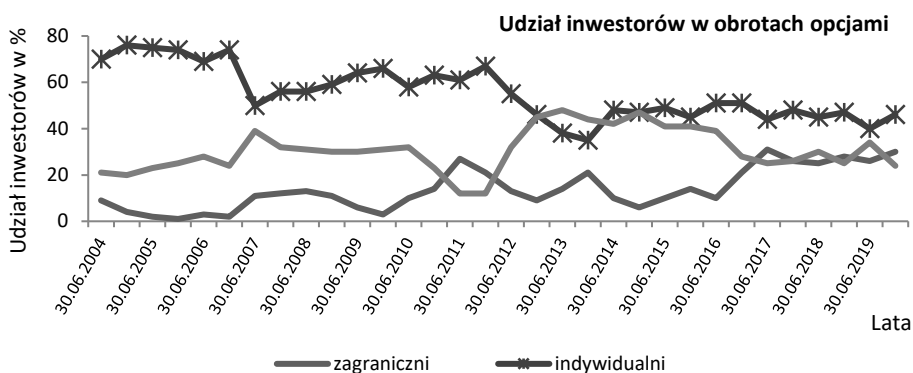
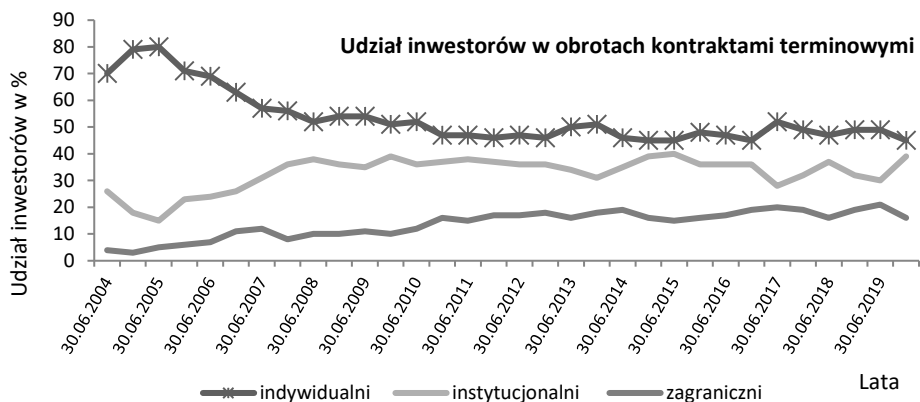
Źródło: opracowanie własne na podstawie GPW.



Lata

Wykres 2. Transakcje inwestorów indywidualnych na rynku głównym GPW

Źródło: opracowanie własne na podstawie GPW 2020.



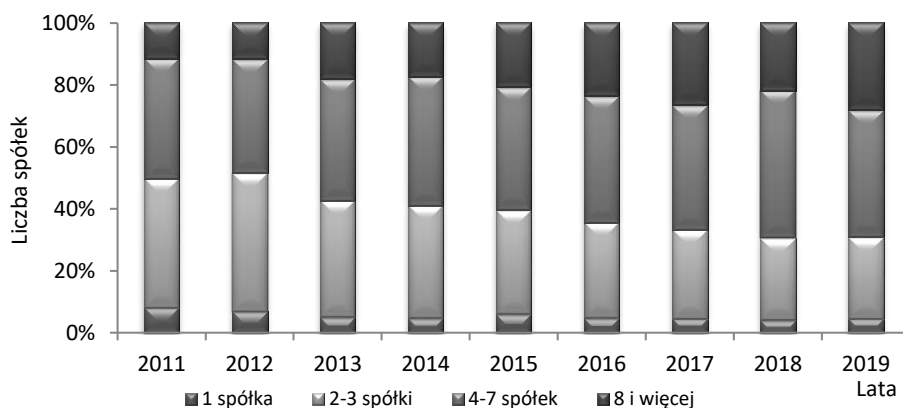
Wykres 3. Udział inwestorów na rynku NewConnect, oraz w obrotach kontraktami terminowymi i opcjami

Źródło: opracowanie własne na podstawie GPW 2020.

Od 2007 r. wartość transakcji zawieranych przez inwestorów indywidualnych na rynku głównym spadała z roku na rok średnio o 8,60%. Trend malejący wynika z powolnej, ale systematycznej zamiany preferencji dotyczącej przedmiotu inwestycji. Inwestorzy indywidualni coraz chętniej lokowali środki pieniężne w inne instrumenty (akcje NewConnect, instrumenty pochodne). Pokazuje to trend wykazany w kolejnych edycjach Ogólnopolskiego Badania Inwestorów. Potwierdza to również udział inwestorów indywidualnych w obrotach instrumentami pochodnymi, które notowane są na GPW oraz udział tych inwestorów na rynku NewConnect (zob. wykres 3).

W latach 2004–2019 udział inwestorów indywidualnych w obrotach kontraktami terminowymi i opcjami był najwyższy w całym okresie badawczym. Ich największy udział w obrocie instrumentami pochodnymi odnotowano w latach 2004–2006. Natomiast w kolejnych latach udział ten pozostawał na względnie stabilnym poziomie, mimo systematycznie rosnącego zaangażowania inwestorów instytucjonalnych i zagranicznych. Podobną tendencję zaobserwowano na rynku NewConnect, gdzie od momentu jego powstania (2007 r.) udział inwestorów indywidualnych w obrotach był najwyższy w całym okresie badawczym. Zarówno inwestorzy instytucjonalni, jak również inwestorzy zagraniczni, wykazywali bardzo małą aktywność w obrotach w ciągu całego okresu funkcjonowania tego rynku. Udział w obrotach tych dwóch grup inwestorów w 2019 roku wyniósł zaledwie 3% (inwestorzy zagraniczni) i 9% inwestorzy instytucjonalni. Przedstawione wyniki zostały potwierdzone w wynikach OBI, które wykazały rosnące zaangażowanie inwestorów indywidualnych zarówno na rynku NewConnect, jak również rosnącą aktywność w obrotach instrumentami pochodnymi.

Z OBI wynika również, że coraz więcej inwestorów indywidualnych lokuje środki pieniężne na rynku kapitałowym średnio lub długoterminowo. W 2019 r. ponad 52% inwestorów utrzymywało akcje w portfelu powyżej 1 roku, 33% inwestorów wyprzedawało posiadane akcje przed upływem roku, a 10% sprzedawało przed upływem tygodnia. Porównując powyższe wyniki do wyników z lat ubiegłych, stwierdza się, iż inwestorzy indywidualni mimo spadającego udziału w obrotach na głównym rynku akcji na GPW, coraz bardziej dywersyfikują portfel posiadanych akcji, bowiem 8 i więcej spółek w portfelu w 2019 utrzymywało 28,10% inwestorów (dla porównania w 2011 roku zaledwie 11,4%), natomiast 4–7 spółek w portfelu utrzymywało 41,1% inwestorów (w 2011 roku 38,8%). Jednocześnie znacznie zmniejszył się odsetek inwestorów utrzymujących 2–3 spółki w portfelu (26,4% w 2019 r., w porównaniu do 2011 r.: 41,6%) (zob. wykres 4).



Wykres 4. Liczba spółek w portfolio inwestorów indywidualnych w latach 2011–2019

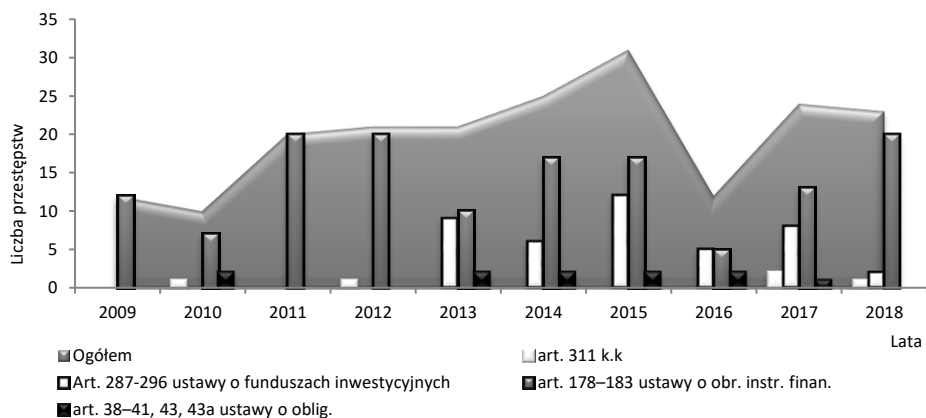
Źródło: SII 2019.

Wyniki OBI wskazują, że zdecydowana większość inwestorów indywidualnych jest niezależna, bowiem inwestuje samodzielnie. W 2019 r. prawie połowa badanych inwestorów dokonywała inwestycji w oparciu o połączenie analizy fundamentalnej i technicznej (45,7%), 25,4% wybierała tylko analizę fundamentalną, a 15,9% tylko analizę techniczną. Wśród inwestorów występował duży odsetek podmiotów kierujących się informacjami pochodzącymi przede wszystkim z raportów bieżących i okresowych spółek, ale równocześnie dużo inwestorów korzystało z serwisów informacyjnych². Mimo że w 2019 r. aż 95% inwestorów indywidualnych dokonywało obrotu instrumentami finansowymi za pomocą własnego rachunku inwestycyjnego, to czas, jaki poświęcali na śledzenie inwestycji i szukanie nowych okazji inwestycyjnych, można określić jako niewielki. 31% inwestorów przeznaczalo na inwestowanie godzinę dziennie, 25% kilka godzin w tygodniu, natomiast 16% kilka godzin w miesiącu. Tylko 20% inwestorów zajmowało się swoimi inwestycjami kilka godzin dziennie. Wynika to z faktu, że inwestycje na rynku kapitałowym nie są jedynym źródłem dochodów inwestorów indywidualnych. Świadczy o tym fakt, że w 2019 r. niespełna 61% inwestorów pracowało na umowę o pracę lub umowę zlecenie. Świadczy o tym również cel

² Inwestorzy najczęściej korzystali z serwisów internetowych: bankier.pl (69,1%), stooq.pl (47,6%), money.pl (43,2%), parkiet.com (33,5%), stockwatch.pl (29,4%), strefainwestorow.pl (25,8%); z gazet: Parkiet (33,3%), Puls Biznesu (32%), Forbes (13%); z kanałów telewizyjnych: TVN24BiŚ (27%), TVN24 (12,9%), ParkietTV (12,1%), Bloomberg (10,4%), natomiast 36% nie korzysta z gazet, 46% nie korzysta z telewizji i 76,9% inwestorów nie korzysta z radia jako źródła informacji.

zawierania transakcji na rynku kapitałowym, którym najczęściej była dywersyfikacja źródeł dochodu.

Na rynku kapitałowym występują również konsumenci usług finansowych, którzy znacząco odbiegają od przedstawionego profilu inwestora indywidualnego. Są to konsumenci, którzy szukając możliwości ulokowania posiadanych nadwyżek pieniężnych, ulegają presji agresywnych technik sprzedaży usług finansowych na rynku kapitałowym [Rzecznik Finansowy 2018: 3]. Wśród nich znajdują się zwykle osoby starsze oraz osoby nieposiadające dostatecznej wiedzy na temat funkcjonowania rynku kapitałowego, instrumentów finansowych ani też ryzyka, jakie ponoszą [Rzecznik Finansowy 2017: 1]. Dokonując zakupu często skomplikowanych usług finansowych, konsumenci ci zwykle nie mają zdolności oceny poprawności zapisów zawartych umów i kierują się wyłącznie zaufaniem do instytucji oferującej określone usługi finansowe [Rutkowska-Tomaszewska 2020a: 72–89]. Takim inwestorom należy się szczególna ochrona, bowiem to oni są najbardziej narażeni na nadużycia ze strony instytucji finansowych, wykorzystujących asymetrię informacji na swoją korzyść. Tymczasem wykrywalność przestępstw wynikających z działalności instytucji finansowych na rynku finansowym jest bardzo niska (zob. wykres 5).



Wykres 5. Liczba przestępstw z zakresu działalności instytucji rynku kapitałowego wykrytych przez Policję w latach 2009–2018

Źródło: opracowanie własne na podstawie KDPW 2020.

W latach 2009–2018 łączna liczba przestępstw naruszających bezpieczeństwo inwestorów indywidualnych, wyniosła 199 [DKN przy Rzeczniku Finansowym 2019: 41–42]. Wśród nich aż 183 to przestępstwa z tytułu odpowiedzialności

karnej za: oferowanie usług finansowych bez zezwolenia, udzielania informacji³ lub dokonywanie manipulacji oraz nakłanianie do obrotu instrumentami finansowymi [Ustawa z dnia 29 maja 2005 r. ..., art.178–183; Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. ..., art. 287–296]. Pozostałe wykryte przestępstwa dotyczyły niespełnienia ustawowych wymagań w zakresie emisji obligacji (z art. 38–41, 43, 43a ustawy o obligacjach) oraz fałszowania informacji (z art. 311 k.k) [DKN przy Rzeczniku Finansowym 2019: 41–42].

Konsumenci usług finansowych oferowanych na rynku kapitałowym mają prawo oczekiwać odpowiedniego poziomu bezpieczeństwa, bowiem ponoszą ryzyko utraty aktywów w wyniku niewypłacalności instytucji świadczących usługi finansowe w zakresie obrotu instrumentami finansowymi. Jednym z instrumentów wpływających na zwiększenie bezpieczeństwa inwestorów indywidualnych jest System Rekompensat.

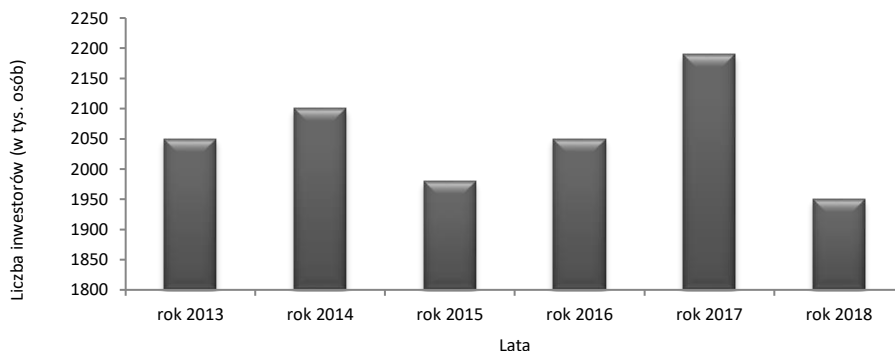
2. SYSTEM REKOMPENSAT JAKO ELEMENT SYSTEMU OCHRONY KONSUMENTÓW

Przy zawieraniu transakcji zakupu–sprzedaży instrumentów finansowych na rynku kapitałowym pośredniczą wyspecjalizowane instytucje finansowe [Sójka 2016: 165], którym konsumenci powierzają aktywa, ponosząc ryzyko ich utraty w przypadku upadłości. Mechanizmem zabezpieczającym konsumentów przed ryzykiem strat z tytułu upadłości lub niewypłacalności instytucji pośredniczących jest System Rekompensat. Jest to system gromadzenia środków, które przeznaczone są na dodatkowe zabezpieczenie aktywów oraz częściowe zrekompensowanie wartości środków pieniężnych i utraconych instrumentów finansowych w sytuacji niewypłacalności lub upadłości firm inwestycyjnych [KDPW 2020]. Wypłaty rekompensat dokonuje się w przypadku:

- gdy przedsiębiorstwo inwestycyjne nie jest w stanie wypełnić swoich zobowiązań wynikających z roszczeń inwestorów i nie ma możliwości ich wypełnienia w najbliższym czasie,
- wydania przez organ sądowy orzeczenia, którego skutkiem jest zawieszenie możliwości dochodzenia przez inwestora swoich roszczeń od firmy inwestycyjnej, z powodów ściśle związanych z sytuacją finansową przedsiębiorstwa inwestycyjnego [Dyrektywa 97/9/We].

Podmiotami objętymi ochroną Systemu Rekompensat są konsumenci, na rzecz których uczestnicy Systemu Rekompensat świadczą usługi maklerskie [KDPW 2020: 5]. Z uwagi na zróżnicowaną koniunkturę na rynku kapitałowym liczba inwestorów podlegających pod System Rekompensat jest zmienna w czasie (zob. wykres 6).

³ Dotyczy nieuprawnionego ujawnienia lub wykorzystywania informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej albo też udzielania nieprawdziwych lub zatajanie prawdziwych informacji.



Wykres 6. Liczba inwestorów objętych ochroną Systemu Rekompensat (w tys. osób) w latach 2013–2018⁴

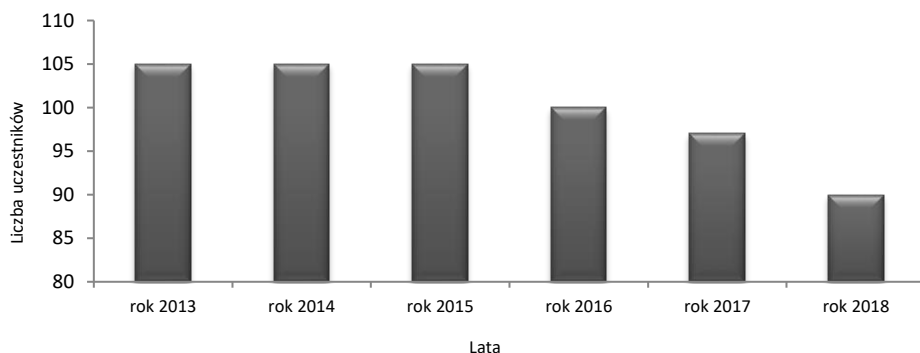
Źródło: opracowanie własne na podstawie KDPW 2020.

Fluktuacje liczby konsumentów usług maklerskich wynikają głównie z tendencji panujących na rynkach [NBP 2014: 198; NBP 2015: 196; NBP 2016: 205; NBP 2017: 215; NBP 2018: 208; NBP 2019: 222]. Wahania popytu na usługi finansowe (które bezpośrednio przekładają się na liczbę konsumentów) argumentuje się także napływem środków netto do krajowych funduszy akcji małych i średnich spółek (w 2013 r.) oraz zmienną liczbą pierwotnych ofert publicznych na Rynku Głównym GPW⁵ [NBP 2014: 198; NBP 2015: 196; NBP 2016: 205; NBP 2017: 215; NBP 2018: 208; NBP 2019: 222].

Poważne spadki liczby inwestorów objętych Systemem Rekompensat odnotowano w 2015 r. oraz w 2018 r. Bezpośrednią przyczyną redukcji ich liczby w 2015 r. był ponad 19,7% spadek kursów akcji spółek z WIG20 [NBP 2016: 205]. W konsekwencji, w 2016 r. oprócz ograniczenia pierwotnych emisji akcji i mniejszego popytu na usługi finansowe, odnotowano również zmniejszenie liczby uczestników Systemu Rekompensat (zob. wykres 7).

⁴ Z uwagi na duże ograniczenia w dostępie do danych, liczba inwestorów objętych Systemem Rekompensat, liczba uczestników Systemu oraz stan środków zgromadzonych w Systemie analizowane są w okresie 2013–2018.

⁵ Wzrost liczby IPO na GPW odnotowano w 2013 r., 2015 r., 2017 r., a spadek w 2016 r. i 2018 r.



Wykres 7. Liczba uczestników Systemu Rekompensat w latach 2013–2018

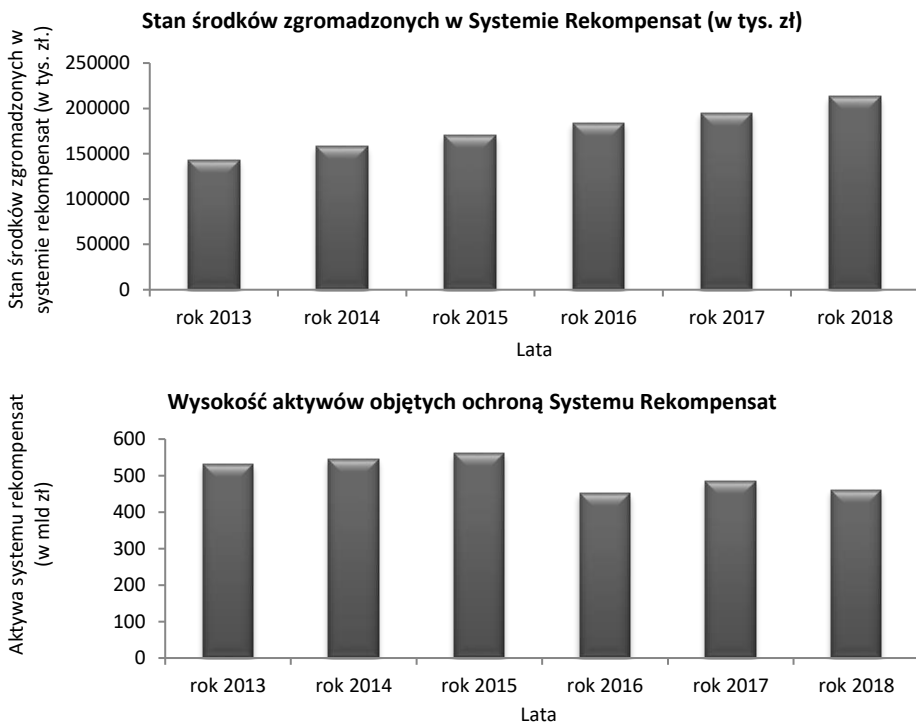
Źródło: opracowanie własne na podstawie KDPW 2020.

Do uczestników Systemu Rekompensat zalicza się głównie domy maklerskie, ale również banki prowadzące działalność maklerską, banki powiernicze oraz towarzystwa funduszy inwestycyjnych [KDPW 2020: 5]. Wymienione podmioty zwykle działają w ramach grup kapitałowych, co w warunkach niekorzystnej koniunktury w 2015 r. umożliwiło im transfer usług finansowych z domów maklerskich do banków lub TFI, a w konsekwencji doprowadziło do zmniejszenia ich liczby w 2016 r. [NBP 2016: 205]. Oczekiwanym efektem dystrybucji usług finansowych w ramach jednego podmiotu była koncentracja bazy klientów przy jednoczesnej minimalizacji kosztów.

Ponowny znaczący spadek liczby uczestników Systemu Rekompensat odnotowano w 2018 r. Na skutek uchybień w prowadzeniu działalności maklerskiej, w tym nieprawidłowości w oferowaniu usług finansowych związanych ze sprzedażą obligacji GetBack SA⁶, KNF uchyliło zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej dwóm domom maklerskim, a kolejni dwaj uczestnicy Systemu podjęli decyzję o zakończeniu działalności [NBP 2018: 223]. W wyniku afery związanej z działalnością spółki GetBack SA oraz nienależycie świadczonych usług finansowych, konsumenci stracili zaufanie do instytucji finansowych i wycofali się z rynku kapitałowego, co skutkowało zmniejszeniem liczby konsumentów objętych Systemem Rekompensat (zob. wykres 6).

⁶ Przedsiębiorstwo windykacyjne GetBack SA w 2018 r. zaprzestało obsługi zobowiązań związanych z emisją obligacji, w wyniku czego duża liczba inwestorów utraciła zainwestowany kapitał. Ponadto, uchybienia dotyczyły także instytucji finansowych, które sprzedawały te obligacje bez należytej staranności – brak oceny wiedzy, doświadczenia i sytuacji konsumentów – wedle wymogów dyrektywy MiFID II (art. 25 ust. 3). Obligacje te były także oferowane przez instytucje nieposiadające zezwoleń na prowadzenie działalności maklerskiej [NBP 2019].

Uczestnicy Systemu Rekompensat są zobowiązani do corocznej wpłaty określonej sumy środków pieniężnych na rzecz Systemu Rekompensat. Środki te podlegają akumulacji i stanowią kapitał do wypłaty rekompensat. W ciągu badanych 6 lat wartość środków pieniężnych wzrastała w średnim tempie 8,27% z roku na rok. Równocześnie wartość aktywów objętych ochroną pozostawała na względnie stałym poziomie (średnio 500 mld zł). Wzrost środków pieniężnych wpłaconych przez uczestników Systemu o ponad 48% (w latach 2013–2018) przy relatywnie stałej wartości aktywów świadczy o poprawie bezpieczeństwa konsumentów usług finansowych (zob. wykres 8).



Wykres 8. Stan środków i wysokość aktywów objętych ochroną w Systemie Rekompensat w latach 2013–2018

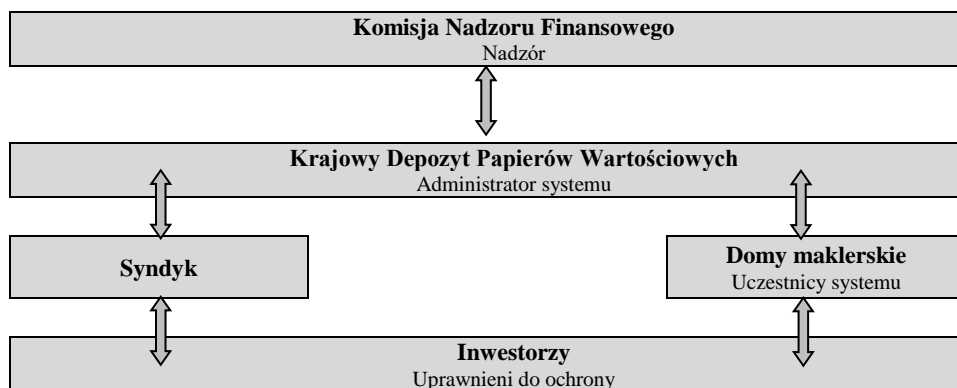
Źródło: opracowanie własne na podstawie KDPW 2020.

Analizując uwarunkowania Systemu Rekompensat, należy zwrócić uwagę na ogromną dysproporcję pomiędzy środkami wpłaconymi do Systemu a wysokością aktywów, które podlegają ochronie. W 2018 roku rozpiętość pomiędzy zakumulowanymi środkami zgromadzonymi w Systemie a aktywami zabezpieczonymi

tym Systemem wyniosła aż 215 830%. Skala rozbieżności jest tak duża, że w przypadku całkowitego załamania rynku finansowego i upadłości uczestników Systemu, System stanie się niewydolny, a konsumenci nie otrzymają rekompensaty w wysokości utraconych środków. Scenariusz taki jest bardzo mało prawdopodobny, ale biorąc pod uwagę obecny kryzys zdrowotny i związane z nim obostrzenia, nie może być całkowicie wykluczony.

Wysokość rekompensat jest zróżnicowana, ze względu na wysokość aktywów konsumentów. System Rekompensat wypłaca 100% wartości środków do wysokości równowartości 3.000 euro, a powyżej tej kwoty tylko 90%. Maksymalna wysokość roszczeń konsumenta wynosi równowartość 22000 €, niezależnie od tego, w jakiej wysokości i na ilu rachunkach posiadał środki, a także niezależnie od tego z ilu wierzycieli przysługują mu należności w danym domu maklerskim. Ponadto, kwoty rekompensat wypłaconych inwestorom pomniejszone są o należności inwestorów względem domu maklerskiego, z tytułu świadczonych usług. Warto podkreślić, że rekompensaty są płatne według terminarza wypłat do 3 miesięcy od zatwierdzenia terminarza przez KDPW, a roszczenia przedawniają się po 5 latach.

Procedura wypłaty rekompensat zakłada, że w przypadku ogłoszenia niewypłacalności lub upadłości uczestnika Systemu powoływany jest Syndyk, którego zadaniem jest ustalenie stanu wierzycieli inwestorów i sporządzenie listy inwestorów uprawnionych do wypłaty rekompensat. Systemem Rekompensat administruje Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych (KDPW), a całość Systemu nadzoruje Komisja Nadzoru Finansowego (KNF) (zob. rysunek 1).



Rysunek 1. Struktura Systemu Rekompensat

Źródło: KDPW 2020.

System Rekompensat nie został powołany w celu ochrony inwestorów przed ryzykiem poniesienia strat będących wynikiem niewłaściwie podjętych decyzji inwestycyjnych. Chroni jedynie przed niewypłacalnością podmiotów pośredniczących w obrocie instrumentami finansowymi. Prawo do rekompensaty będzie przysługiwało konsumentowi, który utracił posiadane aktywa w wyniku upadłości biura maklerskiego. Natomiast prawo do rekompensaty nie przysługuje konsumentowi, gdy na rachunku papierów wartościowych inwestora będą zapisane instrumenty finansowe i w momencie upadłości biura maklerskiego instrumenty te nadal będą zapisane na jego rachunku [KDPW 2020].

System Rekompensat jest zatem jednym z elementów, który chroni inwestorów indywidualnych, zapewniając prawo do odzyskania aktywów w przypadku upadłości instytucji pośredniczących w obrotach instrumentami finansowymi. Natomiast realną pomoc w rozwiązywaniu bieżących problemów konsumentów usług finansowych oferuje Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych (SII).

3. ROLA STOWARZYSZENIA INWESTORÓW INDYWIDUALNYCH W OCHRONIE PRAW KONSUMENTA

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych jest najstarszą i jednocześnie największą w Polsce organizacją działającą na rzecz inwestorów – konsumentów usług świadczonych przez instytucje finansowe [SII 2015]. Powstało we Wrocławiu w 1999 r. Obecnie zrzesza ponad 15 000 członków, których liczba stale wzrasta. SII wraz z organizacjami inwestorskimi Euroshareholders i Euro-investors oraz Światową Federacją Inwestorów WFIC tworzy międzynarodową społeczność inwestorów [SII 2020b]. Budowanie tej społeczności w Polsce odbywa się poprzez konferencje, działania edukacyjne, a także poprzez oferowanie profesjonalnych narzędzi, takich jak webinary analityczne, narzędzie umożliwiające personalizowanie sygnałów technicznych (ATskaner) oraz popularyzację literatury przedmiotu oferowanej przez partnerów SII, w tym również własnego czasopisma „Akcjonariusz”.

Jedną z głównych korzyści dla inwestorów indywidualnych, wynikających z działalności SII, jest zwiększanie poczucia ich bezpieczeństwa. Stowarzyszenie zapewnia wsparcie prawne i chroni prawa inwestorów [SII 2020a]. Członkowie SII mogą ubiegać się przede wszystkim o bezpłatną pomoc prawną udzielaną w formie konsultacji w zakresie interpretacji regulacji prawnych oraz zagadnień i problemów odnoszących się do rynku kapitałowego. Na zlecenie członków SII dokonuje oceny, czy w spółkach giełdowych doszło do naruszenia praw akcjonariuszy mniejszościowych. W sytuacji pojawienia się naruszeń interesów inwestorów indywidualnych, Stowarzyszenie udziela odpłatnej pomocy w zakresie

przygotowania zawiadomień do prokuratury oraz przygotowania pism procesowych, a także reprezentuje inwestorów w postępowaniach karnych i sądowych.

SII podejmuje działania w kierunku zapewnienia powszechnego dostępu do informacji. Pełny dostęp do informacji inwestorów indywidualnych bezpośrednio wpływa na ich decyzje inwestycyjne i poprawia bezpieczeństwo inwestycji. Oprócz pełnego dostępu do informacji na poziom bezpieczeństwa inwestycji inwestorów wpływa również pomoc SII w analizie bieżących komunikatów spółek giełdowych. Ponadto, SII czuwa nad przestrzeganiem reguł uczciwego obrotu i tworzeniem standardów komunikacji spółek giełdowych z inwestorami indywidualnymi. W przypadku zainteresowania udziałem większej grupy członków SII w walnych zgromadzeniach akcjonariuszy (WZA), SII angażuje się w proces ich partycypacji. W sytuacji podejmowania przez WZA decyzji niekorzystnych z punktu widzenia interesów inwestorów mniejszościowych, SII wyraża chęć pomocy przy skarżeniu uchwał WZA. Wspiera także inwestorów indywidualnych w mediacjach oraz w negocjacjach zarówno ze spółkami giełdowymi, jak i z brokerami.

Dzięki współpracy Stowarzyszenia z renomowanymi kancelariami prawnymi, SII wyraża gotowość odpłatnej pomocy członkom Stowarzyszenia oraz podmiotom niebędącym jego członkami w analizie umów inwestycyjnych, zarówno pod kątem prawnym, jak i z punktu widzenia bezpieczeństwa inwestorów. Umożliwia także sporządzenie analiz prawnych oraz pomoc przy dochodzeniu roszczeń inwestorów. W razie konieczności, SII udziela wsparcia w procesie reklamacyjnym do brokerów.

SII podejmuje również działania polegające na współpracy z organami administracji publicznej. Świadczy usługi w zakresie sporządzania wniosków o udzielenie indywidualnych interpretacji podatkowych.

Efektom działań Stowarzyszenia w zakresie poprawy bezpieczeństwa inwestorów jest przeprowadzenie wielu interwencji, głównie wobec akcjonariuszy większościowych, ale również w domach maklerskich oraz spółkach giełdowych [SII 2020a]. Działania te są podejmowane na zlecenie inwestorów, jak również z własnej inicjatywy Stowarzyszenia. Oprócz podejmowania działań interwencyjnych, SII udziela inwestorom indywidualnym ponad 2000 porad rocznie. Korzystając z usług Działu Ochrony Praw, inwestorzy otrzymują realną pomoc w rozwiązywaniu trudnych spraw, a tym samym wpływają na zwiększenie poziomu własnego bezpieczeństwa na rynku kapitałowym.

PODSUMOWANIE

Poprawa bezpieczeństwa inwestorów indywidualnych jest istotnym elementem prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego w Polsce. Jednakże dotychczasowe rozwiązania w tym zakresie są niewystarczające. Dokonując obrotu

instrumentami finansowymi na GPW za pomocą własnego rachunku inwestycyjnego, inwestorzy indywidualni zmuszeni są do korzystania z usług podmiotów pośredniczących. Z tego tytułu inwestorzy indywidualni oraz domy maklerskie, zawierając umowę zakupu–sprzedaży instrumentów finansowych, dokonują czynności prawnej. Z uwagi na fakt, że działalność inwestorów indywidualnych nie jest bezpośrednio związana z ich działalnością gospodarczą ani z ich działalnością zawodową, dowiedziono, że spełniają oni definicję konsumenta.

W opracowaniu wykazano, że inwestorzy indywidualni odgrywają bardzo istotną rolę na rynku kapitałowym, mimo, że dysponują znacznie mniejszymi zasobami finansowymi i czasowymi względem inwestorów instytucjonalnych i zagranicznych. Konsumentom usług finansowych przede wszystkim dostarczają płynności na rynek kapitałowy, zwłaszcza w obszarze alternatywnego systemu obrotu oraz w obrocie instrumentami pochodnymi. Badania pokazały, że inwestorzy indywidualni dominują pod względem udziału w rynku NewConnect (średni udział 79,68%), w rynku kontraktów terminowych (średni udział 43,41%) oraz w rynku opcji (średni udział 55,41%). Z przeprowadzonych badań równocześnie wynika, że mimo podtrzymywania obrotów na tych rynkach, inwestorzy indywidualni nie czują się wystarczająco chronieni. Dowodem tego jest masowe wycofywanie się konsumentów z rynku kapitałowego w okresie niekorzystnej koniunktury (np. w latach 2008 i 2015) oraz w okresach, w których dochodzi do nadużyć ich interesów przez instytucje finansowe (2018 r.). Obawy inwestorów indywidualnych są uzasadnione, bowiem, jak potwierdziły badania, w przypadku potencjalnego krachu na rynku kapitałowym i związanej z tym niewypłacalności instytucji prowadzących działalność maklerską, ich aktywa zostaną utracone. Wyniki badań pokazały bowiem dużą dysproporcję (215 830%), pomiędzy środkami zgromadzonymi w Systemie Rekompensat, a wartością aktywów zabezpieczanych przez ten System. Mimo, że w przypadku niewypłacalności instytucji pośredniczących w obrotach na rynku kapitałowym System narzuca ograniczenia w uzyskaniu rekompensaty, to w przypadku masowego bankructwa instytucji inwestycyjnych System będzie niewydolny.

Obawy inwestorów indywidualnych dotyczące ich bezpieczeństwa może budzić również niewielka wykrywalność przestępstw na rynku kapitałowym. Przeprowadzona analiza pokazała bowiem, że w ciągu sześciu lat wykryto tylko 199 przestępstw, które mają wpływ na inwestorów indywidualnych. Przestępstwa te w głównej mierze (83) dotyczyły złamania przepisów prawa wynikającego z ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz ustawy o funduszach inwestycyjnych. Należy jednak domniemywać, iż nadużyć względem inwestorów indywidualnych jest znacznie więcej, czego dowodem jest działalność SII w zakresie oferowania usług zwiększających zakres ich ochrony.

Oprócz niedostatecznego zaplecza finansowego Systemu Rekompensat i niskiej wykrywalności przestępstw przeciw interesom inwestorów indywidualnych,

analiza bezpieczeństwa konsumentów usług finansowych w Polsce ujawniła również brak spójności instytucjonalnej w tym zakresie. Rozproszenie instytucjonalne pomiędzy Rzecznika Finansowego, KDPW oraz ewentualne kancelarie prawne stanowi bowiem istotną barierę w zapewnieniu bezpieczeństwa usług finansowych. Wymienione instytucje zwykle oferują pomoc w przypadku naruszenia interesów inwestorów indywidualnych, a ich działalność prewencyjna jest znikoma. Lukę tę wypełnia Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, które w swojej ofercie zawarło cały wachlarz usług wpływających na poprawę bezpieczeństwa inwestorów indywidualnych.

Na podstawie powyższych konstatacji wysuwa się wnioski, że na rynku kapitałowym w Polsce występują dwa rodzaje ochrony konsumentów – ochrona bezpośrednia oraz ochrona pośrednia. Bezpośrednią ochronę konsumenta oferuje KDPW (System Rekompensat) oraz Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, w zakresie bezpośrednich interwencji w sytuacji naruszenia interesów inwestorów indywidualnych (np. pomoc prawna, reprezentacja inwestorów w postępowaniach karnych i sądowych, itp.). Ochrona pośrednia polega na podejmowaniu działań mających na celu zwiększenie poziomu bezpieczeństwa inwestorów indywidualnych, będącego konsekwencją podejmowania świadomych decyzji inwestycyjnych. Do działań tych należy zaliczyć przede wszystkim działalność edukacyjną, konsultacje analityczne, narzędzia analityczne czy popularyzację literatury przedmiotu. Jak pokazuje przykład SII, zakres ochrony konsumentów oferowany przez instytucje odpowiedzialne za prawidłowe funkcjonowanie rynku kapitałowego, powinien być spójny i zintegrowany. Zmniejszanie deficytów informacyjnych oraz deficytów edukacyjnych, podobnie jak wyrównanie strat wynikających z utraty wartości posiadanych zasobów w wyniku niewypłacalności biur maklerskich, w równym stopniu wpisuje się w procedurę zwiększania bezpieczeństwa i chroni konsumentów przed wymiernymi stratami na skutek działalności inwestycyjnej na rynku kapitałowym.

BIBLIOGRAFIA

- Cichorska J. (red.), 2015, *Zarządzanie portfelem inwestycyjnym. Inwestor indywidualny na rynku finansowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice.
- DKN przy Rzeczniku Finansowym, 2019, *Nieprawidłowości na rynku finansowym a ochrona konsumenta*, Rzecznik Finansowy, Warszawa, https://rf.gov.pl/pdf/DKN_Raport_nieprawidlowosci_wrzesien2019.pdf [dostęp 15.09.2020].
- Dyrektywa PE i Rady (UE) 2002/65/WE z dnia 23.09.2002 r. dotycząca sprzedaży konsumentom usług finansowych na odległość oraz zmieniająca dyrektywę Rady 90/619/EWG oraz dyrektywy 97/7/WE i 98/27/WE.
- Dyrektywa PE i Rady 2005/29/WE z dnia 11.05.2005 r. dotycząca nieuczciwych praktyk handlowych stosowanych przez przedsiębiorstwa wobec konsumentów na rynku wewnętrznym oraz zmieniająca dyrektywę 84/450/EWG, dyrektywy 97/7/WE, 98/27/WE i 2002/65/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i rozporządzenie 2006/2004.

- Dyrektywa PE i Rady 2011/83/UE z dnia 25.10.2011 r. w sprawie praw konsumentów, zmieniająca dyrektywę Rady 93/13/EWG i dyrektywę 1999/44/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylającą dyrektywę Rady 85/577/EWG i dyrektywę 97/7/WE Parlamentu Europejskiego i Rady Tekst mający znaczenie dla EOG.
- Dyrektywa PE i Rady 2013/11/UE z dnia 21.05.2013 r. w sprawie alternatywnych metod rozstrzygnięcia sporów konsumenckich oraz zmiany rozporządzenia (WE) nr 2006/2004 i dyrektywy 2009/22/WE (dyrektywa w sprawie ADR w sporach konsumenckich).
- Dyrektywa PE i Rady 97/9/WE z dnia 3.03.1997 w sprawie systemów rekompensat dla inwestorów.
- Frączek B., Mitręga-Niestrój K., 2015, *Regulacyjno-instytucjonalne ramy ochrony konsumentów na rynku usług finansowych – wybrane doświadczenia międzynarodowe*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie”, nr 2(938), doi: 10.15678/ZNUEK.2015.0938.0201.
- Gnela B., 2007, *Ochrona konsumenta usług finansowych. Wybrane zagadnienia*, Wolters Kluwer, Warszawa.
- GPW, 2017, *Zagregowane wyniki badania dot. udziału inwestorów w obrotach instrumentami finansowymi*, www.gpw.pl [dostęp 15.09.2020].
- GPW, 2020, *Udział inwestorów w obrotach giełdowych*, www.gpw.pl [dostęp 15.09.2020].
- Iwanicz-Drozdowska M., Nowak A., Kitala R., 2009, *Produkty finansowe i edukacja finansowa w Polsce na tle wybranych krajów wysokorozwiniętych. Raport z badań*, Wydawnictwo SGH, Warszawa.
- Janik B., 2007, *System rekompensat dla inwestorów giełdowych w Polsce na tle rozwiązań zagranicznych*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań–Gdańsk.
- KDPW, 2018, *Raport Roczny KDPW za rok 2018*, <https://www.kdpw.pl/pl/KDPW/publikacje/Documents/Raporty/raport2018.pdf> [dostęp 15.09.2020].
- KDPW, 2020, *Podstawy prawne oraz zasady funkcjonowania Systemu Rekompensat w Polsce*, <https://www.kdpw.pl/pl/KDPW/publikacje/Documents/publikacje/SystemRekompensat.pdf> [dostęp 15.09.2020].
- Llewellyn D., 1999, *The Economic Rationale for Financial Regulation*, „Occasional Paper Series. The Financial Services Authority”, no. 1.
- NBP, 2014, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2013 r.*, Warszawa.
- NBP, 2015, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2014 r.*, Warszawa.
- NBP, 2016, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2015 r.*, Warszawa.
- NBP, 2017, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2016 r.*, Warszawa.
- NBP, 2018, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2017 r.*, Warszawa.
- NBP, 2019, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2018 r.*, Warszawa.
- Rutkowska-Tomaszewska E., 2020a, *Current trends in consumer protection regulations in the financial services market in Poland*, [w:] S. Smyczek (ed.), *Consumer Rights Protection. Threats and opportunities for enhancing consumer awareness*, Publishing House of the University of Economics in Katowice, Katowice.
- Rutkowska-Tomaszewska E., 2020b, *Prawo ochrony konsumenta usług finansowych w świetle założenia racjonalnego ustawodawcy — kilka wybranych uwag*, „Acta Universitatis Wratislaviensis”, nr 3978, t. 120, doi: <https://doi.org/10.19195/0137-1134.120.85>.
- Rzecznik Finansowy, 2017, *Inwestycje nie zawsze bezpieczne*, https://rf.gov.pl/wp-content/uploads/2020/05/obligacje_korporacyjne_analiza_RF_2017.pdf [dostęp 15.09.2020].
- Rzecznik Finansowy, 2018, *Problemy klientów na „rynku forex”*, https://rf.gov.pl/wp-content/uploads/2020/05/Forex_raport_RF_2018.pdf [dostęp 15.09.2020].
- SII, 2015, *Statut Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych*, http://www.sii.org.pl/static/img/000010/Statut_SII_20110122.pdf [dostęp 15.09.2020].
- SII, 2019, *Ogólnopolskie Badanie Inwestorów – OBI 2019*, SII, Wrocław [dostęp 15.09.2020].
- SII, 2020a, *Dział Ochrony Praw*, <https://www.sii.org.pl/5/ochrona-praw.html#ak5> [dostęp 15.09.2020].

- SII, 2020b, *O Stowarzyszeniu*, <http://www.sii.org.pl/3/stowarzyszenie.html#ak3> [dostęp 15.09.2020].
- Sójka T., 2016, *Cywilnoprawna ochrona inwestorów korzystających z usług maklerskich na rynku kapitałowym*, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Szczepańska K., 2011, *Pojęcie konsumenta w „dyrektywach konsumenckich” Unii Europejskiej i orzecznictwie Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej – wybrane aspekty prawne*, „Zeszyt Studencki Kół Naukowych Wydziału Prawa i Administracji UAM”, nr 1, https://repozytorium.amu.edu.pl/bitstream/10593/13771/1/17_SZCZEPA%c5%83SKA.pdf [dostęp 15.09.2020].
- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks Cywilny, Dz.U. 1964, nr 16, poz. 93.
- Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, Dz.U. 2004, nr 146, poz. 1546
- Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o o obligacjach, Dz.U. 2015, poz. 238.
- Ustawa z dnia 29 maja 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. 2005, nr 183, poz. 1538.

CONSUMER PROTECTION ON THE CAPITAL MARKET IN POLAND

Abstract

The proper functioning of the capital market is determined by maintaining the required level of security of its participants. Due to numerous threats, the capital market is particularly demanding for consumers who trade financial instruments at their own risk (individual investors). The main threats include, first of all, information deficits, volatile market conditions, as well as unfair market practices and bankruptcy of brokerage houses in which they keep financial instruments or cash.

The aim of the study is to indicate the scope of protection of consumers of financial services on the capital market. The study hypothesizes that the protection of consumers on the capital market is insufficient and requires the introduction of comprehensive solutions for a consistent protection system.

Two research methods are used in the article. The first method is the analysis of documents and legal acts. Its purpose is to present the scope of granting protection to consumers of brokerage services. The second research method is the empirical analysis of dynamics, the purpose of which is to identify trends and dynamics of changes in the activity of consumers of brokerage services.

Keywords: consumer protection, individual investors, Compensation System, brokerage services, capital market.

Przyjęto/Accepted: 25.11.2020
Opublikowano/Published: 31.12.2020

WPŁYW RAPORTOWANIA DANYCH NIEFINANSOWYCH NA ZMNIEJSZENIE LUKI WARTOŚCI

mgr Alladyn Elmgasbi

Instytut Finansów, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-6413-2163>

Streszczenie

Różnice w postrzeganiu wartości od lat stanowią źródło konfliktu pomiędzy kierownictwem przedsiębiorstwa a inwestorami. Przyczyn rozbieżności upatrywano w danych pozafinansowych. Choć zagadnienie raportowania danych niefinansowych jest szeroko poruszonym tematem w literaturze przedmiotu, to początkowo nie istniały żadne wytyczne określające jak, i w jaki sposób te dane powinny być raportowane. Ponadto, publikacja tych danych miała jedynie na celu budowanie zaufania i tworzenie pozytywnego wizerunku. W niniejszym artykule przeanalizowano wpływ raportowania danych niefinansowych dotyczących ochrony środowiska na wartość przedsiębiorstwa. Za miernik wartości przedsiębiorstwa przyjęto wartość kapitalizacji rynkowej.

Słowa kluczowe: luka wartości, asymetria informacji, dane niefinansowe, standardy raportowania.

JEL Class: G32.

WSTĘP

W obecnych czasach przedsiębiorstwa są odpowiedzialne nie tylko za ekonomiczne konsekwencje swojej działalności, ale również za wpływ na otoczenie zewnętrzne. Z perspektywy interesariuszy, osiągnięcie celów środowiskowych i społecznych przez przedsiębiorstwo jest równie istotne co osiągnięcie celów finansowych [Villiers i Staden 2010: 227–240]. Wzrost znaczenia danych niefinansowych stworzył nowe problemy dla badaczy w kwestii ich identyfikacji i pomiaru.

Jak zauważa G. Urbanek, obecnie jednym z najtrudniejszych wyzwań jest wykazanie wpływu publikacji tych informacji na tworzenie wartości przedsiębiorstwa [Urbanek 2016: 339–348].

Oczekiwania inwestorów dotyczące rozwoju sprawozdawczości były ukierunkowane na zwiększenie przejrzystości, zakresu ujawnianych informacji o charakterze niefinansowym, w tym informacji pozwalających na prognozę sytuacji przedsiębiorstwa w przyszłości oraz zwiększenie publikowanych dobrowolnych ujawnień [Krasodomska: 2014: 17].

W artykule zostaną przedstawione wyniki badań na temat wpływu publikacji danych niefinansowych obejmujących zagadnienia ochrony środowiska dla spółek i grup kapitałowych notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Badania zostały przeprowadzone na podstawie danych panelowych za lata 2014–2018, dla których publikowane były dane niefinansowe. W analizie wykorzystano regresję panelową ze stałymi efektami, dostępną w programie GRETL.

W pracy postawiono następujące pytanie badawcze:

Czy ujawnianie informacji niefinansowych dotyczących ochrony środowiska wpływa na wartość przedsiębiorstwa?

Do powyższego pytania badawczego postawiono następującą hipotezę badawczą:

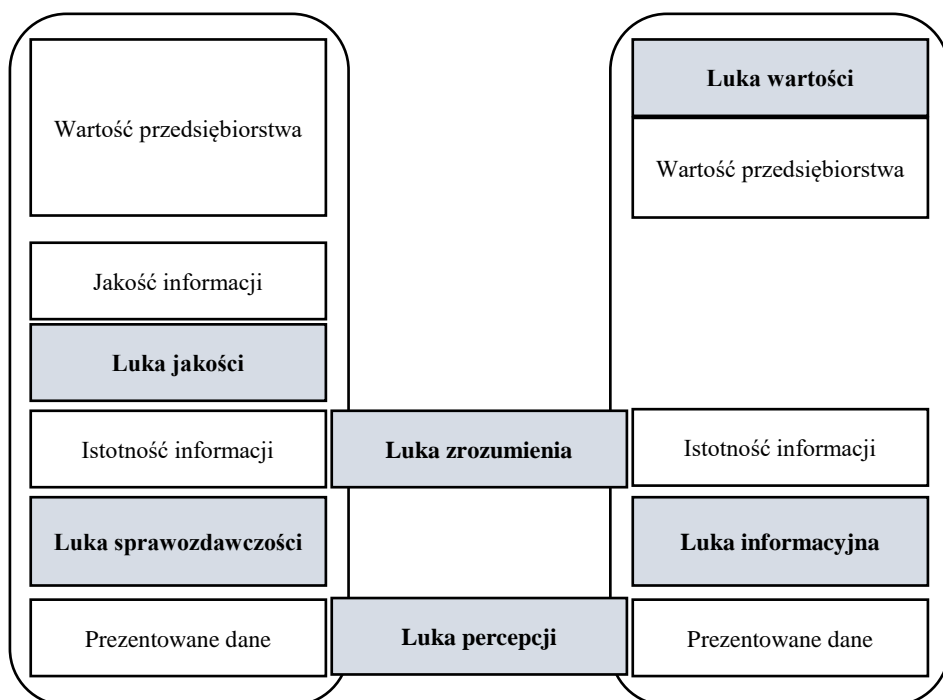
Publikacja informacji niefinansowych dotyczących ochrony środowiska ma istotny statystycznie wpływ na wartość przedsiębiorstwa.

1. TEORIA ASYMETRII INFORMACJI W KONTEKŚCIE LUKI WARTOŚCI

Zarówno interesariusze wewnętrzni, jak i zewnętrzni wskazują na istotne różnice w postrzeganiu potencjalnych źródeł i obszarów tworzenia wartości przedsiębiorstwa. Brak zgodności pomiędzy nimi między jest spowodowany zróżnicowaniem posiadanego dostępu do informacji (asymetrii informacji). Zjawisko to wpływa na wycenę i niejednokrotnie powoduje, że wartość przedsiębiorstwa, z punktu widzenia kadry zarządzającej, przewyższa wartość rynkową oszacowaną przez

inwestorów. Powstała różnica wskazuje na występowanie luki wartości [Blajer-Gołębiowska 2012: 9].

Na lukę wartości składa się: luka informacyjna, luka zrozumienia, luka jakościowa, luka w sprawozdawczości oraz luka percepcji [Eccles i in. 2001: 130]. Schemat występowania luki wartości i powstawania jej poszczególnych elementów przedstawia rysunek 1.



Rysunek 1. Schemat występowania luki wartości

Źródło: opracowanie własne na podstawie Mikołajewicz 2012.

Luka informacyjna (*information gap*) stanowi różnicę pomiędzy poziomem zaspokojenia potrzeb informacyjnych użytkownika a wagą jaką jest im przypisywana [Śnieżek i Wiatr 2016: 21–30]. Luka zrozumienia (*understanding gap*) stanowi różnicę pomiędzy wagą, jaką zarząd przedsiębiorstwa i inwestorzy przykładają do danego obszaru tworzącego wartość, co prowadzi do różnicy w ocenie istotności określonych wskaźników. Luka jakościowa (*quality gap*) to różnica w istotności, jaką zarząd spółki przypisuje danym obszarom, a poziomem wiarygodności i rzetelności informacji w nich zawartych. Luka sprawozdawczości (*reporting gap*) wskazuje na różnicę między poziomem znaczenia przypisywanego

danym obszarom przez podmiot a poziomem aktywności w ich właściwym raportowaniu. Luka percepcji (*perception gap*) stanowi różnicę pomiędzy odczuciem zarządu przedsiębiorstwa w stosunku do raportowanych danych a dokładnością jego postrzegania i odbioru przez inwestorów [*Przewodnik dla przedsiębiorstw*, 2013: 14].

Asymetria informacji nie ogranicza się jedynie do dostępu do danych, lecz obejmuje również ograniczenia związane z przetwarzaniem i rozumieniem tych informacji [Kubiak 2003: 16]. Samo zjawisko nie powoduje wyłącznie powstawanie luki wartości, ale również generuje dodatkowe koszty. Strona będąca poszkodowaną w tej sytuacji musi dodatkowo weryfikować nowe transakcje (asymetria *ex ante*) i monitorować już zawarte (asymetria *ex post*) [Czapiewski i Kubiak 2013: 70]. Asymetria informacji ma swoje konsekwencje zarówno w skali mikro, jak i makro. Dotychczasowo omówione zagadnienia dotyczyły skali mikro. W skali makro zjawisko to związane jest z problemem efektywności rynku, gdyż wpływa na efektywność alokacji zasobów. Rynek kapitałowy uznawany jest za efektywny, gdy dostępne informacje są odzwierciedlone w cenie papierów wartościowych [Jajuga 1998: 88–89].

Jedną z form łagodzenia występowania asymetrii informacji jest raportowanie danych niefinansowych, w tym głównie dotyczących trzech obszarów: spraw społecznych, ochrony środowiska oraz ładu korporacyjnego [Tylec 2018: 304].

Rozwój sprawozdawczości podmiotów gospodarczych stanowi odpowiedź na rosnące potrzeby informacyjne użytkowników raportów [Śnieżek i Wiatr 2016: 22]. Jak zauważa W. Skoczylas, szerszy zakres ujawnianych informacji stanowi podstawę budowy zaufania i kreowania własnej wiarygodności. Eliminacja luki wartości przyczynia się nie tylko do wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstwa, ale również do poprawy wizerunku [Skoczylas 2012: 407].

2. RAPORTOWANIE DANYCH NIEFINANSOWYCH W ŚWIETLE AKTUALNYCH PRZEPISÓW PRAWNYCH I BADAŃ

Na przestrzeni ostatnich lat, sprawozdawczość pozafinansowa była szeroko poruszonym tematem [Marcinkowska 2004; Bek-Gaik i Krasodomska: 2018; Kawacki: 2018; Walińska i in. 2018]. Informacja niefinansowa stała się jednym z istotnych przedmiotów dyskusji pomiędzy różnymi grupami interesariuszy [Zyznarska-Dworeczak 2016: 219]. Rozwój tej dziedziny należy upatrywać w ruchach oddolnych, dokonywanych przez organizacje krajowe i międzynarodowe, jak i instytucje takie jak Komisja Europejska.

W 2014 r. w życie weszła Dyrektywa 2014/95/UE ws. ujawniania informacji niefinansowych i informacji dotyczących różnorodności. Jako jedną z przesłanek uzasadniających wprowadzenie tej Dyrektywy wskazano chęć zwiększania

spójności i porównywalności informacji pozafinansowych ujawnianych wśród krajów UE. W Polsce, od stycznia 2017 r., obowiązują przepisy nowelizacji ustawy o rachunkowości wdrażające do polskiego prawa tę dyrektywę. Tym sposobem, od 2018 r. polskie spółki i grupy kapitałowe są zobowiązane składać oświadczenie na temat informacji niefinansowych wraz ze sprawozdaniem ze swojej działalności. Obowiązek ten ma zastosowanie tylko do dużych podmiotów, będących jednostkami zainteresowania publicznego, zatrudniających co najmniej 500 pracowników i spełniających jeden z dwóch kryteriów finansowych: 85 mln zł sumy aktywów bilansu na koniec roku obrotowego lub 170 mln zł przychodów netto ze sprzedaży towarów i produktów za dany rok obrotowy. Zgodnie z art. 49b ustawy o rachunkowości (UoR), oświadczenia powinny zawierać opisy stosowanych przez spółki polityk w odniesieniu do: zagadnień społecznych, spraw pracowniczych, zrównoważonego rozwoju, poszanowania praw człowieka, środowiska naturalnego i przeciwdziałaniu korupcji.

Przed wejściem w życie postanowienia Dyrektywy, w Polsce obowiązywały zasady raportowania CSR, które częściowo miały charakter dobrowolny. Warto również zaznaczyć, że w przypadku podmiotów należących do sektorów szczególnie oddziałujących na środowisko naturalne istniał obowiązek ujawniania danych niefinansowych w zakresie ochrony środowiska [Adamek-Hyska i in. 2019: 70–76].

Spółka może ustalić własne zasady raportowania bądź wykorzystać dowolne krajowe, unijne lub międzynarodowe standardy, lecz sporządzając oświadczenie lub odrębny raport niefinansowy ma ona obowiązek wskazać, z jakich zasad standardów skorzystała i muszą być one spójne z wymogami nowej Dyrektywy.

W 2017 r. Komisja Europejska opublikowała wytyczne dotyczące sprawozdawczości niefinansowej, której celem jest zwiększenie przejrzystości, a także zachęcenie przedsiębiorstw do przyjęcia bardziej zrównoważonego podejścia w kwestii prowadzonej działalności. W 2019 r. Komisja Europejska uwzględniła nowe wytyczne obejmujące zagadnienia związane z klimatem.

Najszerzej stosowanymi wytycznymi w zakresie raportowania danych niefinansowych są standardy opracowane przez międzynarodową organizację GRI¹. Najnowszy standard oznaczony jest symbolem GRI Standards. Wytyczne GRI odwołują się do międzynarodowych standardów, w tym: Wytyczne OECD dla przedsiębiorstw wielonarodowych, 10 Zasad ONZ Global Compact, Wytyczne ONZ dotyczące biznesu i praw człowieka. Raport zgodny ze standardami GRI zapewnia całościowy obraz kluczowych zagadnień dla przedsiębiorstwa, ich skutków i sposobu zarządzania nimi. Organizacje mogą korzystać ze wszystkich lub z wybranych standardów GRI do raportowania określonych informacji.

¹ Global Reporting Initiative.

Kolejnym standardem raportowania informacji pozafinansowych jest SIN². Jest to oddolna inicjatywa koordynowana przez Fundację Standardów Raportowania oraz Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych. SIN umożliwia przedsiębiorstwom wypełnienie obowiązków raportowania danych niefinansowych określonych w Dyrektywie 2014/95/UE. Standardy te mogą być stosowane nie tylko przez spółki giełdowe, ale też przez inne podmioty, w tym instytucje i organizacje. Korzystanie z SIN jest bezpłatne.

Kolejną publikacją w zakresie raportowania niefinansowego są wytyczne przedstawione przez IIRC³. Obejmują one zagadnienia związane z raportowaniem zintegrowanym. Raport zintegrowany łączy dane finansowe i niefinansowe w jednym dokumencie, tworząc tym samym całościowy obraz sytuacji w przedsiębiorstwie. Pomocny w przygotowaniu raportu zintegrowanego może być *Przewodnik dla przedsiębiorstw* wydany przez Ministerstwo Gospodarki w 2013 r. Przewodnik został opracowany z myślą o wspieraniu w budowaniu wiarygodności i transparentności.

Standaryzacja procesów raportowania danych niefinansowych przynosi wiele korzyści, zarówno dla obiorców, jak i sporządzających raport. Dane są przejrzyste i mogą być porównywane pomiędzy podmiotami. Należy jednak mieć świadomość, że wszelkie formy uogólnienia pomijają kwestie specyfiki danej branży i sektora oraz specyfiki kraju, w którym prowadzona jest działalność.

Analiza raportów spółek giełdowych wykazała, że z roku na rok lepiej i obszerniej prezentują informacje niefinansowe. Pojawia się jednak pytanie, czy rozszerzona sprawozdawczość jest wykorzystywana i czy można uznać, że publikacja informacji niefinansowych pomaga ocenić lub skorygować podjętą decyzję inwestycyjną [Cebrowska 2001: 12].

Jedna z pierwszych prac podejmujących problematykę użyteczności raportów rocznych pochodzi z 1986 r. Autorka zwraca uwagę, że ówczesne badania koncentrowały się na analizie zawartości niż na opinii ich użytkowników. Grupa odbiorców raportów rocznych jest bardzo zróżnicowana, jednak największą grupę stanowią akcjonariusze oraz analitycy finansowi, od których zależy wiele decyzji inwestycyjnych na rynkach kapitałowych [Day 1986: 295–307].

N.J.H. Lorraine, D.J. Collison i D.M. Power zwracają uwagę, że obszar badań obejmujących wpływ ujawnień informacji środowiskowych oraz społecznych na kształtowanie wartości firmy jest bardzo interesujący [Lorraine i in. 2004: 7–26].

C. de Villiers oraz C.J. van Stadek ustalili, że akcjonariusze z Wielkiej Brytanii, Stanów Zjednoczonych oraz Australii byli zainteresowani zwiększeniem ujawnień obejmujących tematy środowiskowe, społeczne i ekonomiczne [Villiers i Staden 2010: 227–240].

² Standard Informacji Niefinansowych.

³ International Integrated Reporting Council.

Jak podaje J. Krasodomska, liczba publikacji zajmujących się badaniem opinii użytkowników rocznych raportów wzrosła już w latach 90., przy czym wysoki wynik osiągnęła dopiero w ostatnich latach. Obecnie kluczowym problemem badawczym jest określenie istotnych elementów raportu rocznego [Krasodomska 2014: 202–240]. Dotychczasowe badania nie udzielają jednak jednoznacznej odpowiedzi na to, czy informacje zawarte w raportach spółek spełniają oczekiwania ich odbiorców [Micherda 2012: 141].

Ujawnienia informacji społecznych i środowiskowych sprzyja zmniejszeniu asymetrii informacji. Badania D. Dziawgo pokazują, że inwestorzy indywidualni przy zakupie akcji kierują się również takimi czynnikami jak: pozycja rynkowa, renoma, marka, branża i otoczenie makroekonomiczne, strategia spółki, CV członków zarządu, plany oraz przyszły inwestycje, struktura dostawców i odbiorców [Dziawgo 2011: 239–241].

Do przeciwnych wniosków doszli R. Orens i N. Lybaert, którzy wskazują, że inwestorzy w podejmowaniu decyzji nie wykorzystują informacji niefinansowych za wyjątkiem informacji prospektywnych oraz tych, dotyczących struktury przedsiębiorstwa [Orens i Lybaert 2007: 237–271].

Chan oraz Milne ustalili, że ujawnienia informacji z niefinansowych obszarów środowiskowych i społecznych nie wpływają na podejmowane przez inwestorów decyzje, lecz mogą być one kluczowe w sytuacji, gdy obszary te mają istotny wpływ na generowanie przyszłych przepływów pieniężnych [Milne i Chan 1999: 439–457].

3. BADANIE

Próba składa się z największych spółek i grup kapitałowych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie należących do indeksów giełdowych WIG20, mWIG40 lub sWIG80. Z grupy badawczej zostały wykluczone spółki z sektorów należących do makrosektora „Finanse”, przyjmując, że podmioty te charakteryzują się inną specyfiką prowadzonej działalności, co przekłada się na inny charakter prowadzonej sprawozdawczości. Dane pozyskano ze skonsolidowanych raportów rocznych, raportów zintegrowanych i raportów CSR sporządzonych za okres 2014–2018 i udostępnionych na stronach internetowych tych podmiotów oraz stronie internetowej Stooq, z której pozyskano informacje o cenie akcji na określony dzień bilansowy podmiotów. Dane były zbierane ręcznie w okresie od lipca do października 2019 r. W rezultacie, badanie zostało przeprowadzone na próbie niezbilansowanej liczącej 90 jednostek w 5 okresach. Badania zostały przeprowadzone przy wykorzystaniu regresji panelowej ze stałymi efektami.

Za zmienną objaśnianą, określającą wartość przedsiębiorstwa, przyjęto wartość kapitalizacji rynkowej (w mln zł), która wyznaczona jest na koniec roku obrotowego danego podmiotu. Zmienne objaśniające mają charakter zero-jedynkowy, co oznacza, że gdy spółka informuje o wielkości danego zjawiska, wyrażonego w formie ilościowej lub wartościowej, to wskaźnik przyjmuje wartość 1, a w przeciwnej sytuacji wskaźnik przyjmuje wartość 0. Wśród zmiennych objaśniających znajdują się:

- emisja CO₂ (CO₂);
- zużycie energii (Energia);
- pobór wody (Woda);
- wygenerowane odpady (Odpady);
- kary i koszty środowiskowe (Srodo).

W ramach artykułu przeanalizowano wpływ zmiennych objaśniających na zmienną objaśnianą w poszczególnych makrosektorach: „Chemia i Surowce”, „Dobra Konsumpcyjne”, „Handel i Usługi”, „Ochrona Zdrowia”, „Paliwa i Energia”, „Produkcja Przemysłowa i Budowlano-Montażowa” oraz „Technologie”. W tym celu zostało stworzonych osiem modeli, oszacowanych przy błędach standardowych parametrów według odpornej heteroskedastyczności (robust HAC).

Statystyki opisowe dotyczące kapitalizacji rynkowej oraz liczba obserwacji dla poszczególnych zmiennych objaśniających zostały przedstawione w tabeli 1.

Kapitalizacja rynkowa w określonej zbiorowości jest zróżnicowana. Najniższa wartość znajduje się w makrosektorze „Technologie” – 10,81 mln zł, a najwyższa w makrosektorze „Paliwa i Energia” – 46 256,73 mln zł. Warto również zwrócić uwagę na liczbę publikowanych informacji. Najwięcej informacji z zagadnienia ochrony środowiska zostało opublikowanych przez podmioty należące do makrosektora „Produkcja Przemysłowa i Budowlano-Montażowa”. Jest to spowodowane tym, że jest on najliczniejszy, bo składa się z 82 podmiotów. Ponadto, obok „Chemia i Surowce” oraz „Paliwa i Energia”, te trzy makrosektory charakteryzują się największym negatywnym wpływem na środowisko naturalne. Najmniej opublikowanych wybranych informacji środowiskowych odnotowano w makrosektorze „Ochrona Zdrowia”, „Technologie” oraz „Handel i Usługi”, co prawdopodobnie wiąże się z faktem, że sektory te nie oddziałują negatywnie na środowisko naturalne.

Wyniki badań regresji panelowej dla wszystkich modeli zostały przedstawione w tabeli 2.

Test Pearsona chi-kwadrat wykazał, że należy odrzucić hipotezę zerową, mówiącą o niezależności zmiennych objaśniających. W badaniu dla sektorów „Dobra Konsumpcyjne”, „Handel i Usługi”, „Ochrona Zdrowia” oraz „Technologie” program GRETl sam pominął zmienne cechujące się ścisłą współliniowością. Najczęściej wykluczana była zmienna Srodo (informacje o karach i kosztach środowiskowych).

Tabela 1. Statystyki opisowe

Makrosektor	N	Kapitalizacja Rynkowa (mln zł)				CO2	Energia	Woda	Odpady	Srodo
		Min	Max	Średnia	Odczylenie standardowe					
Całość	369	10,81	46 256,73	3 344,99	6 659,26	103	112	86	104	36
Handel i Usługi	45	10,81	13 995,07	2 084,13	2 908,33	4	11	5	4	0
Technologie	40	80,80	15 899,11	2 793,78	4 567,12	4	14	4	9	2
Dobra Konsumpcyjne	45	68,98	16 201,38	2 842,66	3 774,83	10	12	11	16	2
Chemia i Surowce	80	93,44	22 240,00	2 913,77	4 579,80	27	29	25	20	10
Produkcja Przemysłowa i Budowlano-Montażowa	82	121,54	4 903,06	908,00	1 044,91	28	31	19	32	10
Ochrona Zdrowia	30	72,03	1 655,56	595,22	520,10	2	3	3	3	2
Paliwa i Energia	47	381,18	46 256,73	12 243,20	13 358,10	28	12	19	20	10

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 2. Wyniki badań regresji panelowej z ustalonymi efektami dla wszystkich analizowanych modeli

	Model 1 (Caość)	Model 2 (Chemia i Surowce)	Model 3 (Dobra Konsump- cyjne)	Model 4 (Handel i Usługi)	Model 5 (Ochrona Zdrowia)	Model 6 (Paliwa i Energia)	Model 7 (Produkcja Przemysłowa i Budowlano- -Montażowa)	Model 8 (Technolo- gie)
wyraz wolny	3122,89*** (213,583)	2892,47*** (213,329)	2498,13*** (263,684)	1887,38*** (391,362)	649,801*** (0)	10584,9*** (2040,98)	880,076*** (70,085)	2565,68** * (126,47)
CO2	48,568 (822,174)	-229,257 (440,463)	1216,48 (875,321)	-2285,81 (2157,69)	-334,441*** (0)	-727,867 (3695,92)	-11,682 (164,293)	-893,285 (960,694)
Energia	-254,324 (957,945)	2465,51 (1898,56)	-1004,76** (342,684)	668,953*** (0)	-322,849*** (0)	-1908,58 (4449,1)	-545,816*** (102,814)	518,377* (246,045)
Woda	392,541 (970,472)	-3146,76 (2338,73)	-232,165 (630,826)	-418,366*** (122)		6308,75 (5404,18)	431,921 (375,604)	
Odpady	956,61 (848,185)	941,202 (731,701)	1121,89*** (142,995)	3182,55 (4465,45)		1964,28 (3294,57)	437,487 (270,111)	
Stodo	-772,447 (534,69)	-376,16 (968,449)				-3793 (3309,55)	-266,872 (195,164)	
N	369	80	45	45	30	47	82	40
Dostosowane R-kwadrat	3,3%	18,8%	10,9%	13,9%	18,9%	15,5%	11,7%	40,7%

Źródło: opracowanie własne.

Publikacja informacji o emisji dwutlenku węgla okazała się być zmienną istotną statystycznie jedynie w spółkach należących do makrosektora „Ochrona Zdrowia”. Zmienna ta wpływa negatywnie na wielkość kapitalizacji rynkowej.

Najczęściej istotna statycznie okazała się być zmienna Energia. Znaki przy parametrach wskazują, że publikacja danych o zużyciu energii ma zarówno pozytywny, jak i negatywny wpływ na zmienną objaśnianą. Negatywny wpływ zanotowały spółki z makrosektorów: „Dobra Konsumpcyjne”, „Ochrona Zdrowia”, „Produkcja Przemysłowa i Budowlano-Montażowa”. Dodatni wpływ wskazują spółki z makrosektorów „Handel i Usługi” oraz „Technologie”. Co ciekawe, zmienna ta okazała się być nieistotna dla makrosektora „Paliwa i Energia”, co oznacza, że wśród spółek energetycznych informacja o zużyciu energii nie ma wpływu na wartość wyemitowanych przez nich akcji.

Zmienna Odpady, dotycząca publikacji danych o wygenerowanych odpadach, była istotna statystycznie jedynie w modelu 3 („Dobra Konsumpcyjne”). Wraz z publikacją tych informacji rośnie wartość kapitalizacji rynkowej, co oznacza, że podmioty należące do tego makrosektora powinny dążyć do poszerzania sprawozdawczości z tego obszaru.

Informacje o karach środowiskowych (Srodo) okazały się negatywnie wpływać na kapitalizację rynkową we wszystkich modelach, lecz w żadnym nie w modelu nie była to zmienna istotna.

Związek pomiędzy charakterem prowadzonej działalności a zasięgiem oddziaływania na środowisko nie został potwierdzony w badaniach. Oczekiwałoby się, że zmienne objaśniające będą miały istotny wpływ na wartość podmiotów należących do tych sektorów, które najmocniej oddziałują na środowisko („Paliwa i Energia”, „Chemia i Surowce”, „Produkcja Przemysłowa i Budowlano-Montażowa”).

Wyjaśnienie zmienności zmiennej objaśnianej różni się pomiędzy modelami. W modelu 1 zmienność została wyjaśniona w zaledwie 3,3%. Najwyższy wynik pojawił się w modelu 8 dla makrosektora „Technologie” – 40,7%, a najniższy w modelu 5 dla makrosektora „Dobra konsumpcyjne” – 10,9%.

PODSUMOWANIE

Dotychczasowe oparcie sprawozdawczości przede wszystkim na danych finansowych spowodowało powstanie różnic w wycenie dokonywanej przez kadrę zarządzającą a inwestorami. Każda ze stron dostrzegała inną wartość, co doprowadziło to powstania luki [Michalczuk i Mikulska 2015: 105–112]. Z pomocą miało przyjść zwiększenie raportowania o dane pozafinansowe.

Za sprawą nowych regulacji prawnych i oddolnych inicjatyw, raportowanie danych niefinansowych na przestrzeni ostatnich lat bardzo się rozwinęło.

Pojawiły się nowe rodzaje raportów, w tym raporty CSR i raporty zintegrowane lub rozszerzono zakres ujawnień w już istniejących raportach. To zrodziło nowe obowiązki sprawozdawcze, z powodu których powstały wątpliwości dotyczące sposobu i zakresu obowiązkowych ujawnień [Szwajca i Nawrocki 2016: 299–310].

Celem artykułu była weryfikacja wpływu publikacji danych niefinansowych dotyczących ochrony środowiska na wartość przedsiębiorstwa, co w konsekwencji wiązałoby się z wyznaczeniem potencjalnych generatorów i źródeł tworzenia wartości oraz ograniczeniem luki wartości. Uzyskane wyniki badań wskazują, że publikacja tych danych ma wpływ na wartość kapitalizacji rynkowej. Wpływ ten jednak waha się w przedziale od 3,3% do 40,7% w zależności od makrosektora GPW. W związku z powyższym, można stwierdzić, że raportowanie danych niefinansowych zmniejsza lukę wartości. Zmienne objaśniające okazały się być jednak nieistotne statystycznie w badaniu całościowym. Analizując odrębnie makrosektory udało się wskazać, że publikacja informacji dotyczących zużycia energii, wody lub wygenerowanych odpadów ma istotny wpływ na kapitalizację firm wybranych makrosektorów. Związek pomiędzy charakterem prowadzonej działalności a zasięgiem oddziaływania na środowisko nie został potwierdzony w badaniach. Oczekiwaloby się, że zmienne objaśniające będą miały istotny wpływ na wartość kapitalizacji rynkowej spółek należących do tych sektorów, które najmocniej oddziałują na środowisko („Paliwa i Energia”, „Chemia i Surowce”, „Produkcja Przemysłowa i Budowlano-Montażowa”). Przyczyna może leżeć w niejednorodności danych, która wynika z próby przyjętej do badania. Należałoby wprowadzić dodatkowe kryterium związane np. z wielkością porównywanych spółek.

Dalszych kierunków badań należałoby upatrywać w analizie wpływu innych danych niefinansowych na wartość kapitalizacji rynkowej lub wyznaczyć inną zmienną objaśnianą, którą mogłaby być np. całkowita stopa zwrotu (TSR).

BIBLIOGRAFIA

- Adamek-Hyska D., Strojek-Filus M., Tkocz-Wolny K., Wszelaki A., 2019, *Zmiany zakresu informacyjnego raportów finansowych i niefinansowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice.
- Bek-Gaik B., Krasodomska J., 2018, *Informacje niefinansowe jako obszar współczesnej sprawozdawczości przedsiębiorstw – definicja, źródła i proponowane kierunki badań*, „Zeszyty Naukowe / Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie”, vol. 23 (XXIII), issue 2(974).
- Błajer-Gołębiowska A., 2012, *Asymetria informacji w relacjach inwestorskich. Perspektywa nadzoru korporacyjnego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk.
- Cebrowska T., 2001, *Nowe podejście do sprawozdawczości finansowej*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, t. 4(60).

- Czapiewski L., Kubiak J., 2013, *Metody określania wag w wielowymiarowej analizie porównawczej a adekwatność pomiaru poziomu asymetrii informacji*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 59.
- Day J.F.S., 1986, *The Use of Annual Reports by UK Investment Analysts*, „Accounting and Business Research”, vol. 16(64), Autumn.
- Dziawgo D., 2011, *Relacje inwestorskie. Ewolucja – funkcjonowanie – wyzwania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Eccles R.G., Herz R.H., Keegan E.M., Phillips D.M.H., 2001, *The Value Reporting Revolution. Moving Beyond The Earnings Game*, PWC, John Wiley & Sons, New York.
- Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, <https://www.gpw.pl/> [dostęp 31.03.2020].
- Jajuga T., 1998, *Inwestycje, instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Kawacki M., 2018, *Sprawozdanie niefinansowe jako nowy raport na granicy rachunkowości*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu: Współczesne problemy w nauce, dydaktyce i praktyce rachunkowości”, vol. 9, issue 503.
- Komisja Europejska, *Commission guidelines on non-financial reporting*, https://ec.europa.eu/info/publications/non-financial-reporting-guidelines_en [dostęp 31.03.2020].
- Krasodomska J., 2014, *Informacje niefinansowe w sprawozdawczości spółek*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków.
- Kubiak J., 2003, *Zjawisko asymetrii informacji a struktura kapitału przedsiębiorstw w Polsce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań.
- Lorraine N.J.H., Collison D.J., Power D.M., 2004, *An analysis of the stock market impact of environmental performance information*, „Accounting Forum, Taylor & Francis Journals”, vol. 28(1), March.
- Marcinkowska M., 2004, *Raport roczny z działań i wyników przedsiębiorstwa. Nowe tendencje w sprawozdawczości biznesowej*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Michalczuk G., Mikulska T., 2012, *Znaczenie raportowania zintegrowanego w zmniejszaniu luki wartości przedsiębiorstwa*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 396.
- Micherda B. (red.), 2012, *Kierunki ewolucji sprawozdawczości i rewizji finansowej*, Difin, Warszawa.
- Mikołajewicz G., 2012, *Luka wartości w kontekście sprawozdawczości przedsiębiorstwa*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 261.
- Milne M.J., Chan C.C.C., 1999, *Narrative Corporate Social Disclosures: How Much Difference Do They Make to Investment Decision-making*, „British Accounting Review”, vol. 31(4).
- Orens R., Lybaert N., 2007, *Does the Financial Analysts' Usage of Non-financial Information Influence the Analysts' Forecast Accuracy? Some Evidence from the Belgian Sell-side Financial Analyst*, „The International Journal of Accounting”, vol. 42(3).
- Przewodnik dla przedsiębiorstw*, 2013, Raport Ministerstwa Gospodarki, <https://www.gov.pl/> [dostęp 31.03.2020].
- Strona internetowa Internetowego Systemu Aktów Prawnych, <http://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/home.xsp>. [dostęp 31.03.2020].
- Skoczylas W., 2012, *Innowacje w raportowaniu wyników czynnikiem poprawy efektywności podejmowanych decyzji*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 261.
- Szwajca D., Nawrocki T.L., 2016, *Możliwości oceny zaangażowania przedsiębiorstw w działania społecznie odpowiedzialne a ich polityka informacyjna w zakresie CSR*, „Przegląd Organizacji”, nr 4.
- Stooq, <https://www.stooq.pl/> [dostęp 31.03.2020].

- Śnieżek E., Wiatr M., 2016, *Modelowanie raportów jako próba ograniczenia luki komunikacyjnej w sprawozdawczości finansowej*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach”, nr 284.
- The GRI Sustainability Reporting Standards, <https://www.globalreporting.org/information/sustainability-reporting/Pages/gri-standards.aspx> [dostęp 31.03.2020].
- Tylec A., 2018, *CSR jako obszar raportowania niefinansowego w świetle rozszerzenia zakresu ujawnień*, „Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej. Seria: Organizacja i Zarządzanie”, z. 127.
- Urbanek G., 2016, *Marka a wartość przedsiębiorstwa na przykładzie polskich spółek giełdowych*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 1(79).
- Ustawa z dnia 15 grudnia 2016 r. o zmianie ustawy o rachunkowości, Dz.U. 2017, poz. 61.
- Villiers C. de, Staden C.J. van, 2010, *Shareholders' requirements for corporate environmental disclosures: A cross country comparison*, „The British Accounting Review”, vol. 42(4).
- Walińska E., Bek-Gaik B., Gad J., 2018, *Informacje finansowe i niefinansowe w raporcie zintegrowanym – praktyka spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, vol. 23(XXIII), issue 156.
- Zyznarska-Dworczak B., 2016, *Rozwój sprawozdawczości niefinansowej a możliwość jej zewnętrznej weryfikacji*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach”, nr 285.

THE IMPACT OF NON-FINANCIAL DATA REPORTING ON REDUCTION OF VALUE GAPS

Abstract

Differences in the perception of value have been for years a source of conflict between the management and investors. The reason for the divergence was seen in non-financial data. Although the issue of non-financial data reporting is a widely discussed, initially there were no guidelines determining how and what should be reported. In addition, publication of this data was only intended to build trust and create a positive image. This article analyzes the impact of reporting non-financial environmental data on the value of a company, which was assumed to be the market capitalization.

Keywords: value gap, information asymmetry, non-financial data, reporting standards.

Przyjęto/Accepted: 10.11.2020.
Opublikowano/Published: 31.12.2020.

DEPOSIT GUARANTEE SYSTEMS IN RUSSIA AND THE USA

MA Tomasz Florczak

Faculty of Economics and Sociology, University of Lodz

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-9111-3400>

MA Marta Paduszyńska

Faculty of Economics and Sociology, University of Lodz

ORCID: <http://orcid.org/0000-0002-6156-0154>

Abstract

The purpose of the article/hypothesis: The purpose of the article was to indicate the results of operations of deposit guarantee systems in Russia and the USA. The research hypothesis was that the deposit guarantee system in Russia during the 2004–2018 research period was more heavily burdened with guarantee activities.

Methodology: The article is largely based on a review, analysis and synthesis selected publications and available statistical data, and also expanded on the conclusions of the authors and the results of research in the discussed area.

Results of the research: The results of the conducted research indicate a high burden on the institution guaranteeing deposits in Russia (DIS). This is primarily the result of actions aimed at stabilizing the Russian banking sector.

Keywords: deposit guarantees, deposit guarantee systems, Russia, USA.

JEL Class: G20, G21, N2.

INTRODUCTION

The financial sector plays an important role in the economy because provides financial intermediation, i.e. deals with the transfer of funds from savers to investors. At the same time, the importance of banking institutions has increased. The main activity of these institutions is the sale of financial products such as loans and deposits. Banks are a particularly important link in the financial system. Funds deposited with these institutions may be the basis for the creation of credit money. The bank, acting as an intermediary between borrowers and savers, accepts deposits from entities with financial surpluses and converts them into loans to entities with a financial shortage. There is a risk that if all depositors decide to withdraw their funds entrusted to the banks, they will not be able to meet their obligations and will be forced to liquidate their assets and thus declare bankruptcy. Therefore, an oversupply of credit, coupled with securitization, may form the basis of events leading to a financial crisis. The combination of the aforementioned factors may threaten the bank's insolvency and its bankruptcy [Semenova and Shapkin 2019: 2150–2155]. Moreover, there may be a contagion effect in which the closure of one bank causes panic in other banks, causing massive withdrawals of deposits from these institutions as well (a run on the bank) [Aharony and Swary 1983: 308–311]. In such situation, depositors may not receive funds entrusted to a given credit institution. This threat was revealed in particular during the financial crisis that emerged in 2007. Protection against this type of events is provided by deposit guarantee systems, which provide depositors with withdrawals of funds entrusted to the bank. They are a key element in maintaining confidence in the banking sector and ensuring financial stability. These systems operate in various forms and have many powers. Since the establishment of the first of them – the American Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) – one can observe the spread of deposit protection around the world. This issue creates an ever wider field of considerations, both theoretical and empirical.

1. THE GENESIS AND FUNCTIONING OF DEPOSIT GUARANTEE SYSTEMS

Deposit guarantee systems were established to protect funds deposited by customers in banks. This method of protecting funds was created as a result of crises on the financial market. Deposit protection brings two kinds of benefits [Li et al. 2019: 2499–2502]:

1. It reduces the uncertainty among banks customers who have entrusted their funds to a given bank;
2. It reduces the systemic risk in the market.

The idea of a deposit guarantee, although it has been in place for several decades, is quite new issue¹. The first deposit guarantee system was established in the United States in 1933. The institution established under this system functions until today (2020). Further cases of the emergence of guarantee systems took place in Europe in highly developed countries. The 80s and 90s of the last century were a time when there was a big increase, and there was a „flood” of institutionalized deposit guarantee systems [Zdanowicz 2007: 14]. Initially, the countries set up their own institutions for guaranteeing deposits. The change took place in the 1980s, when work began on a common position of the European Union Member States on the subject of deposit guarantee systems [Baka 2005: 219].

The result of the aforementioned works was the Recommendation of the European Commission No. 87/63 / EEC issued in 1986. The Recommendation contains the most important elements of guaranteeing deposits in each Member State of the European Union. The legal act states that [Baka 2005]:

- The concept of deposit insurance should be synonymous with the protection of small depositors. Small depositors are people who are unable to determine the current situation and the correctness of the policy of the bank in which they deposit their funds;

- All banks should be obliged to participate in the deposit guarantee scheme. This should also include branches of foreign banks that operate in a given country.

- Deposit guarantee schemes can operate in private or public form. Both solutions were allowed due to differences between the banking sectors of the European Union Member States.

In 1998, the basic elements of deposit guarantee schemes were defined by the International Monetary Fund (IMF) [Zaleska 2007: 250–265]. As a result of the work of the IMF, standards for the functioning of deposit guarantees and their place in the financial sector and the economy were created.

The process of creating new guarantee funds and the convergence of the measures used, especially in Europe, was strengthened by the implementation of the European Parliament Directive, i.e. Directive 94/19/EC of the European Parliament and of the Council of 30 May 1994 on deposit guarantee schemes. This Directive has been replaced by Directive 2014/49 (DGSD), which is the legal basis for the recent actions of all deposit guarantee schemes in the EU. As a result of the above-mentioned changes, among others, the minimum guarantee levels were increased, where the transitional level was set at EUR 100,000 and is valid until today.

¹ Looking at the period of operation of general economic theories, or the history of central banks.

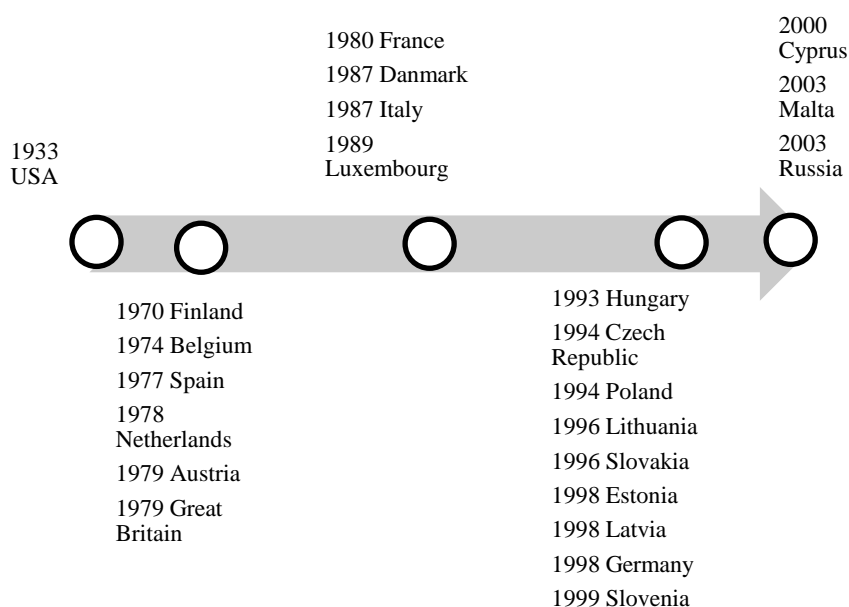


Figure 1. The history of the formation of deposit guarantee systems in Europe and the United States.

Source: own study based on: Baka 2005: 220; and websites of deposit guarantee systems of selected countries.

As can be seen from the presented illustration, the number of countries that have established deposit guarantee schemes has systematically increased. Moreover, according to the data of the International Association of Deposit Insurers (IADI²) as of July 2019, the number of countries in which any form of explicit deposit insurance was established increased to 145 from 12 countries in 1974 [www1, accessed 15.03.2020].

After the financial crisis (2007–2009), which highlighted the financial weakness of many banks (including wrong risk management practices, systemically risky interconnections, and lack of sufficient supervision), a number of regulatory reforms were undertaken to address these shortcomings and create a more resilient financial system [Cerrone 2018: 224–239]. A key element of the changes was reducing the likelihood of bank failures and solving the problem of „too big to fail”. Supervision has been significantly strengthened by a set of

² The organization, established in 2002, brings together deposit insurers from all over the world in order to share knowledge and experience. From April 2020, the number of organizations belonging to this institution is 87.

uniform rules for the financial sector and their uniform application throughout the European Union.

Bank failures distort the allocation of capital and, in most cases, lead to falls in the real economy. One of the methods of prevention against the mass outflow of funds used by banking entities are deposit guarantees [Constantinescu 2015: 43–46]. People don't make withdrawals when they have confidence that their funds are safely insured [Rolnick 2010: 26–39]. If depositing with banks was generally considered risky, the ability of banks to perform their primary function of intermediation in the financial market would be limited. Hence, if the bank deposits can be fully guaranteed and the guarantee is reliable, then from the depositor's point of view, the funds entrusted by him are generally risk-free [Merton 1977: 3–11].

The deposit guarantee schemes mainly consist of guaranteeing deposits up to a certain predetermined value. The limits of the guaranteed funds are in many cases included in the legal act establishing the deposit guarantee institution. In practice, the most often there are limits on the value of guaranteed funds for one customer in a given bank. This means that the same client may also have guaranteed funds in another banking institution [Howarth and Quaglia 2018: 195–201].

Policymakers have a variety of options concerning the protection of depositors. Countries can make explicit the protection of depositors in the case of a bank failure or they can leave the level of protection ambiguous, allowing the level and coverage of depositor protection implicit. Informal systems, i.e. systems of the implicit type, are characterized by the fact that when a systemic threat occurs, public institutions will take ad hoc measures. This may cause some uncertainty among institutions taking deposits and depositors as to the safety of the funds entrusted. Conversely, explicit and formal Explicit Deposit Guarantee Schemes are widely recognized as one of the most important elements of a credible safety net of the financial system. Under the open deposit guarantee system, on the closing date of an insolvent bank, the deposit guarantee institution pays out funds to eligible depositors up to the applicable limits. In this way, depositors are protected from losing their deposits [Chan et al. 2018: 73]. It is important that, from the point of view of the proper functioning of the system, it is based on extensive knowledge of the scope of protection of the contributions. Only then can it fulfill its role and prevent panic in the market. As stated by A. Demirgüç-Kunt and co-authors, every country without a clearly presented and regulated system (explicit) then has a system type of implicate, which results from the experience of the problems of the banking sector [Demirgüç-Kunt et al. 2007: 160–175]. Currently, most countries have a formalized deposit guarantee system, with a significant majority of developed countries.

Four basic types of deposit guarantee institutions are listed below (in line with the literature on the subject). There are four basic types of deposit guarantee institutions. Individual types differ in the scope of competences of a given institution, its powers and the purpose of its operation. There are institutions operating on the basis of:

- *paybox* – the activities of the institution guaranteeing deposits are limited only to the payment of guaranteed deposits when the situation requires it [Pawlikowski 2004: 5–11];

- *paybox-plus* – the guaranteeing institution is entitled to disburse funds for guaranteed deposits and to restructure or orderly wind up banking institutions in difficulty [www2, accessed 22.04.2020];

- *risk minimizer* – the activities of the institution guaranteeing deposits include guarantee payments and taking actions to prevent bankruptcy of entities operating in a given banking sector - it is mainly related to granting financial aid [Pawlikowski 2004: 5–11];

- *loss minimiser* – the institution guaranteeing deposits is entitled to disbursements of guaranteed funds, to carry out assistance activities aimed at reducing the risk of bankruptcy of a given bank, recommendations and supervision of the implementation of a restructuring strategy for entities at risk and orderly liquidation of entities declared bankrupt [www3, accessed 22.04.2020].

The most frequently used institution is the one that operates on the paybox principle.

2. DEPOSIT GUARANTEE SYSTEMS IN THE COUNTRIES OF THE FORMER USSR

The history of the creation of deposit guarantee schemes shows that in market economy countries they were established earlier than in countries with a centrally planned economy. This regularity seems to be confirmed by the establishment of the first system in the USA in 1933. On the other hand, in Russia – the largest country created after the collapse of the socialist bloc, an institution guaranteeing deposits was established in 2003. Due to the specificity of countries with a centrally planned economy, an attempt was made to look closer on the functioning of the deposit guarantee systems in countries created after the collapse of the USSR (the countries which were separate socialist countries before the change of the political system, because most of them are members of the European Union and are covered by the Directive 2014/49 (DGSD).

In 1991, the social, economic and political structures of the Soviet Union began to disintegrate. Fifteen post-Soviet states gained independence and began to create their own institutional framework, including the domestic financial system. The frequent crises of the 1990s threatened the evolution of banking

systems in which customers could place their trust, especially in an age where no deposit guarantee scheme existed yet [Savchenko and Kovács 2017: 29–42]. In 1996, Belarus and Lithuania were the first to set up a deposit guarantee system. Since then, also other countries, following this trail, began to introduce the above-mentioned guarantee systems into their structures, as shown in the diagram below (Figure 2).

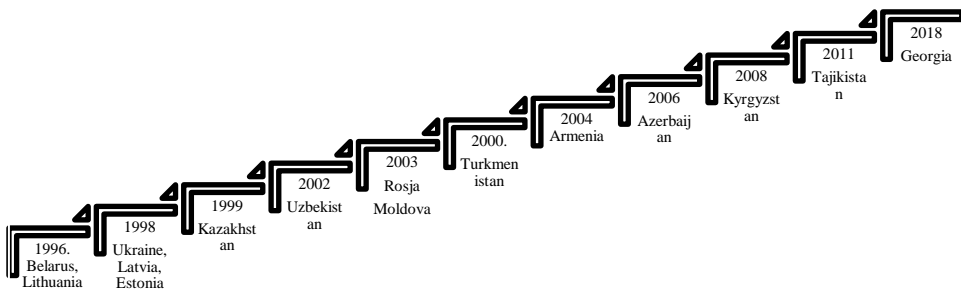


Figure 2. The history of the formation of deposit guarantee systems in post-Soviet countries.

Source: own study based on: Horsch et al. 2018: 27.

In line with the above timeline, deposit guarantee systems in the former Soviet Union countries were established in the period 1996–2018. The deposit guarantee systems in the former Soviet Union countries differ in form, the limit of guaranteed funds and the manner of their administration. The shape of the functioning of the contribution guarantee system in a given country depends on various factors. One of the dilemmas is the choice of establishing a separate fund or entrusting its powers to an already existing institution, usually the central bank. A comparative analysis of depository systems operating in the post-Soviet countries is presented in the table below (see Table 1).

Table 1 (part 1). Comparison of deposit guarantee systems in the post-Soviet countries

	Belarus	Lithuania	Ukraine	Latvia	Estonia	Kazakhstan	Turkmenistan	Uzbekistan
Entity responsible for deposit guaranteees	Deposit Compensation Agency	State Enterprise „Deposit and investment insurance“	Deposit Guarantee Fund	Financial and Capital Market Commission	Guarantee Fund (<i>Tagatisfond</i>)	Kazakhstan Deposit Insurance Fund	B.D.	Bank Deposit Guarantee Fund
System specificity (formal (<i>explicit</i>)/informal (<i>implicit</i>))	Explicit	Explicit	Explicit	Explicit	Explicit	Explicit	Explicit	Implicit
Form of the deposit guaranteee system	Pay-Box Plus	Pay-Box Plus	Loss-Minimizer	B.D.	Pay-Box	Pay-Box Plus	B.D.	Pay-Box
Insurance amount / Deposit guaranteee limit	100% of the total deposit amount in the bank per depositor	up to EUR 100 000 per depositor	UAH 200 000 (per individual, including principal and interests); (ie. 6853,78 euro*)	EUR 100 000 per depositor of the bank (on separate occasions up to EUR 200 000)	up to EUR 100 000 per depositor of the bank	KZT 10 mln (ie. 21476,71 euro)/ KZT 5 mln (ie. 10738,36 euro) (for national currency deposits / foreign currency deposits per depositor)	100% of depositor's amount in the bank	100% of the total deposit amount in the bank per depositor
Source of funding	Private	Joint (Private / Public)	Joint (Private / Public)	Joint (Private / Public)	Joint (Private / Public)	Private	Private	Joint (Private / Public)
The sphere of administration	Public	Public	Public	Public	Public and Private	Public	Public	Public

*in Euro, as of April 23, 2020.

Table 1 (part 2). Comparison of deposit guarantee systems in the post-Soviet countries

	Russia	Moldova	Armenia	Azerbaijan	Kyrgyzstan	Tajikistan	Georgia
Entity responsible for deposit guarantees	Deposit Insurance Agency	Deposit Guarantee Fund in the banking system	Armenian Deposit Guarantee Fund	Azerbaijani Deposit Insurance Fund	B.D.	Individual Deposit Insurance Fund	LEPL The Deposit Insurance Agency of Georgia
System specificity (formal (explicit)/unformal (implicit))	Explicit	Explicit	Explicit	Explicit	Explicit	Explicit	Implicit
Form of the deposit guarantee system	Loss-Minimizer	Pay-Box Plus	Pay-Box	Loss Minimizer	B.D.	Pay-Box Plus	Pay-Box
Insurance amount / Deposit guarantee limit	RUB 1 400 000 (total amount of deposits per depositor in one bank) (ei. 17365,56 euro*)	MDL 6000 per depositor irrespective of other amounts placed in a bank (ei. 303,49 euro*)	10 mln AMD (tj. 19363,73 euro*) per depositor, in foreign currency and 5 mln AMD (ei. 9681,86 euro*) dla depozytów denominowanych w walucie obcej	100 % (but no more than AZN 30 000 (ei. 16388,81 euro*) – In the next years, it is planned to cover 100% of deposits per depositor without limits	KGS 100 000 (ei. 1154,63 euro*) per individual	Up to 350 indicators of calculation per depositor (determined by separate legislation)	B.D.
Source of funding	Joint (Private / Public)	Joint (Private / Public)	Joint (Private / Public)	Private	Government – 76%, Banks – 24%	Prywatny/Publiczny	B.D.
The sphere of administration	Public	Public	Public	Public and Private	Public and Private	Public	B.D.

* in Euro, as of April 23, 2020

Source: own elaboration based on www1, accessed 15.03. 2020; Horsch et al. 2018: 30–33.

As it can be seen from the above data, in the vast majority of the former Soviet Union countries there is a formal deposit guarantee system, ie the explicit system. Only Uzbekistan and Georgia have the informal form of a deposit guarantee system. Each country applying the Explicit System shall define this margin coverage limit. This means that in the event of the closure of an insolvent bank, the deposit guarantee institution pays out funds to eligible depositors up to the applicable limits. As can be seen from the above data, their amount varies greatly. The limit can be expressed as an absolute number (amount in a specific currency) or as a percentage (percentage of deposited deposits, bank capital or other volumes [Demirgüç-Kunt et al. 2015: 160–172]).

An important aspect of the operation of guarantee systems is the source of funds for the implementation of guarantee payments. These funds may come from members of the guarantee system or from other institutions of the country's financial safety net³. In particular, they may come from the state budget (then we are dealing de facto with government guarantees). Another way is financing only by banks that are members of the guarantee system. In such systems, there may also be participation in the costs of payments by other institutions, most often the central bank. Most post-Soviet depository protection systems are financed by the government and banks in certain proportions. Turkmenistan, Belarus, Kazakhstan and Azerbaijan operate deposit guarantee systems based solely on private funds, i.e. from banks and other financial institutions.

The administration of the guarantee system concerns many aspects, i.e. the specificity of legal regulations, the powers of the basic bodies managing the institution and its location in the national financial safety net. First of all, establishing the guarantee institution in the financial sector has a very important role. Generally, the administration of the deposit guarantee scheme can be of three types: it can be private, public or mixed. The criteria for selecting the appropriate method of administration is related to the way the institution was established⁴, it is also the result of historical conditions, as well as the current experience of managing financial security institutions in a given country [Obal 2004: 61]. The managing bodies may include representatives of various institutions. As for the administrative body, most of the post-Soviet countries have a public administration, as this form is considered to be the best way to maintain the efficiency of the deposit insurance system in an unstable economic environment

³ The financial safety net is essential for maintaining the safety of financial institutions and markets. The activities of the institutions belonging to the network are to limit the possibility of financial problems arising in individual institutions subject to regulations, as well as systemic phenomena.

⁴ If the guarantee system was created on a bottom-up initiative (that is, as a result of self-regulation of the banking community, it usually has a private administration, remaining fully under the control of the bank. In other cases, the central bank and/or finance ministries are more important).

[Horsch et al. 2018: 35]. Adopting this form means that the guarantee system is managed by representatives of safety net institutions and the national authority.

The conducted analysis shapes a rather heterogeneous picture of depository systems in post-Soviet countries.

3. DEPOSIT GUARANTEE SYSTEMS IN THE RESEARCHED COUNTRIES

This study presents the effects of actions taken by institutions guaranteeing deposits in Russia and the United States. The deposit guarantee systems developed since the 1930s. This does not mean that all countries have had such structures for a long time.

In 1933, the world's first deposit guarantee institution was established in the United States. This shows how important the role of the banking sector has been in a country with a market economy for many years. On the other hand, Russia is a country that emerged after the collapse of the Soviet Union, where deposit guarantees were normalized in 2003. It is possible that this is a consequence of the crises in the banking sector and connected with this the country transition from a centrally planned economy to a market economy in the 1990s.

The deposit guarantee institutions in the surveyed countries are described below and the effects of their activity are presented.

3.1. Russia

Until 2004, there was no deposit protection system in banks in the Russian Federation. It was only the crisis of 1998 that realized the need to introduce a deposit guarantee system. The cause was massive withdrawals from banks – a banking panic that led to the collapse of more than 200 banks in Russia.

On the basis of the Law „On insurance of household deposits with banks of the Russian Federation” (No. 177-FZ of 23.12.2003)⁵ the Deposit Insurance Agency (DIS) was established. The main purpose of DIS is to ensure the efficient operation of the insurance system for bank deposits of individual customers. This institution, together with the Bank of Russia, banks licensed to accept deposits from natural persons (banks entered in the register of banks covered by the deposit guarantee scheme) and depositors, forms a deposit guarantee scheme in Russia.

The Russian deposit guarantee system works in the form of a loss minimizer. The entity guaranteeing the deposits is entitled to:

⁵ This law was passed by the State Duma on November 28, 2003, approved by the Council of the Russian Federation on December 10, 2003, and signed by the President of the Russian Federation on December 23, 2003. Published in *Sobranie zakonodatelstwa Rossijskoj Fiedieraciji* ot 29.12.2003, No. 52, item 5029.

- return of insured funds to depositors upon the maturity of the guarantee,
- monitoring the accumulation of the deposit insurance fund,
- liquidation of failed banks,
- solving problems of systemically important banks,
- administration of guaranteeing the rights of the insured in the compulsory pension system.

Membership in DIS is compulsory for deposits of individual customers. Corporate deposits, bearer deposits and fiduciary deposits are excluded.

Since the implementation of the deposit guarantee system until 2018, the guaranteed amount increased fourteen times. In 2004, deposits were fully guaranteed up to the amount of 100 thousand RUB (\$ 1,545.13). In 2018, the guaranteed amount was 1.4 million rubles (deposits in foreign currencies are guaranteed up to the equivalent of 1.4 million RUB – when the guarantee is met, they are paid in rubles and converted at the exchange rate set by the CBR). The guaranteed amounts are paid to depositors from the fund of obligatory deposit insurance. The compulsory deposit insurance fund is the sum of cash and other assets that are used exclusively for payments for insuring personal deposits with Russian banks [Żukowska and Żukowski 2011: 60]. In 2005, 931 banks belonged to the system, ie approx. 77% of all credit organizations operating at that time. The banks participating in the system collected 99% of the total deposits of the population and managed 94.6% of the assets of the entire banking sector [Żukowska and Żukowski 2011: 70].

Four charts showing the results of the activities of the Deposit Insurance Agency are presented below:

- number of events requiring the fulfillment of the warranty,
- amount of guarantee payments,
- number of banks closed,
- the number of banks where restructuring activities were carried out.

The data presented in Figure 1 indicate the number of events in the Russian banking sector which required the fulfillment of a deposit guarantee. The chart shows two periods of increase in the number of events requiring the payout of guaranteed deposits. The first is 2008–2009. The increased number of warranty events was most likely related to the effects of the financial crisis [Domańska 2016: 1–3]. The second period is 2013–2018. The reduction in the number of banking institutions in the Russian banking sector and, at the same time, the increase in the number of events requiring the payment of deposit guarantees is related to the process of withdrawing licenses from banks that do not meet the requirements for operating in the sector, introduced since 2013 [Golubev et al. 2019: 3–5]. The data above confirm that the Russian deposit guarantee system is responding to developments in the banking sector.

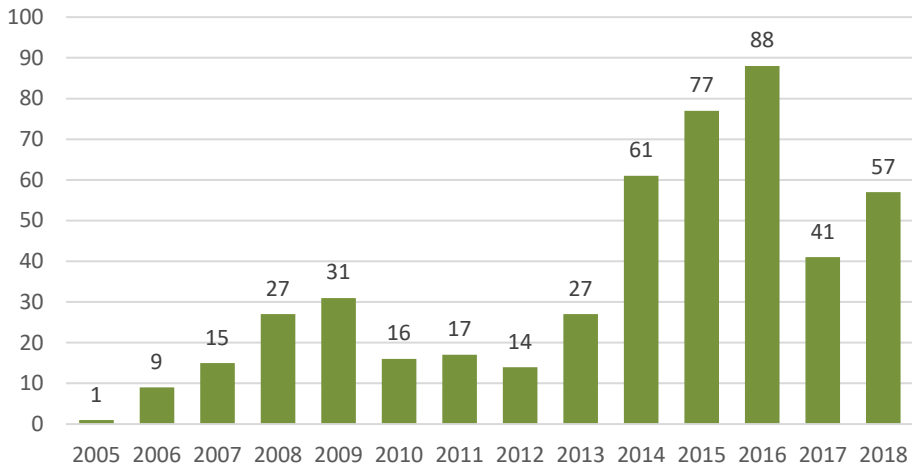


Chart 1. Number of events requiring the fulfillment of guarantees by DIS in 2005–2018

Source: own study based on: Annual report of the State Corporation „Deposit Insurance Agency” for 2018.

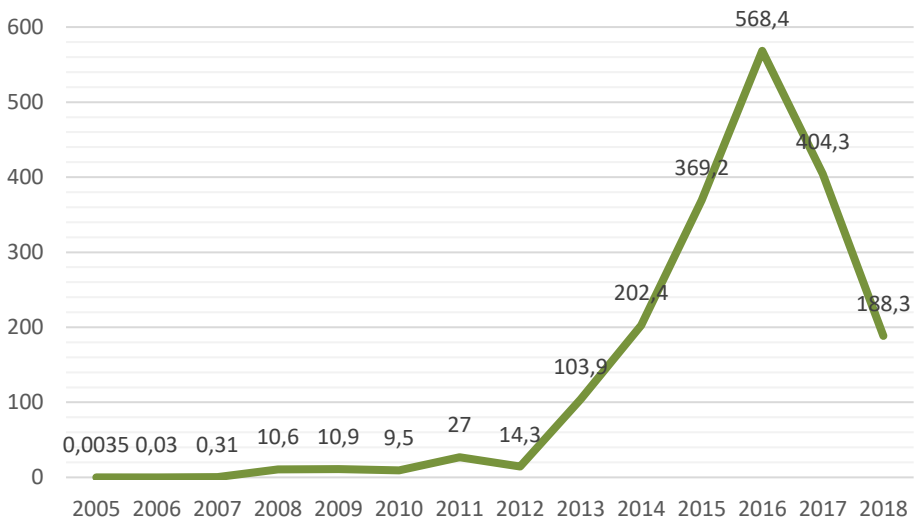


Chart 2. The amount of guarantee payments (in billion RUB)

Source: own study based on: Annual report of the State Corporation „Deposit Insurance Agency” for 2018.

Chart 2. presents data on the amount of disbursement of deposit guarantees. There is a noticeable difference between the amount of payments and the number of events that meet the conditions for the payment of guaranteed funds. You can see a steady increase in the payout value in the chart. The exception is 2012, when there was a decrease in payments. Since 2013, the effects of the introduction of measures aimed at stabilizing the banking sector in Russia, and thus an increase in the concentration of banking sector assets, can be observed. Stabilizing activities are aimed at withdrawing licenses from non-compliant banks [Khromov 2017: 140]. The effect of withdrawing the license is an increase in the payment of deposit guarantee funds. In 2017–2018, a decrease in the value of payments can be observed. This may mean a slow stabilization in the Russian banking sector.

Chart 3 shows the increase in DIS activities in the scope of introducing receivership and liquidating banks. The data shows an increase in the activities of receivership in many entities. This means that banks were more often subject to organized liquidation. In few entities there was a situation that forced liquidation. As with the previous results of DIS activity, an increase in statistics for the period after 2013 can be observed.

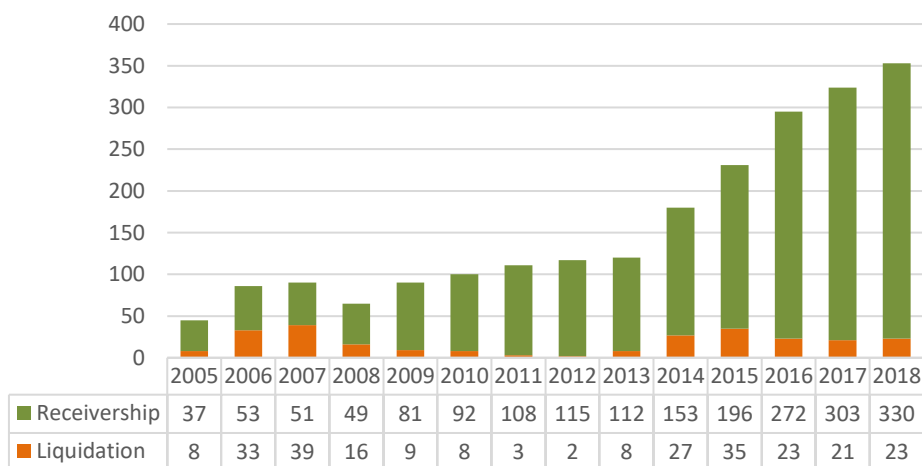


Chart 3. Number of liquidated banks

Source: own study based on: Annual report of the State Corporation „Deposit Insurance Agency” for 2018.

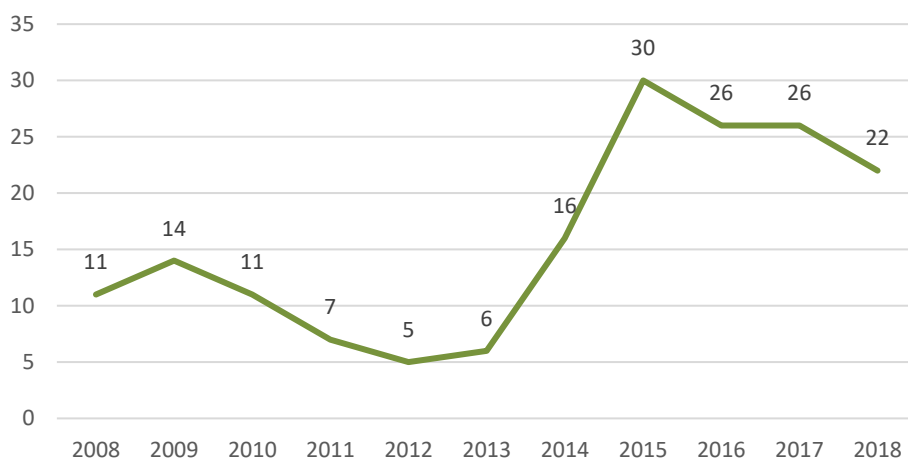


Chart 4. Number of banks where restructuring activities conducted by DIS were carried out

Source: own study based on: Annual report of the State Corporation „Deposit Insurance Agency” for 2018.

The last indicator covers the number of projects aimed at preventing bank failures at the end of the year. The chart shows data for the period 2008–2018 as DIS was granted restructuring powers in 2007. The data shows two periods of increased number of restructuring projects:

- 2008–2010,
- 2013–2018.

The activities for the period 2008–2010 were related to the global financial crisis. On the other hand, the increased number of corrective actions in the period 2013–2018 is due to the implementation of the enforcement of the rules governing the operation of banks in the Russian banking sector.

The data presented above indicate numerous activities of DIS in the area of disbursement of guaranteed deposits, liquidation and restructuring of banks. The intensified activities in the period 2013–2018 are primarily related to the introduction by the Central Bank of Russia in cooperation with the Russian Government of measures aimed at ensuring the stability of the Russian financial market. Since 2013, these actions resulted in the withdrawal of licenses from 332 banks that violated the laws regulating the Russian financial sector [Kruglova and Ushakova 2017: 5].

3.2. United States

The institution that guarantees deposits in the US is the Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). This entity was established in 1933 by the US Congress. This institution has the longest history among all functioning deposit guarantee institutions in the world. It covers banks that belong to the Federal Reserve system, as well as those state banks that have voluntarily agreed to participate in the system [Małecka and Włodarczyk 2012: 523–530].

The FDIC operates as a risk minimizer in order to maintain the stability of the banking sector, it has the power to:

- research and supervision of financial institutions in the field of consumer protection,
- restructuring of complex financial institutions,
- receivership.

Deposits covered by a guarantee

The deposit guarantees cover all types of deposits up to the equivalent of USD 250,000 per depositor.

The graphs below show the performance of the FDIC in the period 2004–2018.

The study included three quantities:

- number of bank failures,
- value of deposits in banks that have failed,
- the number of active receivership.



Chart 5. Number of bank failures in the US

Source: own study based on annual reports on the activities of the FDIC.

Chart 5 shows the number of bank failures in the United States in the period 2004–2018. Data from the FDIC’s annual reports show a significant increase in bankruptcies of banking institutions since 2008. The highest increase was recorded in 2009. However, the largest number of institutions went bankrupt in 2010. In the following years the number of institutions that became insolvent decreased to reach the level of 0 in 2018. It is probable that the large number of bank failures in 2008–2014 was affected by the financial crisis that began in 2007. The aforementioned crisis was of great importance for the changes in the US banking sector [Abdymomunov et al. 2019: 115–116].



Chart 6. Value of deposits with banking institutions that went bankrupt with the US (in USD billion)

Source: own study based on annual reports on the activities of the FDIC.

The second important effect of the FDIC’s operation is the value of deposits with banking institutions, the payment of which required at least partial coverage with funds from the deposit guarantee system. The value of this deposits increased very quickly in 2008. These results were probably the result of the financial crisis in 2007. The highest value of deposits in bankrupt entities for 2008 shows that in this period the problems most probably faced the biggest banks with which significant funds were deposited. After 2008, a downward trend in the value of deposits in bankrupted banks is noticeable.

Another effect of the FDIC’s operation is the number of active receivership boards in bankruptcy institutions. The receivership is aimed at, among others, the orderly liquidation of the entity, resale of its assets and payment of creditors. The

figures given represent active receivership. This means that these institutions are currently conducting receivership actions initiated in this year and in previous years. The number of active receivership is shown in Chart 7.

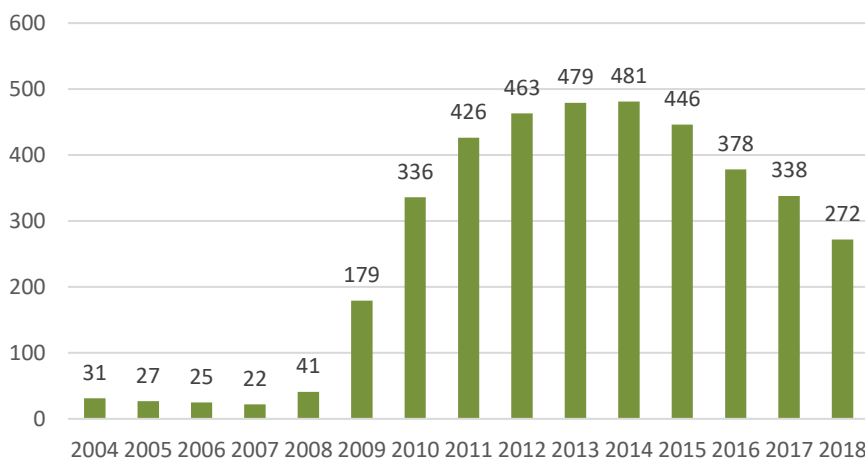


Chart 7. Number of active receivership boards over institutions subject to bankruptcy

Source: own study based on annual reports on the activities of the FDIC.

The chart above shows changes in the number of active receivership. The data presented in Chart 7 show the role of the financial crisis of 2007–2009 for the increase in the introduced measures related to the liquidation of banking institutions [Abdymomunov et al. 2019: 115]. The highest number of active receivership was observed in 2014. Since then, the FDIC has dissolved more receivership than it introduces. According to the data from the FDIC report (FDIC, 2018) in 2018 the number of new receivership boards was 0, while the number of dissolved boards was 66. This means that the banking sector in the United States is probably stabilizing. The number of entities at risk of bankruptcy is decreasing.

The results of the FDIC's activities indicate that the United States' deposit guarantee institution is fulfilling its tasks well. The 2007–2009 financial crisis was a kind of test for the operational efficiency of the FDIC. During this period, there was a noticeable increase in the demand for the activities of the deposit guarantee institution. The current data point to the smooth operation of the FDIC and the slow stabilization of the situation in the US banking sector.

CONCLUSIONS

The protection of deposits placed in banking systems is certainly an essential element to ensure an appropriate degree of confidence in the financial system. The lack of such protection significantly increases the risk of disruptions to the sector's liquidity, because as a result of the „banking panic” it may lead to a crisis in the entire banking sector and result in many negative consequences for the entire economy. When considering the formula for the functioning of the deposit guarantee system in individual countries, a number of criteria should be taken into account. First of all, the fact for what purpose the institution was established. Taking a holistic view, not only internal factors (economic conditions, condition of the financial sector, legal regulations in a given country) will be important, but also a number of external factors, such as, for example, international standards (e.g. guidelines of the International Monetary Fund), regulations at the global level, solutions adopted in other countries and their experiences with the functioning of deposit guarantee schemes.

The authors achieved the goal by reviewing the literature on deposit guarantee systems in the studied countries and presenting the most important effects of their activities. Institutions guaranteeing deposits in these countries differ in the form of operation and the scope of competence. They also differ in the length of the functioning period – experience. FDIC (USA) was established in 1933, while DIS (Russia) was established in 2003. The conducted research seems to confirm the accepted research hypothesis that the institution guaranteeing deposits in Russia is more burdened with systemic activities. During its operation, DIS has undergone two periods of intense work. The first was related to the outbreak of the global financial crisis. The second is the result of the actions of DIS and the Central Bank of Russia (Central Bank of Russia) aimed at liquidating entities that do not meet the requirements for functioning in the Russian banking sector. Until 2018, a high number of bank liquidations, the size of guarantee payments and restructuring activities in entities at risk are noticeable. In the case of deposit guarantee institutions in the United States, the worst period with the beginning of the 2007–2009 financial crisis should be mentioned. The effects of the crisis are still visible in the number of receiverships in the US banking sector.

BIBLIOGRAPHY

- Abdymomunov A, Curti F., Mihov A, 2019, *U.S. Banking Sector Operational Losses and the Macroeconomic Environment*, „Journal of Money, Credit and Banking”, vol. 52, no. 1.
- Aharony J., Swary I., 1983, *Contagion Effects of Bank Failures: Evidence from Capital Markets*, „Journal of Business”, vol. 56, no. 3.
- Baka W. (red.), 2005, *Systemy gwarantowania depozytów w Polsce i na świecie: dziesięć lat Bankowego Funduszu Gwarancyjnego*, PWE, Warszawa.

- Cerron R., 2018, *Deposit guarantee reform in Europe: does European deposit insurance scheme increase banking stability?*, „Journal of Economic Policy Reform”, vol. 21, no. 3.
- Chan A., Godwin A., Ramsey I., 2018, *Depositor preference and deposit insurance schemes — challenges for regulatory convergence and regulatory coordination in Asia*, „Law and Financial Markets Review”, vol. 12, no. 2.
- Constantinescu L.A., 2015, *Challenges For Deposit Insurance And Financial Stability In European Cooperative Banks*, „Knowledge Horizons – Economics”, vol. 7, no. 3.
- Demirgüç-Kunt A., Kane E.J., Laeven L., 2007, *Determinants of Deposit-Insurance Adoption and Design*, „Journal of Financial Intermediation”, vol. 17(3).
- Demirgüç-Kunt A., Kane E.J., Laeven L., 2015, *Deposit insurance around the world: A comprehensive analysis and database*, „Journal of Financial Stability”, vol. 20.
- Domańska M., 2016, *Rosyjski sektor bankowy: rok w kryzysie*, Komentarze OSW Ośrodek Studiów Wschodnich im. Marka Karpia, nr 204 [accessed 24.03.2016].
- Official Journal of the European Communities, L 135/5, Directive 94/19 / EC of the European Parliament and of the Council of 30 May 1994 on deposit-guarantee schemes.
- FDIC, 2018, Federal Deposit Insurance Corporation, Annual Report.
- Golubev A., Rodionov A., Ryabov O., 2019, *Analysis of the transformation of the Russian banking system*, IOP Conf. Series: Materials Science and Engineering 497, doi:10.1088/1757-899X/497/1/012041.
- Horsch A., Sysoyeva L., Bogma S., 2018, *Deposit insurance systems of post-Soviet countries: A comparative analysis*, „Journal of International Studies”, vol. 11(4).
- Howarth D., Quaglia L., 2018, *The difficult construction of a European Deposit Insurance Scheme: A step too far in Banking Union?*, „Journal of Economic Policy Reform”, vol. 21.
- Khromov M., 2017, *Russia's banking sector*, [w:] Sinelnikov-Murylev (red.), *Russian Economy in 2016*, Trends and Outlooks (Issue 38), Moskwa.
- Kruglova A., Ushakova Y., 2017, *Effect of Banking Sector Resolution on Competition and Stability*, „Bank of Russia Working Papers”, no. 22.
- Li B.Z.L., Zhou Y., Yang W., 2019, *How Does Information Disclosure Affect Bank Systemic Risk in the Presence of a Deposit Insurance System?*, „Emerging Markets Finance and Trade”, vol. 55:11, p. 2497–2522.
- Małecka E., Włodarczyk B., 2012, *Systemy gwarantowania depozytów – konwergencja rozwiązań stosowanych w krajach Unii Europejskiej*, „Zarządzanie i Finanse”, r. 10, no. 4, p. 1, 521–535.
- Merton R.C., 1977, *An Analytic Derivation of the Cost of Deposit Insurance and Loan Guarantees*, „Journal of Banking and Finance”, vol. 1, p. 3–11.
- Obal T., 2004, *Podstawowe cechy systemów gwarantowania depozytów i działalności pomocowej w państwach Unii Europejskiej – wnioski dla Polski*, „Bezpieczny Bank”, nr 1 (22).
- Pawlikowski A., 2004, *Zróżnicowanie systemów gwarantowania depozytów. Analiza różnych wariantów rozwiązań*, „Bank i Kredyt”, no. 10.
- Rolnick A.J., 2010, *Interview with Thomas Sargent*, „Federal Reserve Bank of Minneapolis The Region”, June.
- Savchenko T.G., Kovács L., 2017, *Trust in the banking sector: EU experience and evidence from Ukraine*, „Financial Markets, Institutions and Risks”, vo. 1(1).
- Semenova M., Shapkin A., 2019, *Currency Shifts as a Market Discipline Device: The Case of the Russian Market for Personal Deposits*, „Emerging Markets Finance and Trade”, vol. 55, p. 2149–2163.
- Zaleska M., 2007, *Współczesna bankowość. Tom I*, Difin, Warszawa.
- Zdanowicz B., 2007, *Podstawowe dylematy i kryteria wyboru formuły systemu gwarantowania depozytów w świetle teorii i doświadczeń międzynarodowych*, „Bezpieczny Bank”, t. 1, no. 34.
- Żukowska H., Żukowski M., 2011, *System gwarancji depozytów bankowych osób fizycznych w Rosji*, „Bezpieczny Bank”, t. 3, no. 45.

- [www 1] <https://www.iadi.org/en/deposit-insurance-systems/dis-worldwide/> [accessed 15.03.2020].
[www 2] <https://www.iadi.org/en/core-principles-and-research/publications/glossary/paybox-plus/>
[accessed 22.04.2020].
[www 3] <https://www.iadi.org/en/core-principles-and-research/publications/glossary/loss-minimiser/> [accessed 22.04.2020].

Przyjęto/Accepted: 10.11.2020
Opublikowano/Published: 31.12.2020

DYREKTYWA O KREDYCIE KONSUMENCKIM – UWAGI DE LEGE FERENDA

mgr Piotr Gałązka

Doktorant na WPAiE Uniwersytetu Wrocławskiego
absolwent WPIA Uniwersytetu Warszawskiego oraz University of Cambridge
and University of Warsaw British Law Centre,
adwokat, członek Izby Adwokackiej w Warszawie,
dyrektor Przedstawicielstwa Związku Banków Polskich w Brukseli

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-7945-8422>

Streszczenie

Celem artykułu jest omówienie Dyrektywy o kredycie konsumenckim oraz dokonanie oceny najważniejszych postulatów zmian w przepisach Dyrektywy w sytuacji dynamicznych zmian na rynku kredytów detalicznych. Podstawę rozważań artykułu stanowią uwagi i opinie przedstawicieli doktryny, zestawione z postulatami organizacji konsumenckich, nadzorców, a także analizami prowadzonymi przez Komisję Europejską jako instytucji wyposażonej w prawo inicjatywy ustawodawczej w UE.

Słowa kluczowe: kredyt konsumencki, usługi finansowe, Unia Europejska, odpowiedzialne pożyczanie.

JEL Class: G51, G40, G23, G21, K22.

WSTĘP

Dyrektywa o kredycie konsumenckim [Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2008/48/WE z dnia 23 kwietnia 2008 r. w sprawie umów o kredyt konsumencki oraz uchylająca dyrektywę Rady 87/102/EWG, Dz. Urz. UE L nr 133 z 22 maja 2008 r., s. 66–92]¹ stanowiła znaczący krok w zakresie harmonizacji przepisów Unii Europejskiej odnośnie przepisów dotyczących kredytów konsumenckich. Rozwój tego rynku przy jednoczesnym zapewnieniu odpowiedniego poziomu pewności prawnej, informacji przedkontraktowej i gwarancji praw pożyczkobiorców wymagał opracowania przepisów na poziomie wyższym niż krajowy, również ze względu na umożliwienie budowania rynku transgranicznego w ramach jednolitego rynku w Unii Europejskiej.

Chociaż przepisy Dyrektywy przez dwanaście lat funkcjonowania były zmieniane w sposób nieznaczny [Nieoficjalny tekst jednolity Dyrektywy z listą zmian i źródeł zmian: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:02008L0048-20190726&from=EN>, dostęp 30.05.2020], po wejściu w życie Dyrektywy doszło do kryzysu finansowego, który spowodował istotne zmiany o charakterze ekonomiczno-społecznym skutkujące wzrostem stopy bezrobocia w wielu państwach członkowskich [Eurostat, 2019, dostęp 16.06.2020] i spadkiem dochodów gospodarstw domowych w niektórych z państw. Gospodarka europejska po raz pierwszy zetknęła się z fenomenem niskich stóp procentowych, co skutkowało obniżeniem oprocentowania kredytów – wraz ze spadkiem dochodów konstituowało istotną zachętę do zaciągania kredytów konsumenckich. Jednoczesna cyfryzacja detalicznych usług finansowych sprawiła, że dostępność kredytu znacząco wzrosła poprzez kanały obsługi klientów online.

Punktem wyjścia i hipotezą niniejszego opracowania jest założenie, że mimo iż przepisy Dyrektywy *prima facie* spełniają swoją rolę, ich funkcjonowanie na rynku kredytów w Unii Europejskiej wymaga oceny pod kątem odpowiedniości wobec potrzeb zmieniającego się rynku kredytów konsumenckich oraz oczekiwań potencjalnych kredytobiorców. Celem niniejszego artykułu będzie przedstawienie pokrótce ewolucji przepisów prawa Unii Europejskiej w zakresie regulacji kredytu konsumenckiego oraz ocena wybranych – z uwagi na brak nieograniczonego miejsca – oraz najistotniejszych postulatów odnośnie nowelizacji przepisów Dyrektywy, w oparciu o prawną-dogmatyczną metodę badawczą, a także posiłkując się metodą teoretyczno-prawną – mając na uwadze oceny prezentowane przez przedstawicieli doktryny oraz metodą historyczną, w odniesieniu do zmian w legislacji unijnej dotyczącej ochrony kredytobiorcy jako konsumenta.

¹ Zwana dalej w artykule „Dyrektywą”.

1. PRZEPISY OBOWIĄZUJĄCE PRZED WEJŚCIEM W ŻYCIE DYREKTYWY

Przepisy Dyrektywy stanowiły drugą tego typu regulację na poziomie unijnym, po Dyrektywie Rady uchwalonej pod koniec 1986 r. [Dyrektywa Rady 87/102/EWG...: 48–53]. Jej celem było ograniczenie różnic w przepisach między państwami członkowskimi w tej dziedzinie w celu ochrony rynku wewnętrznego². Wskazuje to wyraźnie, że ochrona konsumenta zalicza się do kompetencji Wspólnot Europejskich i Unii Europejskiej jako element dbania o urzeczywistniania jednolitego rynku europejskiego [Por. Nadolska 2019: 57 i nast.].

Dyrektywa z 1986 roku miała na celu określenie jednolitych zasad odnośnie informacji, które konsument powinien uzyskać o warunkach i kosztach kredytu. Zaznaczono, że informacja ta winna zawierać między innymi roczną stopę oprocentowania kredytu lub, jeśli takiej informacji zabraknie, całkowitą kwotę, jaką konsument ma zapłacić za kredyt³. Przewidywano także obowiązki informacyjne w odniesieniu do ogłoszeń i reklam kredytu, a także wprowadzano obowiązkowe elementy umowy o kredyt konsumencki.

2. ZAŁOŻENIA PRZY PRACACH LEGISLACYJNYCH NAD DYREKTYWĄ

2.1. Projekt legislacyjny

Pierwszy projekt Dyrektywy Komisji Europejskiej [Komisja Europejska 2002b, dostęp 27.06.2020] zawierał uzasadnienie, iż dotychczasowe unijne przepisy z 1986 roku nie nadążają za ewolucją funkcjonowania rynku kredytowego, co skutkowało powstaniem wielu przepisów uzupełniających na poziomie krajowym. Projekt już w swojej pierwotnej wersji z 2002 roku zawierał wiele założeń [Komisja Europejska 2002a: art. 2 lit. h), i) oraz j): 226] dotyczących zwiększenia zakresu informacji i transparentności wobec kredytobiorcy, których znaczenie wzrosło znacząco po kryzysie finansowym w 2008 roku, gdy nastąpiła zmiana paradygmatu ochrony konsumenta [Monkiewicz i Monkiewicz 2005: 5]. Przede wszystkim przewidywał wyższy poziom harmonizacji i zakaz wprowadzania dodatkowych przepisów przez Państwa członkowskie. Novum było wprowadzenie możliwości odstąpienia przez konsumenta od umowy kredytu w terminie 14 dni od jej zawarcia.

² Por. Preambuła Dyrektywy 87/102/EWG: 48.

³ Preambuła, *op. cit.*

2.2. Przebieg procesu legislacyjnego

W toku procesu legislacyjnego Komisja zmieniała projekt [Komisja Europejska 2004; Komisja Europejska 2005]. Doprecyzowano obowiązki kredytodawcy w zakresie doradztwa na rzecz kredytobiorcy, czyli wyjaśniono przepisy, które konstytuują obowiązek odpowiedzialnego udzielania kredytów (responsible lending) [Komisja Europejska 2005: 7]; odszedłszy od założenia maksymalnej harmonizacji, uznano na zasadzie pomocniczości i proporcjonalności, że harmonizacja z pozostawieniem państwom członkowskim elastyczności w niektórych obszarach z zastosowaniem zasady wzajemnego uznawania, będzie efektywnym rozwiązaniem, nie stanowiącym przeszkody dla rozwoju rynku wewnętrznego w sektorze kredytów konsumenckich [Komisja Europejska 2005: 8–9].

3. POSTULATY ZMIAN PRZEPISÓW DYREKTYWY

Zmiany na rynku detalicznych usług finansowych – w szczególności cyfryzacja usług finansowych, ewolucja praktyk rynkowych oraz nowe ramy prawne na poziomie Unii Europejskiej – spowodowały, że otoczenie rynkowe i regulacyjne udzielania kredytów konsumentom jest całkiem inne od tego, gdy procedowano projekt Dyrektywy [Gałązka 2019a, dostęp 29.05.2020]. Pojawiają się postulaty zmian w przepisach Dyrektywy. W ocenie Autora na uwagę w szczególności zasługuje kilka postulatów de lege ferenda przedstawionych poniżej.

3.1. Zakres danych wykorzystywanych przy ocenie zdolności kredytowej

Pierwszy postulat dotyczy sposobu prowadzenia oceny zdolności kredytowej kredytobiorcy. Artykuł 8 Dyrektywy stanowi, aby przy wdrażaniu przepisów Dyrektywy, określić obowiązek przeprowadzenia przez kredytodawcę „oceny zdolności kredytowej konsumenta na podstawie wystarczających informacji [...] oraz, [...] na podstawie informacji uzyskanych z odpowiedniej bazy danych”. Potwierdza to także Preambuła do Dyrektywy w motywie 26. Wynika to z zasady odpowiedzialnego udzielania kredytów (responsible lending) [Rutkowska i Paleczna 2018, 42–44], która stanowiła podstawę aksjologiczną już pierwotnego projektu Dyrektywy, lecz znaczenie właściwego projektowania produktu finansowego, zwłaszcza o charakterze kredytowym z punktu widzenia ochrony konsumenta stało się zdecydowanie bardziej dostrzeżone w czasach po kryzysie finansowym z 2008 r. [EBA 2016, dostęp 28.06.2020].

Dobrym przykładem pokazującym różnice w podejściu prawodawcy unijnego do tego zagadnienia może być porównanie szczegółowości przepisów odnoszących się do obowiązku badania zdolności kredytowej między Dyrektywą

a dyrektywą o kredycie hipotecznym [Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/17/UE...]. Ta druga regulacja unijna, zaprojektowana została już po kryzysie finansowym, podczas gdy tę pierwszą zaprojektowano długo przed nim, gdy istniało przekonanie o racjonalności i efektywności rynku finansowego, którego funkcjonowanie wymaga jedynie dostępności do informacji [Cyman 2016: 39]. Dlatego też nie poprzestaje ona wyłącznie na założeniu słuszności działania instytucji finansowych i przepisach ramowych jak w Dyrektywie, lecz kwestię badania zdolności kredytowej reguluje bardzo dokładnie poświęcając jej nie przepis, lecz dwa rozdziały, jeśli weźmiemy pod uwagę także ten o dostępie do baz danych.

Koncepcja odpowiedzialnego pożyczania opiera się na założeniu, że pożyczkodawca nie powinien działać tylko we własnym interesie, lecz także brać pod uwagę potrzeby i interesy pożyczkobiorcy podczas trwania całości relacji umownej, aby nie prowadzić do sytuacji dla konsumenta niekorzystnej na wielu płaszczyznach, gdy jego zadłużenie osiągnie wysokość zagrażającą utrzymaniu zrównoważonego budżetu domowego [Financial Services User Group 2019: 6]. Jednym z trzech elementów odpowiedzialnego pożyczania, oprócz obowiązku przeprowadzenia oceny odpowiedniości (suitability) danego produktu dla danego konsumenta oraz obowiązku uczciwego traktowania pożyczkobiorcy w sytuacji trudności spłaty kredytu, jest obowiązek oceny zdolności kredytowej [European Coalition for Responsible Credit, dostęp 28.06.2020]. Doktryna prawa ochrony konsumenta usług finansowych podnosi, że postulowanym działaniem kredytodawcy jest badanie nie tylko tego, czy dany konsument jest w stanie spłacić w całości kredyt wraz z odsetkami i opłatami, lecz także czy może tego dokonać bez istotnego pogorszenia swojej sytuacji finansowej [Ramsay 2016: 159].

Model oceny zdolności kredytowej określony w Dyrektywie jest oparty wyłącznie na ochronie interesów kredytodawcy, jako że skupia się na badaniu możliwości spłaty kredytu – nie wymaga wprost badania zgodności z interesami konsumenta [Fairweather 2012: 94–95]. W doktrynie zwraca się także uwagę, że w Dyrektywie – przy ogólnych przepisach dotyczących zbierania danych i ich oceny w celu zbadania zdolności kredytowej – brakuje trzeciego istotnego elementu sankcjonującego obowiązek odpowiedzialnego pożyczania, tj. określenia skutków, jakie wywołuje działanie niezgodne z wynikiem badania zdolności [Howells i in. 2017: 281]. Brak jest przepisu wprost zakazującego udzielenia kredytu konsumentowi, który nie posiada zdolności kredytowej w oparciu o pewne i potwierdzone dane. Postulat ten ocenić należy za istotny mając na uwadze potrzebę zapewnienia jednolitego poziomu ochrony konsumenta w poszczególnych państwach członkowskich, a w konsekwencji uzyskania punktu odniesienia w tym zakresie.

3.1.1. ODMIENNE ZAKRESY DANYCH W POSZCZEGÓLNYCH PAŃSTWACH CZŁONKOWSKICH

Ze względu na fakt, że Dyrektywa nie zapewnia państwom członkowskich wystarczających wskazówek, zakres danych wymaganych przez przepisy krajowe różni się w poszczególnych państwach członkowskich [Komisja Europejska 2018: 5]. W zakresie regulacji co do danych żądanych od wnioskujących o kredyt, podejście państw bywa bardzo rozbieżne [Komisja Europejska 2018: 6–8].

Jak Dyrektywa stanowi o obowiązku badania zdolności kredytowej, tak jednocześnie jej przepisy nie normują sposobu przeprowadzenia zdolności kredytowej, posługując się jedynie klauzulą generalną „wystarczających informacji”. Brak przepisów Dyrektywy odnoszących się wprost do zakresu choćby minimalnego danych, które powinny być żądane od kredytobiorcy bądź określenie poziomów progowych kwotowych, w przypadku których kredytodawca powinien żądać dodatkowych informacji, potwierdzenia lub uwiarygodnienia przedstawionych danych, może prowadzić do niewłaściwego lub niewystarczającego badania zdolności kredytowej, naruszając tym samym zasadę odpowiedzialnego pożyczania.

3.1.2. OGRANICZENIE ROZWOJU RYNKU WEWNĘTRZNEGO

Kwestia odmiennych standardów i definicji „wystarczających informacji” stanowi znaczące utrudnienie przy rozwoju transgranicznych kredytów konsumenckich w Unii Europejskiej i uniemożliwia urzeczywistnienie rynku wewnętrznego w tym zakresie. Uwagę na to zwróciła także Komisja Europejska, uznając że „oceny [zdolności kredytowej] w obszarze kredytów konsumenckich są przeprowadzane na bardzo różne sposoby w poszczególnych państwach członkowskich” i prowadzi do sytuacji braku „ustandaryzowanej i ujednoliconej oceny zdolności kredytowej” [Komisja Europejska 2017: 12]. Brak jednolitych standardów rodzi dużą barierę wejścia na nowe rynki, co powoduje, że mniej rozwinięte rynki usług finansowych będą pozostawały nadal defaworyzowane, a dostępność kredytu dla konsumenta w tych państwach nie będzie rosła [Gałązka 2019b: 98].

3.2. Ochrona konsumenta przy cyfrowych kanałach zdalnej sprzedaży kredytu

Istotnym wyzwaniem na rynku kredytów konsumenckich jest kwestia odpowiedniego uwzględnienia w przepisach Dyrektywy nowych form udzielania kredytów za pomocą kanałów elektronicznych. Dygitalizacja obrotu gospodarczego i usług finansowych, postępuje w szybkim tempie, powodując że elektroniczna obsługa klienta stała się podstawową formą działania dla wielu instytucji finansowych.

Powstało wiele nowych modeli biznesowych opartych wyłącznie na komunikacji zdalnej z klientem, bez możliwości kontaktu osobistego.

Za mocną stroną Dyrektywy uznać należy szeroką definicję kredytu konsumenckiego, która w założeniu miała być pojemna i funkcjonalna jako pojęcie, które będzie przyszłościowe i otwarte na innowacje na rynku kredytów konsumenckich [Howells i in. 2017: 259]. Niemniej jednak brak w Dyrektywie przepisów odnoszących się do umów zawieranych za pomocą środków komunikacji elektronicznej, gwarantujących odpowiedni poziom informacji dla konsumenta, może naruszać faktyczne jego prawa, podczas gdy zapewnienie odpowiedniego poziomu zrozumiałych dla konsumenta informacji stało się jedną z najważniejszych gwarancji ochrony praw konsumenta usług finansowych [Rutkowska 2013: 326]. Realizacja tego postulatu jest istotna w sytuacji, gdy dotychczas obowiązujące przepisy zdają się nie sprostać wymogom nowych modeli biznesowych na rynku, choć nie oznacza to, że wymagane jest tworzenie przepisów szczególnych dla poszczególnych kanałów komunikacji z kredytobiorcą, jeśli przepisy ogólne spełnią swoją rolę w tym zakresie.

3.2.1. MOŻLIWOŚĆ PORÓWNIANIA OFERT PRZEZ KONSUMENTA

Pomimo istnienia europejskich przepisów dotyczących zawierania konsumenckich umów usług finansowych na odległość [Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2002/65/WE...: 16–24], brak jest przepisów odnoszących się bezpośrednio do transakcji w internecie oraz dotyczących wyłącznie produktów kredytowych.

Oczywiście kanały online to korzyści dla konsumentów w postaci łatwiejszej i większej dostępności kredytu, dostępność środków praktycznie niezwłocznie po zawarciu umowy kredytu, a także przeciwdziałanie wykluczeniu finansowemu [Ayoub i Bouyon 2018: 3]. Zagadnienie wiąże się jednak również z zagrożeniami w stosunku do realizacji w praktyce zasady odpowiedzialnego pożyczania poprzez uniemożliwienie konsumentowi zapoznania się ze wszystkimi niezbędnymi informacjami „w stosownym czasie przed związaniem się [...] umową”⁴ i porównania ofert. Wysoka dostępność tego typu kredytów bywa kusząca i wymaga od prawodawcy opracowania ram regulacyjnych, które będą egzekwowały odpowiedzialne działania kredytodawców prowadzących często agresywny i niechciany marketing tego typu usług kredytowych. Warto zwrócić uwagę, że dostępność środków praktycznie w czasie rzeczywistym może skutkować pozbawieniem w praktyce konsumenta prawa do odstąpienia od umowy, który łatwo dostępne środki równie łatwo wyda, nie mogąc ich zwrócić w terminie zakreślonym w art. 14 ust. 3 lit. b) Dyrektywy. Ponadto, łatwa i niezwłoczna dostępność

⁴ Vide art. 5 Dyrektywy.

środków może powodować zbyt wysokie zadłużenie konsumenta, któremu odpowiedzialny kredytodawca powinien przeciwdziałać. Rozważyć zatem należy wprowadzenie przepisów opóźniających wypłatę kredytu o określony termin, z którego konsument może zrezygnować składając deklarację na osobnym niż sama umowa dokumencie, zawierającym odpowiednie pouczenia.

3.2.2. PRZEJRZYSTOŚĆ INFORMACJI O KREDYCIE ON-LINE

W kontekście kredytów konsumenckich oferowanych online, pojawia się także zagadnienie jasności i przejrzystości informacji przedstawianych przez kredytodawcę konsumentowi. W sytuacji, gdy kredyt udzielany jest za pomocą aplikacji na telefon komórkowy bądź innym urządzeniu mobilnym, możliwość zrozumienia informacji wymaganej art. 5 Dyrektywy jest zdecydowanie trudniejsza [Komisja Europejska 2020: 1].

Rozważyć należy zatem uproszczenie wzorca europejskiego arkusza informacyjnego dotyczącego kredytu konsumenckiego, tak by był on łatwiejszy w odbiorze, zwłaszcza przy zawieraniu umowy online – choćby poprzez wykorzystanie ustandaryzowanych znaków graficznych, podobnie jak ma to miejsce w przypadku informacji zgodnie z przepisami PRIIPs [Gałązka 2019c: 271].

3.3. Zjawisko niechcianego kredytu przy sprzedaży kredytu konsumenckiego

Zagadnienie niechcianych ofert dotyczących produktów kredytowych istnieje w praktyce rynkowej w wielu formach. Co do zasady tego typu działania kredytodawców prowadzą do sytuacji, w której konsumenci zadłużają się w większym stopniu. Istnieje ryzyko, że decyzje o zwiększaniu zadłużenia bądź zaciąganiu dodatkowych zobowiązań w ramach nowych umów kredytowych nie wynikają z faktycznych potrzeb konsumentów, lecz są skutkiem namów i zachęt ze strony kredytodawców. To może powodować wzrost poziomu zadłużenia przekraczający próg możliwości jego obsługi przez konsumenta – jeśli tego typu działanie jest skutkiem działań kredytodawcy, jest to niezgodne z zasadą odpowiedzialnego pożyczania [Financial Services User Group 2019: 10]. Badania w jednym z państw wykazały, że w ciągu 12 miesięcy do listopada 2017 roku 28% posiadaczy kart kredytowych uzyskało podniesienie limitu kredytowego na karcie – istotniejsze jest jednak to, że jedynie jedna czwarta posiadaczy kart wniosowała o to, pozostała część otrzymała tenże limit z inicjatywy wydawcy karty [Citizens Advice 2017, dostęp 30.06.2020]. Można z tego wywodzić, że dynamika zapotrzebowania na kredyt konsumencki jest niższe niż faktyczny wzrost wartości całości kredytów, który wynikać może z przyczyn leżących po stronie udzielających kredytów konsumenckich.

Rozważyć zatem należy wprowadzenie przepisu, który będzie w większym stopniu – mając na uwadze zasadę odpowiedzialnego pożyczania – kładł nacisk na inicjatywę ze strony konsumenta w celu uzyskania kredytu konsumenckiego. Wspomniana wcześniej dyrektywa o sprzedaży usług finansowych na odległość zawiera przepisy, które odpowiednio regulują dane zagadnienie⁵ – rozważyć należy wprowadzenie analogicznych przepisów w Dyrektywie, zwłaszcza że poszczególne państwa członkowskie podjęły odpowiednie inicjatywy w tym zakresie⁶. Postulatu tego jednak nie można identyfikować opacznie – nie można uznać, że jakkolwiek inicjatywa ze strony kredytodawcy mająca na celu przedstawienie oferty kredytowej musi być oceniana negatywnie. Głównym postulatem pozostaje tutaj nadal zapewnienie konsumentowi takiego zakresu informacji, by jego decyzja o zainicjowaniu procesu w celu uzyskania kredytu była świadoma i niewymuszona [Szpunar 2019: pkt 1 in fine].

PODSUMOWANIE

Ocena funkcjonowania przepisów Dyrektywy pozostaje wysoka. Jej obowiązywanie pozwoliło konsumentom na większą pewność przy zawieraniu umów kredytowych, dzięki takim uprawnieniom jak prawo do odstąpienia od umowy kredytowej w terminie 14 dni od jej zawarcia, a prawo do wcześniejszej spłaty kredytu pozwoliło ograniczyć ryzyko nadmiernego zadłużania się konsumentów. W zakresie obowiązków nałożonych na kredytodawców, godnym pochwały jest oparcie aksjologiczne przepisów Dyrektywy na zasadzie odpowiedzialnego pożyczania, która materializuje się w przepisach odnoszących się do badania zdolności kredytowej jako przesłanki udzielenia kredytu.

Niemniej jednak zmiany ewoluujące na rynku kredytów konsumenckich powodują, że przepisy Dyrektywy wymagają powtórnej analizy w celu zbadania, czy spełniają swoją rolę w zakresie ochrony konsumenta kredytowych usług finansowych. W świetle przedstawionych rozważań, najważniejszą kwestią pozostaje badanie, czy w zmieniającej się rzeczywistości rynku kredytów konsumenckich, konsument jest faktycznie i materialnie, a nie tylko formalne, poinformowany o ofercie przedstawianej mu przez danego kredytodawcę oraz odnośnie swoich praw i obowiązków wynikających z podjęcia decyzji o zaciągnięciu kredytu. Istotne jest to, aby jego osąd i ocena oferty była możliwie jak najpełniejsza i odbywała się w korzystnych warunkach, bez nacisku na decyzję o zawarciu umowy. Ponadto, potrzeba jest zastanowienia, czy po kilkunastu latach aktywnej

⁵ Vide art. 9 i 10 Dyrektywy 2002/65/WE.

⁶ Por.: rozwiązania irlandzkie – wymóg zgody konsumenta na podniesienie limitu kredytowego karty kredytowej [Central Bank of Ireland 2012: pkt. 3.15, s.11, dostęp 30.06.2020].

polityki Unii Europejskiej w zakresie ochrony konsumenta, przepisy Dyrektywy są nadal spójne z innymi przepisami prawa UE.

Oprócz kwestii zabezpieczenia i właściwego stosowania w praktyce środków ochrony konsumenta usług finansowych o charakterze kredytowym, należy także mieć na uwadze zagadnienie dostępności i kosztów kredytu. Zbyt rozbudowane, nieproporcjonalne obowiązki nakładane na kredytodawców konsumenckich będą prowadziły do braku zainteresowania tym rynkiem. Obniżenie konkurencyjności nie będzie czynnikiem sprzyjającym wzrostowi ochrony konsumenta i obniżeniu kosztów kredytu. Dlatego za szczególnie ważne uznać należy postulaty dotyczące zapewnienia harmonizacji poziomu ochrony konsumenta z jednej strony poprzez uszczegółowienie przepisów w zakresie oceny zdolności kredytowej, a z drugiej poprzez zapewnienie konsumentowi na etapie przedkontraktowym i przy zawieraniu umowy odpowiedniego wysokiego poziomu informacji i świadomości na temat zakresu obowiązków wynikających z zawieranej umowy kredytu konsumenckiego. To drugie winno być zapewnione w sposób nie budzący wątpliwości w każdym z kanałów komunikacji z konsumentem.

BIBLIOGRAFIA

- Ayoub J., Bouyon S., 2018, *Consumer Credit, Digitalisation and Behavioural Economics. Are new protection rules needed?*, „ECRI Policy Brief”, no. 9, September.
- Central Bank of Ireland 2012, Consumer Protection Code 2012, pkt. 3.15, s. 11, <https://www.centralbank.ie/docs/default-source/regulation/consumer-protection/other-codes-of-conduct/4-gns-4-2-7-cp-code-2012.pdf?sfvrsn=6> [dostęp 30.06.2020].
- Citizens Advice 2017, *Credit card companies pushing credit on millions of people who can't pay*, 17 listopada 2017 r., <https://www.citizensadvice.org.uk/about-us/how-citizens-advice-works/media/press-releases/credit-card-companies-pushing-credit-on-millions-of-people-who-cant-pay/> [dostęp 30.06.2020].
- Cyman D., 2016, *Kierunki zmian ochrony konsumenta usług finansowych w Unii Europejskiej*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska – Sectio H”, vol. 50, no. 4.
- European Coalition for Responsible Credit, *Principles of Responsible Credit*, <https://www.responsible-credit.net/media.php?id=1651> [dostęp 28.06.2020].
- EBA (Europejski Urząd ds. Nadzoru Bankowego), 2016, *Wytyczne dotyczące zasad nadzoru nad produktami i ustaleń zarządczych dla produktów bankowości detalicznej*, EBA/GL/2015/18, 22 marca 2016 r., https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/1412678/b0bf150d-2f9d-4c52-ab45-5738e2e380be/EBA-GL-2015-18%20Guidelines%20on%20product%20oversight%20and%20Governance_PL.pdf [dostęp 28.06.2020].
- Eurostat, 2019, *Dane statystyczne dotyczące zatrudnienia*, dane z maja 2019 r., https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Employment_statistics/pl&ol-did=359045 [dostęp 16.06.2020].
- Fairweather K., 2012, *The development of responsible lending in the UK*, [w:] J. Devenney, M. Kenny (red.), *Consumer Credit, Debt and Investment in Europe*, Cambridge University Press.
- Financial Services User Group Komisji Europejskiej, 2019, *FSUG opinion and recommendations for the review of the Consumer Credit Directive*, 8 kwietnia 2019 r., s. 6,

- https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/fsug-opinions-190408-responsible-consumer-credit-lending_en.pdf [dostęp 28.06.2020].
- Gałązka P., 2019a, *Dyrektywa o kredycie konsumenckim – konsultacje rozpoczęte*, 21.01.2019 r., AleBank.pl, <https://alebank.pl/dyrektywa-o-kredycie-konsumentenckim-konsultacje-rozpoczete/> [dostęp 29.05.2020].
- Gałązka P., 2019b, *Różnice w ocenie zdolności kredytowej konsumenta w państwach członkowskich UE jako ograniczenie jednolitego rynku kredytów – analiza w kontekście zasady minimalizacji danych z art. 5 RODO*, „internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny”, nr 8.
- Gałązka P., 2019c, *Obowiązki informacyjne dostawców usług finansowych według rozporządzenia PRIIP*, [w:] E. Rutkowska-Tomaszewska, *Informacja na rynku usług finansowych*, PWE, Warszawa.
- Howells G., Twigg-Flesner Ch., Wilhelmsson T., 2017, *Rethinking UE Consumer Law, Markets and the Law*, City University of Hong Kong, Routledge.
- Komisja Europejska 2002a, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the harmonisation of the laws, regulations and administrative provisions of the Member States concerning credit for consumers, COM/2002/0443 final – COD 2002/0222, Dz.Urz. UE E nr 331 z 31.12.2002.
- Komisja Europejska 2002b, Nota prasowa „Consumer credit rules for the 21st century”, IP/02/1289, 11 września 2002, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_02_1289 [dostęp 27.06.2020].
- Komisja Europejska 2004, Zmieniony wniosek dotyczący Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie harmonizacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych Państw Członkowskich dotyczących kredytu konsumenckiego znoszącej dyrektywę 87/102/WE i zmieniającej dyrektywę 93/13/WE przedstawiona przez Komisję na mocy art. 250 ust. 2 Traktatu WE, COM(2004)747 końcowy, 2002/0222 (COD), 28 października 2004 r.
- Komisja Europejska 2005, Zmieniony wniosek Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie umów o kredyt konsumencki, zmieniająca dyrektywę Rady 93/13/WE, przedstawiony przez Komisję na mocy art. 250 ust. 2 Traktatu WE, COM(2005) 483 końcowy/2, 2002/0222 (COD), 23 listopada 2005 r.
- Komisja Europejska 2018, Mapping of national approaches in relation to creditworthiness assessment under Directive 2008/48/EC on credit agreements for consumers, Bruksela, marzec 2018 r.
- Komisja Europejska 2017, Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Banku Centralnego, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów: Plan działania w sprawie detalicznych usług finansowych: szersza oferta i lepsze produkty, COM/2017/0139 final, Bruksela, marzec 2017 r.
- Komisja Europejska 2020, Inception Impact Assessment – Review of the Consumer Credit Directive (2008/48/EC), Ref. Ares(2020)3256802, 23 czerwca 2020 r.
- Monkiewicz J., Monkiewicz M., 2005, *Tendencje rozwoju ochrony konsumentów na rynku ubezpieczeniowym. Nowe koncepcje i rozwiązania*, „Rozprawy Ubezpieczeniowe”, nr 1, z. 18.
- Nadolska A., 2019, *Konsument i klient na rynku usług finansowych. Problem zakresu podmiotowego ochrony na rynku finansowym*, [w:] J. Monkiewicz, E. Rutkowska-Tomaszewska (red.), *Ochrona konsumenta na polskim i międzynarodowym rynku finansowym*, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Ramsay I., 2016, *Changing Policy Paradigms of EU Consumer Credit and Debt Regulation*, [w:] D. Leczykiewicz, S. Weatherill (red.), *The Images of the Consumer in EU Law: Legislation, Free Movement and Competition Law*, Hart Publishing, Oxford.
- Rutkowska-Tomaszewska E., Paleczna M., 2018, *Idea odpowiedzialnego kredytowania na rynku niebankowych kredytów konsumenckich w Polsce*, „internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny”, nr 6(7).

- Rutkowska-Tomaszewska E., 2013, *Ochrona prawna klienta na rynku usług bankowych*, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Szpunar M., 2019, *Opinia Rzecznika Generalnego w sprawie C-125/18 Marc Gómez del Moral Guasch przeciwko Bankia SA*, 10 września 2019 r.

Źródła prawa :

- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2002/65/WE z dnia 23 września 2002 r. dotycząca sprzedaży konsumentom usług finansowych na odległość oraz zmieniająca dyrektywę Rady 90/619/EWG oraz dyrektywy 97/7/WE i 98/27/WE, Dz.Urz. UE L 271 z 9 października 2002 r.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2008/48/WE z dnia 23 kwietnia 2008 r. w sprawie umów o kredyt konsumencki oraz uchylająca dyrektywę Rady 87/102/EWG, Dz. Urz. UE L nr 133 z 22 maja 2008 r., s. 66–92.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/17/UE z dnia 4 lutego 2014 r. w sprawie konsumenckich umów o kredyt związanych z nieruchomościami mieszkalnymi i zmieniająca dyrektywę 2008/48/WE i 2013/36/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 1093/2010, Dz. Urz. UE L 60 z 28 lutego 2014 r.
- Dyrektywa Rady 87/102/EWG z dnia 22 grudnia 1986 r. w sprawie zbliżenia przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych Państw Członkowskich dotyczących kredytu konsumenckiego, Dz. Urz. UE L nr 42 z 12 lutego 1987 r., s. 48-53, polska wersja językowa: polskie wydanie specjalne: Rozdział 15 Tom 001, s. 326–331.
- Dyrektywa Rady 90/88/EWG z dnia 22 lutego 1990 r. zmieniająca dyrektywę 87/102/EWG w sprawie zbliżenia przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych Państw Członkowskich dotyczących kredytu konsumenckiego, Dz. Urz. UE L 061 z 10 marca 1990 r., s. 14–18.

CONSUMER CREDIT DIRECTIVE – DE LEGE FERENDA REMARKS

Abstract

The purpose of the article is to discuss the Consumer Credit Directive, as well as to make an assessment of the most important changes postulates of the Directive in the event of dynamic changes on the retail credit market. The article is based on the comments and opinions of the representatives of the doctrine, combined with the postulates of consumer organizations and supervisors, as well as analyses conducted by the European Commission as sole institution equipped with the legislative initiative in the EU.

Keywords: consumer credit, financial services, European Union, responsible lending.

Przyjęto/Accepted: 5.11.2020
Opublikowano/Published: 31.12.2020

ZAKRES OCHRONY KONSUMENTA W UBEZPIECZENIU OD UTRATY ŹRÓDŁA DOCHODU OFEROWANYM PRZEZ WYBRANE BANKI

mgr Katarzyna Nowak

Szkoła Doktorska, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-9316-616X>

Streszczenie

Powszechną praktyką na rynku finansowym jest łączenie przez banki w ofertach produktów kredytowych i ubezpieczeniowych. Ubezpieczenie kredytu to połączenie dwóch skomplikowanych usług finansowych – usługi bankowej oraz usługi ubezpieczeniowej. Dystrybucja produktów ubezpieczeniowych wraz z kredytami jest zjawiskiem naturalnym. Kredyt i ubezpieczenie to dobra komplementarne. Rata kredytu stanowi na ogół poważny wydatek w budżecie gospodarstwa domowego. W konsekwencji zaciągnięcia kredytu rośnie ryzyko utraty zdolności kredytobiorcy do wywiązania się ze zobowiązań finansowych. W tym celu kredytobiorca ma do dyspozycji ubezpieczenie jako narzędzie ograniczające to ryzyko. Jednakże propozycja ubezpieczenia wychodzi z reguły ze strony banku i jest motywowana jego interesem. Banki traktują umowę ubezpieczenia jako formę zabezpieczenia spłaty kredytu, która stanowi zabezpieczenie dodatkowe, ale często też jest zabezpieczeniem jedynym. Z kolei dla konsumenta jest to instrument, który może okazać się pomocny, kiedy znajdzie się w trudnej sytuacji finansowej spowodowanej utratą pracy czy trwałym inwalidztwem. Celem ubezpieczeń dodawanych do kredytów przez banki jest ograniczanie ryzyka, jakim jest niezdolność kredytobiorcy do spłaty kredytu oraz zapewnienie bezpieczeństwa ubezpieczonemu lub uposażonemu. Ubezpieczenie ze względu na swój charakter nie jest typowym produktem na rynku finansowym, ponieważ ubezpieczający nabywa abstrakcyjną gwarancję wypłaty świadczenia w zamian za składkę ubezpieczeniową. Celem artykułu jest porównanie i ocena zakresu ochrony konsumenta (ubezpieczającego) na podstawie zapisów ogólnych warunków ubezpieczenia w ubezpieczeniu od utraty źródła dochodu dodawanego do kredytów konsumenckich przez dwa największe banki w Polsce. Badanie to pozwoli na określenie formalnych ram ochrony ubezpieczeniowej. Do analizy porównawczej zakresu ochrony ubezpieczeniowej z ogólnych warunków ubezpieczenia zostały wybrane następujące kategorie: przedmiot ubezpieczenia, definicje zdarzeń objętych odpowiedzialnością zakładu ubezpieczeń, charakter świadczeń oraz wyłączenia i ograniczenia odpowiedzialności. Powyższa analiza zakresu ochrony ubezpieczeniowej w wybranych bankach dowodzi, że oferowane ogólne warunki ubezpieczenia cechują się wysokim stopniem skomplikowania. Dlatego konsument może mieć problem z porównaniem ofert i wybraniem ubezpieczenia użytecznego, czyli dopasowanego do jego potrzeb.

Słowa kluczowe: kredyt mieszkaniowy, ubezpieczenie, zabezpieczenie kredytu, bancassurance, ochrona konsumenta.

JEL Class: D18, G21, G22.

WSTĘP

Banki w ramach współpracy z zakładami ubezpieczeń (*bancassurance*) oferują ubezpieczenia, które mają chronić kredytobiorców (konsumentów) przed ryzykiem utraty zdolności do spłaty kredytu. Wśród ubezpieczeń łączonych z kredytem, oferowanych przez banki, znajdują się zarówno ubezpieczenia osobowe, jak i majątkowe. Należą do nich: ubezpieczenia na życie i zdrowie, na wypadek utraty dochodu, na wypadek ognia i innych zdarzeń losowych oraz obecnie stosunkowo rzadko zawierane ubezpieczenia niskiego wkładu własnego i ubezpieczenia pomostowe. Ubezpieczenie kredytu nie jest obowiązkowe, ponieważ żadne przepisy prawa takiego obowiązku na kredytobiorców nie nakładają. Banki mogą natomiast wymagać dowolnego zabezpieczenia przewidzianego przepisami prawa, w tym ubezpieczenia. W Polsce banki mają w ofercie kredyty z ubezpieczeniem lub bez. Kredyt z ubezpieczeniem jest niżej oprocentowany, ale kredytobiorca nie może skorzystać z ubezpieczyciela nierekomendowanego przez kredytodawcę, bez pogorszenia warunków kredytu.

Dystrybucja produktów ubezpieczeniowych wraz z kredytami jest zjawiskiem naturalnym. Kredyt i ubezpieczenie to dobra komplementarne. Zaciągnięcie kredytu podnosi ryzyko finansowe kredytobiorcy. W tym celu kredytobiorca ma do dyspozycji ubezpieczenie jako narzędzie ograniczające to ryzyko.

Zawarcie umowy ubezpieczenia przez kredytobiorcę (ubezpieczającego) następuje na podstawie doręczonych przez zakład ubezpieczeń ogólnych warunków ubezpieczenia.

Istota umowy ubezpieczenia jako kontraktu najwyższego zaufania oparta jest na zapewnieniu pomocy poszkodowanym. Pewność ochrony jest fundamentem ubezpieczeń. Każdy przypadek odmowy wypłaty świadczenia podważa zaufanie konsumentów do zakładów ubezpieczeń. [P. Nowak 2019: 57–67].

Celem artykułu jest porównanie i ocena zakresu ochrony konsumenta (ubezpieczającego) na podstawie zapisów ogólnych warunków ubezpieczenia w ubezpieczeniu od utraty źródła dochodu dodawanego do kredytów konsumenckich w Banku PKO BP SA i w Banku Pekao SA. Badanie to pozwoli na określenie formalnych ram ochrony ubezpieczeniowej. Do analizy porównawczej zakresu ochrony ubezpieczeniowej z ogólnych warunków ubezpieczenia zostały wybrane następujące kategorie: przedmiot ubezpieczenia, definicje zdarzeń objętych odpowiedzialnością zakładu ubezpieczeń, charakter świadczeń oraz wyłączenia i ograniczenia odpowiedzialności.

Studia literatury przedmiotu, analiza aktów prawnych i poglądów doktryny pozwoliły na postawienie tezy, iż postanowienia wzorców umów ubezpieczenia powiązanych z umową kredytu konsumenckiego cechuje wysoki stopień skomplikowania i tym samym utrudniają konsumentowi dokonania oceny i wyboru użytecznego ubezpieczenia.

Artykuł został oparty na analizie literatury przedmiotu. W artykule została przeprowadzona analiza porównawcza zapisów ogólnych warunków ubezpieczenia (o.w.u.) dostępnych w ofercie wybranych banków. Dodatkowe dane pozyskano w ramach przeprowadzonych bezpośrednich rozmów informacyjnych z pracownikami tych banków.

1. CHARAKTERYSTYKA PRAWNA OGÓLNYCH WARUNKÓW UBEZPIECZENIA

Źródłem powstania stosunku prawnego ubezpieczenia jest umowa ubezpieczenia. Zawarcie umowy ubezpieczenia następuje najczęściej poprzez przystąpienie ubezpieczającego do warunków przedstawionych przez ubezpieczyciela. W takim wypadku rola ubezpieczającego w kształtowaniu indywidualnych warunków umowy jest zazwyczaj ograniczona do minimum, ponieważ ubezpieczający może jedynie zawrzeć umowę i jednocześnie zgodzić się na warunki określone w umowie albo w ogóle zrezygnować z jej zawarcia. W związku z tym umowa ubezpieczenia jest umową adhezyjną [Kwiecień 2016: 56; Orlicki 2010: 128; Serwach 2014: 99–119], gdzie warunki umowy określa jeden z kontrahentów (zakład ubezpieczeń) i nie przewiduje on możliwości negocjacji treści umowy i dopasowania umowy do indywidualnych potrzeb i wymagań ubezpieczającego.

Zawarcie umowy ubezpieczenia następuje na podstawie doręzonego przez zakład ubezpieczeń wzorca umownego, czyli ogólnych warunków ubezpieczenia (dalej jako o.w.u.). Przepisy kodeksu cywilnego [Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r..., t.j. Dz.U. 2019, poz. 1145 ze zm.], (dalej jako k.c.), nie określają terminu jaki powinien zostać zachowany pomiędzy doręczeniem o.w.u. a zawarciem umowy ubezpieczenia. Bez wątplenia ubezpieczyciel powinien udostępnić wzorzec przed podpisaniem umowy, aby konsument miał możliwość zapoznania się z jego treścią.

Wzorzec umowy w postaci o.w.u. zawiera usystematyzowane, standardowe postanowienia, które mają zastosowanie do zawieranych przez ubezpieczyciela tzw. umów masowych [Przybitnikowski 2019: 123], których stosowanie ma wykraczać poza jeden przypadek [Zoll 1998: 46–63; Łętowska: 2004] oraz które cechuje powtarzalna, zestandaryzowana treść. Zakład ubezpieczeń ma prawo stworzyć własne zasady ochrony ubezpieczeniowej, definicje pojęć, czy sposoby wyliczania kwoty wypłacanej w momencie zaistnienia wypadku ubezpieczeniowego. Jednakże postanowienia zawarte w takim wzorcu nie mogą być sprzeczne z bezwzględnie obowiązującymi przepisami [Orlicki 2016: 75–87; Wąsiewicz 1997: 103].

W literaturze przedmiotu wzorzec umowny został określony jako „jednostronne i przygotowane przed zawarciem umowy, gotowe zestawienie klauzul umownych, przeznaczonych do wykorzystania w nieograniczonej liczbie

przypadków” [Kościelniak 2011]. Z przytoczonej definicji wynika, że przed zawarciem umowy ubezpieczenia zakład ubezpieczeń (proponent) formułuje wzorzec, a druga strona umowy (adherent) nie ma wpływu na treść klauzul. To ubezpieczyciel wywiera największy wpływ na zakres i poziom ochrony ubezpieczeniowej przy jednoczesnym biernym udziale ubezpieczającego w kształtowaniu treści stosunku prawnego łączącego go z ubezpieczycielem. Stosowanie wzorców umownych w znaczącym stopniu ogranicza ingerencję konsumentów w treść umowy ubezpieczenia. W takiej sytuacji ubezpieczyciel może nadużywać swojej dominującej pozycji i narzucać warunki ubezpieczenia poprzez formułowanie korzystnych dla siebie treści wzorców kosztem interesu klientów.

W polskiej doktrynie dominuje pogląd, że wzorzec umowy nie jest częścią umowy ubezpieczenia, a kwalifikowanym oświadczeniem woli, który kształtuje treść stosunku prawnego poza konsensem stron [Wałachowska 2016: 3–12; Bednarek i Miłkaszewicz: 2020].

Wzorzec umowy jest dokumentem zewnętrznym w stosunku do umowy ponieważ umowa ubezpieczenia zawiera postanowienia indywidualne. Indywidualizacja postanowień w przypadku umów zawieranych na podstawie doręzonego wzorca polega na określeniu stron umowy, przedmiotu świadczenia, ceny ubezpieczenia oraz czasu trwania umowy. Pozostałe prawa i obowiązki stron reguluje o.w.u. i nie podlegają one indywidualnemu uzgodnieniu.

W przepisach kodeksu cywilnego regulujących umowę ubezpieczenia (art. 805 k.c. i nast.), ustawodawca posługuje się pojęciem ogólnych warunków ubezpieczenia, jako źródła regulacji stosunku ubezpieczenia [Pokrzywniak 2016: 33–46]. Natomiast w ustawie o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej [Ustawa z dnia 11 września 2015 r. t.j. Dz.U. z 2019 r. poz. 381 ze zm.] (dalej jako u.d.u.r.) ustawodawca odnosi się nie tylko do ogólnych warunków ubezpieczenia, ale również używa sformułowania „inne wzorce umowy”. Jak zauważa M. Krajewski [2016: 13–25], w kodeksie cywilnym mianem ogólnych warunków ubezpieczenia określa się wszelkie wzorce umowy, które są stosowane przez ubezpieczyciela. Dlatego również do innych wzorców będą miały zastosowanie przepisy k.c., w których ustawodawca posługuje się pojęciem ogólnych warunków ubezpieczenia.

Przepisy k.c. nie przewidują żadnych wymogów odnośnie treści ogólnych warunków ubezpieczenia. Jednakże minimalny zakres elementów, które są obowiązkowe w o.w.u. został wyszczególniony w art. 16 u.d.u.r. W szczególności o.w.u. powinno określać: rodzaj ubezpieczenia i jego przedmiot, prawa i obowiązki każdej ze stron umowy ubezpieczenia, zakres odpowiedzialności zakładu ubezpieczeń, sposób ustalania i opłacania składki ubezpieczeniowej [Celczyńska i in. 2016: 50].

Postanowienia zawarte we wzorcu oraz w umowie powinny być zrozumiałe oraz sformułowane w sposób jednoznaczny, co wynika wprost z art. 385 § 2 k.c. oraz z art. 15 ust. 3. u.d.u.r. Zrozumiałość oznacza łatwość zrozumienia treści,

czyli jasność użytych sformułowań. Jednoznaczność oznacza, że postanowienia nie powinny wzbudzać wątpliwości interpretacyjnej. Zasada przejrzystości (transparentności) wzorca odnosi się również do precyzyjnego określania zakresu ubezpieczenia oraz dokładnego wskazania wyłączeń odpowiedzialności ubezpieczyciela. Kluczowy dla zachowania tej zasady jest również sposób definiowania pojęć o istotnym znaczeniu.

Wymóg transparentności dotyczy aspektów językowych oraz aspektów technicznych wzorca [Mikłaszewicz 2020]. W związku z tym, istotny we wzorcu jest zarówno język, jak i sposób sporządzenia dokumentu. Przy formułowaniu w o.w.u. praw i obowiązków stron oraz innych postanowień powinno się uwzględnić przeciętny poziom wiedzy ubezpieczającego.

Istotą wymogu transparentności jest zapewnienie konsumentowi możliwości przewidzenia skutków postanowień zawartych w o.w.u. [P. Nowak 2020: 183–194]. Posługiwanie się prostym i jasnym językiem ma zapewnić konsumentowi podjęcie świadomej decyzji odnośnie zawarcia umowy ubezpieczenia.

W przypadku zastosowania niejasnych postanowień we wzorcu tłumaczy się je na korzyść słabszej strony – ubezpieczającego, ubezpieczonego, uposażonego lub uprawnionego. Ubezpieczyciel jako podmiot profesjonalny, który redaguje ogólne warunki ubezpieczenia ma obowiązek sformułować je precyzyjnie. „Byłoby sprzeczne z zasadami współżycia społecznego, by konsekwencje niewłaściwej redakcji postanowień obciążały ubezpieczającego” [Wyrok SN dnia 18 marca 2003 r., IV CKN 1858/00].

Celem wprowadzonego wymogu przejrzystości wzorców jest poprawa czytelności ogólnych warunków ubezpieczenia [Orlicki 2015: 55–70] i tym samym zwiększenie świadomości konsumentów odnośnie ich praw i obowiązków. Można przypuszczać, że większość konsumentów nie zapoznaje się z treścią doręczonych wzorców umownych [Więcko-Tułowicka 2014: 80]. Ich konstrukcja, obszerność treści, jak i język mogą skutecznie zniechęcać konsumenta do czytania, próby zrozumienia czy dokonania analizy zakresu ochrony ubezpieczeniowej.

Popelnione błędy przez konsumenta na etapie oceny zakresu ochrony ubezpieczeniowej i później przy zawieraniu umowy ubezpieczenia mogą być dla niego krytyczne i skutkować nawet brakiem wypłaty świadczenia [K. Nowak 2019: 85–97].

2. ZAKRES OCHRONY W UBEZPIECZENIACH Z TYTUŁU UTRATY ŹRÓDŁA DOCHODU W BANKU PKO BP I BANKU PEKAO SA

Ochrona ubezpieczeniowa obejmuje zdarzenia losowe, których wystąpienia nie da się przewidzieć. Zdarzenia losowe są utożsamiane z nieszczęśliwymi wypadkami. Jednakże nie wszystkie wypadki mogą być objęte ochroną ubezpiecze-

niową. Pewnych ryzyk nie można ubezpieczyć. Co do zasady, ubezpieczeniem nie są objęte wypadki, które nastąpiły przed objęciem ochroną ubezpieczeniową, powstałe w wyniku naturalnego zużycia lub z przyczyn spowodowanych umyślnie. Ochronie nie podlegają również zdarzenia pewne lub takie, które cechują się ryzykiem trudnym do oszacowania.

Umowę ubezpieczenia zawiera się w związku z ryzykiem przyszłym i niepewnym. Możliwość przewidzenia zajścia zdarzenia nie wyłącza odpowiedzialności ubezpieczyciela. Nie można zawrzeć umowy ubezpieczenia w zakresie ryzyka, które nie może się urzeczywistnić albo jest pewne. Na tym opiera się ubezpieczalność ryzyka.

Analiza zapisów o.w.u. ubezpieczenia od utraty dochodu oferowanego do kredytów mieszkaniowych, dla osób zawierających umowę kredytu została przeprowadzona na podstawie ofert przekazanych przez dwa największe banki w Polsce: PKO Bank Polski SA (dalej PKO BP) oraz Banku Pekao SA (dalej Bank Pekao). Zarówno PKO BP, jak i Bank Pekao są najsilniejszymi bankami pod względem posiadanych aktywów i udzielonych kredytów oraz liczby klientów. Potwierdzają to dane publikowane przez miesięcznik „Bank”, który w ramach corocznie sporządzanego rankingu przedstawia podranking banków, który obejmuje aktywność banków na rynku kredytów hipotecznych dla osób fizycznych. W rankingu za 2018 r. pierwsze miejsca, pod względem wartości portfela kredytów, zajęły PKO BP, Santander, Bank Pekao [*XXIV Ranking Banków*, 2019: 21]

Ranking banków przygotowuje również corocznie gazeta „Newsweek” wraz z firmą badawczą Millward Brown. W kategorii „bankowość hipoteczna” – w której oceniane jest komu i na jakich warunkach banki skłonne są udzielać kredytów na mieszkania i domy, najlepsze banki to: Bank Pekao, PKO BP, Alior [*Ranking przyjazny bank „Newsweeka”*, 2019: 64].

PKO BP i Bank Pekao występują w dystrybucji ubezpieczeń spłaty kredytu w charakterze agentów ubezpieczeniowych i oferują klientom nabycie ubezpieczenia w ramach zawarcia umowy ubezpieczenia (ubezpieczenie indywidualne). Ubezpieczycielem współpracującym z bankiem PKO BP dla ubezpieczeń spłaty kredytu hipotecznego na wypadek utraty źródła dochodu, inwalidztwa w następstwie nieszczęśliwego wypadku i leczenia szpitalnego jest PKO Towarzystwo Ubezpieczeń SA. Z kolei Bank Pekao oferuje do kredytów mieszkaniowych ubezpieczenia na wypadek utraty dochodu w następstwie nieszczęśliwego wypadku u Sopockiego Towarzystwa Ubezpieczeń ERGO Hestia SA.

Ubezpieczenie spłaty kredytu PKO BP obejmuje trzy zdarzenia:

- utratę źródła dochodu,
- inwalidztwo z tytułu całkowitej fizycznej utraty lub całkowitej trwałej utraty władzy nad poszczególnymi narządami, wymienionymi w dołączonej tabeli w dalszej części o.w.u.,
- leczenie szpitalne.

Ubezpieczenie spłaty kredytu jest dostępne dla osób otrzymujących dochody na podstawie stosunku pracy, z działalności gospodarczej oraz innej pracy zarobkowej.

Utrata źródeł dochodu z tytułu stosunku pracy oznacza w treści badanego o.w.u. „...Utratę dochodu z tytułu stosunku pracy, o ile zostały spełnione łącznie poniższe kryteria:

- 1) ustanie stosunku pracy nastąpiło z którejkolwiek z poniższych przyczyn:
 - a) rozwiązania przez pracodawcę stosunku pracy za wypowiedzeniem, przy czym za takie wypowiedzenie nie uważa się rozwiązania stosunku pracy w trybie wywołującym jedynie skutki rozwiązania stosunku pracy przez pracodawcę za wypowiedzeniem; w tym rozwiązania umowy o pracę przez pracownika w trybie opisanym w art. 23(1) § 4 ustawy z dnia 26 czerwca 1974 r. Kodeks pracy;
 - b) rozwiązania stosunku pracy na mocy porozumienia stron na podstawie art. 30 wskazanym w § 1 pkt. 1 Kodeksu pracy wyłącznie w związku z art. 1 lub art. 10 ustawy z 13 marca 2003 r. o szczególnych zasadach rozwiązania z pracownikami stosunków pracy z przyczyn niedotyczących pracowników;
 - c) wygaśnięcia stosunku pracy na skutek śmierci pracodawcy będącego osobą fizyczną albo ogłoszenia przez pracodawcę upadłości albo oddalenia przez sąd wniosku o ogłoszenie upadłości pracodawcy z powodu braku wystarczającego majątku na zaspokojenie kosztów postępowania upadłościowego;
 - d) wygaśnięcia mandatu w ramach stosunku służbowego;
 - e) odwołania ze stanowiska lub funkcji w ramach stosunku służbowego z wyłączeniem sytuacji, gdy odwołanie następuje na wniosek Ubezpieczonego;
 - f) wygaśnięcia kontraktu menedżerskiego lub żołnierskiego lub marynarckiego lub rozwiązania innych przyczyn, niż wypowiedzenie przez Ubezpieczonego lub za porozumieniem stron;
- 2) Ubezpieczony nie pozostaje w jakimkolwiek stosunku pracy lub nie wykonuje innej pracy zarobkowej lub nie prowadzi działalności gospodarczej przez okres co najmniej 30 dni liczony od następnego dnia po dacie wskazanej w ppkt 1;
- 3) Ubezpieczony uzyskał status bezrobotnego.”¹ .

¹ § 2 ust. 47. Ogólne warunki ubezpieczenia spłaty kredytu hipotecznego, pożyczki hipotecznej na wypadek utraty źródła dochodu, inwalidztwa w następstwie nieszczęśliwego wypadku i leczenia szpitalnego dla klientów PKO Banku Polskiego SA lub PKO Banku Hipotecznego SA, PKO Towarzystwo Ubezpieczeń SA, OWU/UPKH/2018-1, s. 3.

Utrata źródeł dochodu z działalności gospodarczej oznacza „utrata dochodu z działalności gospodarczej prowadzonej na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, o ile zostały spełnione łącznie poniższe kryteria:

- 1) nastąpiło zakończenie wykonywania działalności gospodarczej;
- 2) Ubezpieczony nie prowadzi jakiegokolwiek działalności gospodarczej lub nie wykonuje innej pracy zarobkowej lub nie pozostaje w stosunku pracy przez okres co najmniej 30 dni liczonych od dnia następnego po dacie o której mowa w ppkt 1;

3) Ubezpieczony uzyskał status bezrobotnego”².

Z kolei utrata dochodu z innej pracy zarobkowej oznacza „utrata dochodu (...) o ile zostały spełnione łącznie poniższe kryteria:

1) Utrata dochodu nastąpiła z którejkolwiek z poniższych przyczyn:

a) rozwiązania umowy leżącej u podstaw innej pracy zarobkowej, której stroną jest Ubezpieczony nieposiadający ustaloną decyzją uprawnionego organu prawa do świadczeń emerytalnych lub rentowych z ubezpieczenia społecznego lub;

b) rozwiązania stosunku pracy lub leżącej u podstaw innej pracy zarobkowej umowy, których stroną jest Ubezpieczony posiadający ustaloną decyzją uprawnionego organu prawo do świadczeń emerytalnych lub rentowych z ubezpieczenia społecznego o ile rozwiązanie umowy agencyjnej albo umowy zlecenia albo umowy o dzieło nastąpiło z innych przyczyn, niż wypowiedzenie albo odstąpienie od tej umowy przez Ubezpieczonego albo rozwiązanie jej za porozumieniem stron, zaś w przypadku Ubezpieczonego świadczącego pracę w ramach stosunku pracy i posiadającego ustaloną prawo do świadczeń emerytalnych lub rentowych z ubezpieczenia społecznego, o ile rozwiązanie stosunku pracy nastąpiło z przyczyn, o których mowa w OWU.

2) Ubezpieczony nie pozostaje w jakimkolwiek stosunku pracy lub nie świadczy usług na podstawie umowy agencyjnej lub umowy zlecenia lub umowy o dzieło lub nie prowadzi działalności gospodarczej przez okres co najmniej 30 dni liczony od następnego dnia po dacie wskazanej w ppkt 1;

3) Ubezpieczony uzyskał status osoby poszukującej pracę.”³

² § 2 ust. 46. Ogólne warunki ubezpieczenia spłaty kredytu hipotecznego, pożyczki hipotecznej na wypadek utraty źródła dochodu, inwalidztwa w następstwie nieszczęśliwego wypadku i leczenia szpitalnego dla klientów PKO Banku Polskiego SA lub PKO Banku Hipotecznego SA, PKO Towarzystwo Ubezpieczeń SA, OWU/UPKH/2018-1, s. 3.

³ § 2 ust. 48 Ogólne warunki ubezpieczenia spłaty kredytu hipotecznego, pożyczki hipotecznej na wypadek utraty źródła dochodu, inwalidztwa w następstwie nieszczęśliwego wypadku i leczenia szpitalnego dla klientów PKO Banku Polskiego SA lub PKO Banku Hipotecznego SA, PKO Towarzystwo Ubezpieczeń SA, OWU/UPKH/2018-1, s. 3–4.

Pojęcia utraty źródła dochodu zawężają zakres ochrony. Zawężenie to jest powtórzone i rozszerzone w dalszej części o.w.u. w § 6, dotyczącym wyłączenia odpowiedzialności.

Zgodnie z jego treścią, okoliczności wyłączające odpowiedzialność są następujące⁴:

1) jeżeli rozwiązanie stosunku pracy nastąpiło na wniosek ubezpieczonego lub z winy ubezpieczonego lub na skutek rozwiązania umowy o pracę przez pracodawcę bez wypowiedzenia;

2) gdy utrata pracy nastąpiła w wyniku odmowy przyjęcia przez ubezpieczonego zaproponowanych mu nowych warunków pracy lub płacy;

3) jeżeli utrata pracy jest kolejną utratą pracy występującą na skutek rozwiązania stosunku pracy z tym samym pracodawcą, a ubezpieczyciel wypłacił świadczenie z tytułu poprzedniej utraty pracy;

4) jeżeli w dniu zawarcia umowy ubezpieczenia ubezpieczony pozostawał w okresie wypowiedzenia stosunku pracy lub został odwołany ze stanowiska lub funkcji w przypadku zatrudnienia na podstawie stosunku służbowego;

5) jeżeli ubezpieczony najpóźniej w momencie zawarcia umowy ubezpieczenia został poinformowany przez pracodawcę o grupowych zwolnieniach obejmujących ubezpieczonego;

6) jeżeli ubezpieczony najpóźniej w momencie zawarcia umowy ubezpieczenia został poinformowany przez pracodawcę o zamiarze likwidacji stanowiska pracy;

7) jeżeli rozwiązanie stosunku pracy nastąpiło w drodze porozumienia stron;

8) jeżeli ubezpieczony w trakcie ochrony ubezpieczeniowej nabył prawa do emerytury lub renty z Funduszu Ubezpieczeń Społecznych;

9) jeżeli ubezpieczonemu w trakcie ochrony ubezpieczeniowej wygasła umowa zawarta na czas określony lub ustał stosunek pracy wskutek upływu terminu jego obowiązywania;

10) jeżeli utrata źródła dochodu nastąpiła w wyniku rozwiązania stosunku pracy z przedsiębiorcą, którego współnikiem jest krewny lub powinowaty ubezpieczonego do drugiego stopnia włącznie;

11) jeżeli ubezpieczony najpóźniej w momencie zawarcia umowy ubezpieczenia był poinformowany o złożonym przez drugą stronę stosunku pracy, umowy agencyjnej, umowy zlecenia lub umowy o dzieło, albo innej umowy cywilnoprawnej, wniosku o ogłoszenie upadłości pracodawcy z powodu braku wystarczającego majątku na zaspokojenie kosztów postępowania upadłościowego;

⁴ § 6 ust. 1–12. Ogólne warunki ubezpieczenia spłaty kredytu hipotecznego, pożyczki hipotecznej na wypadek utraty źródła dochodu, inwalidztwa w następstwie nieszczęśliwego wypadku i leczenia szpitalnego dla klientów PKO Banku Polskiego SA lub PKO Banku Hipotecznego SA, PKO Towarzystwo Ubezpieczeń SA, OWU/UPKH/2018-1, s. 5.

12) w okresie 6 miesięcy poprzedzających zawarcie umowy ubezpieczenia nie prowadził nieprzerwanie działalności gospodarczej lub w okresie tym został złożony wniosek o upadłość.

Świadczenie z tytułu utraty źródeł dochodu jest świadczeniem miesięcznym (dla zdarzeń utraty pracy i utraty dochodu z działalności gospodarczej) oraz jednorazowym dla zdarzeń z tytułu utraty dochodu z innej pracy zarobkowej, należnym wypłacanym wyłącznie raz w całym okresie ubezpieczenia. Wysokość świadczenia odpowiada udziałowi procentowemu ubezpieczonego w kwocie najbliższej raty kredytu (jeżeli kredytobiorców jest więcej niż jeden, o.w.u. dopuszcza maksymalnie dwóch ubezpieczonych).

Odpowiedzialność ubezpieczyciela ograniczona jest do równowartości 6 rat w przypadku jednego zdarzenia ubezpieczeniowego polegającego na utracie pracy lub utracie dochodu z działalności gospodarczej. Maksymalna wysokość świadczenia miesięcznego jest równa udziałowi procentowemu ubezpieczonego w najbliższej racie, jednakże nie więcej niż 30 000 PLN. Łączna wysokość świadczeń miesięcznych w całym okresie ubezpieczenia nie może przekroczyć kwoty stanowiącej równowartość 12 rat oraz nie może być wyższa niż 360 000 zł, bez względu na liczbę przypadków utraty pracy oraz utraty dochodu z działalności gospodarczej⁵.

Warunki ubezpieczenia spłaty kredytów Banku Pekao są zawarte w tym samym o.w.u., co ubezpieczenie na życie. Pojęcie „utrata dochodu” poza utratą pracy obejmuje również czasową niezdolność do pracy.

Utrata dochodu oznacza zdarzenie, które polega na wystąpieniu u ubezpieczonego utraty pracy lub czasowej niezdolności do pracy, przy czym utrata pracy musi nastąpić wskutek wypowiedzenia lub rozwiązania stosunku pracy przez pracodawcę⁶.

Zakres ubezpieczenia zależy od statusu ubezpieczonego w chwili zawarcia umowy ubezpieczenia oraz w trakcie jej trwania.

Ubezpieczyciel dzieli ubezpieczonych na trzy kategorie:

- ubezpieczony, zatrudniony na podstawie stosunku pracy zawartego na czas nieokreślony,
- ubezpieczony zatrudniony na podstawie stosunku pracy zawartego na czas określony lub prowadzący działalność gospodarczą lub wykonujący działalność zarobkową w innej formie,

⁵ § 10 ust. 3 pkt. 2–3. Ogólne warunki ubezpieczenia spłaty kredytu hipotecznego, pożyczki hipotecznej na wypadek utraty źródła dochodu, inwalidztwa w następstwie nieszczęśliwego wypadku i leczenia szpitalnego dla klientów PKO Banku Polskiego SA lub PKO Banku Hipotecznego SA, PKO Towarzystwo Ubezpieczeń SA, OWU/UPKH/2018-1, s. 5.

⁶ § 1 ust. 3 pkt. 33. Ubezpieczenie dla Kredytobiorców Kredytów Mieszkaniowych banku Pekao S.A. Sopockie Towarzystwo Ubezpieczeń Ergo Hestia SA, KH-PEKAO 01/18), s. 4.

– ubezpieczony niezdolny do pracy lub posiadający prawo do emerytury (niezależnie od osiągnięcia przez niego dochodu) albo nieosiągający dochodu.

Jako utratę pracy o.w.u. definiuje zdarzenie polegające na:

a) utracie zatrudnienia wskutek rozwiązania za wypowiedzeniem przez pracodawcę stosunku pracy zawartego z Ubezpieczonym na czas nieokreślony;

b) niepozostawaniu w innym stosunku pracy przez okres minimum 61 dni liczonych od daty rozwiązania stosunku pracy, o którym mowa pod lit. a);

c) uzyskaniu, w wyniku rozwiązania stosunku pracy, o którym mowa pod lit. a) przez Ubezpieczonego: – statusu Bezrobotnego oraz uprawnienia do pobierania zasiłku dla Bezrobotnych w rozumieniu odpowiednich przepisów prawa polskiego, albo – statusu Poszukującego Pracy – w przypadku osób, które na podstawie obowiązujących przepisów prawa nie mogą uzyskać statusu Bezrobotnego oraz uprawnienia do zasiłku (tj. m.in. osób, które są Niezdolne do Pracy lub posiadają prawo do emerytury), przy czym warunki określone pod lit. a)–c) muszą zostać spełnione łącznie, z zastrzeżeniem wyłączeń odpowiedzialności Ubezpieczyciela określonych w § 9 ust. 1 niniejszych OWU”⁷.

Warunki określone w lit. a)–c) muszą zostać spełnione łącznie.

Czasowa niezdolność do pracy to „niemożność świadczenia dotychczasowej pracy, świadczonej na podstawie stosunku pracy zawartego na czas określony lub w formie prowadzonej działalności gospodarczej lub wykonywania działalności zarobkowej w innej formie (z wyłączeniem stosunku pracy zawartego na czas nieokreślony), przez Ubezpieczonego trwająca nieprzerwanie przez okres minimum 61 dni liczonych od pierwszego dnia niezdolności do pracy potwierdzona stosownym zaświadczeniem lekarskim (druk ZUS ZLA), z zastrzeżeniem wyłączeń odpowiedzialności Ubezpieczyciela określonych w § 9 ust. 2 niniejszych OWU”⁸. W przypadku utraty dochodu polegającej na wystąpieniu czasowej niezdolności do pracy potrzebne jest m.in. zaświadczenie lekarskie (druk ZUS ZLA) określające przewidywany okres przerwy w pracy oraz jeżeli miał miejsce pobyt w szpitalu, dodatkowa historia pobytu w szpitalu.

Ochrona utraty dochodu z tytułu utraty pracy przysługuje zatrudnionym na podstawie stosunku pracy zawartego na czas nieokreślony oraz ubezpieczonym niezdolnym do pracy lub posiadającym prawo do emerytury (niezależnie od osiągnięcia przez niego dochodu) albo nieosiągającym dochodu. Zgodnie z definicjami pojęć z ubezpieczenia utraty dochodu z tytułu utraty pracy są wyłączeni zatrudnieni na podstawie stosunku pracy zawartego na czas określony lub prowadzący działalność gospodarczą lub wykonujący działalność zarobkową w innej formie. Tej grupie przysługuje ochrona utraty dochodu z tytułu czasowej niezdolności do

⁷ § 1 ust. 3 pkt. 34. Ubezpieczenie dla Kredytobiorców Kredytów Mieszkaniowych banku Pekao S.A. Sopockie Towarzystwo Ubezpieczeń Ergo Hestia SA, KH-PEKAO 01/18), s. 4.

⁸ § 1 ust. 3 pkt. 4. Ubezpieczenie dla Kredytobiorców Kredytów Mieszkaniowych Banku Pekao S.A., Sopockie Towarzystwo Ubezpieczeń Ergo Hestia SA, KH-PEKAO 01/18), s. 2.

pracy. Zakres ochrony ubezpieczonych, zatrudnionych na podstawie stosunku pracy zawartego na czas nieokreślony, poszerzyłby się istotnie, gdyby obejmował nie tylko utratę dochodu z tytułu utraty pracy, ale także z tytułu czasowej niezdolności do pracy.

W odniesieniu do świadczenia z tytułu utraty dochodu polegającej na wystąpieniu utraty pracy, odpowiedzialność ubezpieczyciela jest wyłączona w przypadku, gdy⁹:

- wypowiedzenie stosunku pracy przez pracodawcę nastąpiło przed upływem 90 dni od daty zawarcia umowy ubezpieczenia,
- utrata pracy nastąpiła w związku z rozwiązaniem stosunku pracy w wyniku jego wypowiedzenia przez ubezpieczonego,
- utrata pracy nastąpiła w związku z rozwiązaniem stosunku pracy za porozumieniem stron,
- utrata pracy nastąpiła w wyniku wypowiedzenia warunków pracy lub płacy przez ubezpieczonego,
- utrata pracy nastąpiła w związku z rozwiązaniem przez pracodawcę stosunku pracy z ubezpieczonym bez wypowiedzenia.

W odniesieniu do świadczenia z tytułu utraty dochodu polegającej na wystąpieniu czasowej niezdolności do pracy odpowiedzialność ubezpieczyciela jest wyłączona w przypadku, gdy zajście zdarzenia ubezpieczeniowego nastąpiło w wyniku następstwa¹⁰:

- samobójstwa lub usiłowania popełnienia samobójstwa – jeżeli samobójstwo lub usiłowanie samobójstwa nastąpiło w okresie do 2 lat od daty zawarcia umowy ubezpieczenia,
- działania ubezpieczonego w stanie nietrzeźwości, po użyciu alkoholu, po użyciu narkotyków lub innych substancji odurzających,
- aktów wojny (w tym wojny domowej), czynnego uczestnictwa ubezpieczonego w zamieszkach, przestępstwach, aktach terroryzmu lub sabotażu,
- eksplozji atomowej oraz napromieniowania,
- poddania się przez ubezpieczonego zabiegom o charakterze medycznym poza kontrolą lekarską lub uprawnionych do tego osób,
- prowadzenia przez ubezpieczonego pojazdu mechanicznego bez wymaganych uprawnień,

⁹ § 9 ust. 1. Ubezpieczenie dla Kredytobiorców Kredytów Mieszkaniowych Banku Pekao S.A., Sopockie Towarzystwo Ubezpieczeń Ergo Hestia SA, KH-PEKAO 01/18), s. 9.

¹⁰ § 9 ust. 2. Ubezpieczenie dla Kredytobiorców Kredytów Mieszkaniowych Banku Pekao S.A., Sopockie Towarzystwo Ubezpieczeń Ergo Hestia SA, KH-PEKAO 01/18), s. 9–10.

- uczestnictwa ubezpieczonego w locie, w charakterze pilota, członka załogi lub pasażera samolotu wojskowego lub prywatnego nieposiadającego licencji na przewóz pasażerów,
- umyślnego samookaleczenia lub uszkodzenia ciała na prośbę ubezpieczonego.

Świadczenie z tytułu utraty dochodu polegającej na wystąpieniu utraty pracy jest świadczeniem miesięcznym wypłacanym w kwocie raty kredytu, dla ubezpieczonych, zatrudnionych na podstawie stosunku pracy zawartego na czas nieokreślony. Natomiast dla ubezpieczonych niezdolnych do pracy lub posiadających prawo do emerytury (niezależnie od osiągnięcia przez niego dochodu) albo nieosiągających dochodu, jest świadczeniem jednorazowym wypłacanym w kwocie raty kredytu. Łączna kwota świadczeń miesięcznych z tytułu utraty dochodu przez ubezpieczonego w okresie ubezpieczenia nie może przekroczyć kwoty odpowiadającej 12 ratom kredytu. Maksymalny poziom świadczeń wynoszący tylko 12 rat kredytu w przypadku kredytu hipotecznego oznacza słabą ochronę ubezpieczeniową.

Podsumowując przeprowadzoną analizę porównawczą poziomu ochrony, który został zdefiniowany przez zakres ochrony (rodzaj zdarzeń) oraz definicje pojęć, można wysunąć następujące wnioski.

Zakres ochrony do kredytów PKO BP jest szerszy aniżeli do kredytów Banku Pekao. Bank Pekao stosuje poszerzoną definicję utraty dochodu o czasową niezdolność do pracy, ale nie oferuje ochrony w wyniku inwalidztwa w następstwie nieszczęśliwego wypadku i leczenia szpitalnego. Bank Pekao oferuje wartościowe ubezpieczenie dochodu z tytułu czasowej niezdolności do pracy, ale nie dla ubezpieczonych zatrudnionych w ramach stosunku pracy na czas nieokreślony.

Przyjęte przez ubezpieczycieli w o.w.u. definicje pojęć istotnie zawężają zakres ochrony z tytułu utraty źródeł dochodu. W obydwu bankach ochrony tej pozbawieni są ubezpieczeni zatrudnieni na podstawie kodeksu pracy lub kodeksu cywilnego, jeżeli rozwiązanie umowy nastąpiło przez wypowiedzenie albo odstąpienie od umowy przez ubezpieczonego lub jej rozwiązanie nastąpiło za porozumieniem stron. Ochrona przysługuje tylko wtedy, gdy rozwiązanie umowy pracy nastąpiło za wypowiedzeniem umowy przez zatrudniającego (pracodawcę). Ponadto, aby być uprawnionym do świadczenia ubezpieczeniowego trzeba być zarejestrowanym w urzędzie pracy i mieć status bezrobotnego (w przypadku Banku Pekao dodatkowo z prawem do zasiłku) lub poszukującego pracę. Ważne dla ochrony kredytobiorców Banku Pekao jest to, że w przypadku świadczeń z tytułu wystąpienia utraty pracy odpowiedzialność jest wyłączona, jeżeli wypowiedzenie stosunku pracy przez pracodawcę nastąpiło przed upływem 90 dni od daty zawarcia umowy ubezpieczenia.

PODSUMOWANIE

Analiza ogólnych warunków ubezpieczenia. w ubezpieczeniach dodawanych do kredytów konsumenckich oferowanych przez PKO BP i Bank Pekao pokazała, że przyjęte we wzorcu definicje pojęć, zakres odpowiedzialności ubezpieczyciela, charakter wyłączeń i ograniczeń odpowiedzialności oraz wysokość świadczeń istotnie ograniczają potencjalny poziom ochrony.

Powyższa analiza zakresu ochrony ubezpieczeniowej w wybranych bankach dowodzi, że oferowane ogólne warunki ubezpieczenia cechują się wysokim stopniem skomplikowania. Z powyższego wynika, że konsument może mieć problem z porównaniem ofert i wybraniem ubezpieczenia użytecznego, czyli dopasowanego do jego potrzeb. Pozwoliło to na potwierdzenie tezy, iż postanowienia wzorców umów ubezpieczenia powiązanych z umową kredytu konsumenckiego cechuje wysoki stopień skomplikowania i tym samym utrudniają konsumentowi dokonania oceny i wyboru użytecznego ubezpieczenia.

Przeprowadzona analiza o.w.u. pozwoliła na określenie ram ochrony ubezpieczeniowej. Rzeczywisty poziom ochrony może się różnić od tego wynikającego z zapisów formalnych. Ustalenie rzeczywistego poziomu ochrony wymagałoby uwzględnienia danych na temat realizacji umów przez ubezpieczycieli. Pomocne w tym zakresie byłyby dane gromadzone przez Rzecznika Finansowego w ramach skarg zgłaszanych przez niezadowolonych klientów.

BIBLIOGRAFIA

- Bednarek M., Mikłaszewicz P., 2020, *Wzorce umów*, [w:] K. Osajda (red.), *Prawo zobowiązań – część ogólna. System Prawa Prywatnego*, t. 5, C.H. Beck, Warszawa.
- Celczyńska A., Korytkowska D., Piechota A., 2016, *Ubezpieczenia*, [w:] A. Celczyńska (red.), *Poradnik konsumenta usług finansowych*, Uniwersytet Łódzki, Łódź.
- Kościelniak M., 2011, *Dyrektywy wykładnie w odniesieniu do wzorców umownych*, „Monitor Ubezpieczeniowy”, nr 46, https://rf.gov.pl/publikacje/artykuly-pracownikow-i-wspolpracownikow/Mateusz_Koscielniak___Dyrektywy_wykladni_w_odniesieniu_do_wzorcow_umownych___Monitor_Ubezpieczeniowy_nr_46___wrzesien_20_20591 [dostęp 4.05.2020].
- Krajewski M., 2016, *Skutki niedoręczenia ogólnych warunków ubezpieczenia*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe”, nr 3.
- Kwiecień I., 2016, *Umowa i stosunek ubezpieczenia*, [w:] W. Ronka-Chmielowiec (red.), *Ubezpieczenia*, C.H.Beck, Warszawa.
- Łętowska E., 2004, *Europejskie prawo umów konsumenckich*, C.H. Beck, Warszawa.
- Mikłaszewicz P., 2020, *Komentarz*, [w:] K. Osajda (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom II. Zobowiązania*, C.H. Beck, Warszawa.
- Nowak K., 2019, *Ubezpieczenie nieruchomości z cesją praw jako zabezpieczenie spłaty kredytu hipotecznego w kontekście interesu konsumenta*, „Finanse i Prawo Finansowe”, nr 4(24).

- Nowak P., 2019, *Ubezpieczenie kredytu gotówkowego – korzyścią dla kredytobiorcy czy kredytodawcy?*, [w:] B. Gnela, E. Sługocka-Krupa, M. Szaraniec, A. Viglianisi Ferraro (red.), *Prawo konsumenckie w Polsce oraz innych państwach UE. Zagadnienia wybrane*, C.H.Beck, Warszawa.
- Nowak P., 2020, *Ubezpieczenie niskiego wkładu własnego jako źródło roszczeń konsumenckich*, [w:] M. Jagielska, E. Sługocka-Krupa, K. Podgórski (red.), *Dochodzenie roszczeń konsumenckich. Nowy ład dla konsumenta*, C.H.Beck, Warszawa.
- Ogólne warunki ubezpieczenia spłaty kredytu hipotecznego, pożyczki hipotecznej na wypadek utraty źródła dochodu, inwalidztwa w następstwie nieszczęśliwego wypadku i leczenia szpitalnego dla klientów PKO Banku Polskiego SA lub PKO Banku Hipotecznego SA, PKO Towarzystwo Ubezpieczeń SA, OWU/UPKH/2018-1
- Orlicki M., 2010, *Regulacja umowy ubezpieczenia*, [w:] J. Handschke, J. Monkiewicz (red.), *Ubezpieczenia podręcznik akademicki*, Poltext, Warszawa.
- Orlicki M., 2015, *Rozwiązania konsumenckie w nowej ustawie o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej*, [w:] J. Monkiewicz, M. Orlicki (red.), *Ochrona konsumentów na rynku ubezpieczeniowym w Polsce*, Poltext, Warszawa.
- Orlicki M., 2016, *Kilka uwag o technice tworzenia ogólnych warunków ubezpieczenia*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe”, nr 1.
- Pokrzywniak J., 2016, *Ogólne warunki ubezpieczenia w świetle kodeksu cywilnego oraz ustawy o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej – zagadnienia wybrane*, „Prawo Asekuracyjne”, nr 2(87).
- Przybitnikowski J.W., 2019, *Metody badania jakości usług w procesie zarządzania rynkiem ubezpieczeń majątkowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Jana Kochanowskiego, Kielce.
- Ranking przyjazny bank*, „Newsweek”, 2019, „Newsweek”, nr 40.
- Serwach M., 2014, *Swoboda woli stron umowy ubezpieczenia czy jej ustawowa nadregulacja*, [w:] M. Serwach (red.), *Rynek ubezpieczeniowy, nadregulacja czy niedoregulowanie*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Ubezpieczenie dla Kredytobiorców Kredytów Mieszkaniowych banku Pekao S.A. Sopotkie Towarzystwo Ubezpieczeń Ergo Hestia SA, KH-PEKAO 01/18.
- Ustawa z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, Dz.U. 2019, poz. 381 ze zm.
- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r., Kodeks cywilny, Dz.U. 2019, poz. 1145 ze zm.
- Wałachowska M., 2016, *Wzorce umowne po wejściu w życie nowej ustawy o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej. Zagadnienia wybrane*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe”, nr 3.
- Wąsiewicz A., 1997, *Umowa ubezpieczenia*, [w:] A. Wąsiewicz (red.), *Ubezpieczenia w gospodarce rynkowej*, Oficyna Wydawnicza Branta, Bydgoszcz.
- Więcko-Tułowicka M., 2014, *Ochrona konsumentów w umowach ubezpieczenia*, LexisNexis, Warszawa.
- Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 18 marca 2003 r., sygn.. akt IV CKN 1858/00.
- Zoll F., 1998, *Natura prawna wzorców umownych*, „PiP”, nr 5.
- XXIV Ranking Banków*, 2019, „Bank”, nr 6.

SCOPE OF CONSUMER PROTECTION IN THE PAYMENT PROTECTION INSURANCE OFFERED BY SELECTED BANKS

Abstract

It is common practice in the financial market for banks to combine credit with insurance in their offers. Credit insurance is a combination of two financial services – a banking and an insurance service. Insurance distribution with loans is a natural phenomenon. Credit and insurance are complementary products. Instalment is generally a serious expense in the household budget. As a consequence of taking out a loan, risk of losing borrower's ability to fulfill financial obligations increase. With this end in view borrower has insurance as an instrument to defusing the risk of borrowing. Banks treat an insurance agreement as a collateral for the repayment of a loan, which is an additional security. On the other hand this instrument can be helpful for the consumer financial difficulties due to work loss or permanent disability. The purpose of insurance added to loan is to reduce the risk of the borrower's inability to repay the loan and to ensure the safety of the insured or beneficiary of insurance policy. Insurance is not a typical product on the financial market because the policy holder acquires an abstract guarantee of insurance benefit in exchange for an insurance premium. The aim of the article is to compare and assess insurance the scope of consumer (policyholder) protection based on general insurance conditions in payment protection insurance added to consumer loan offered by the two largest banks in Poland. Comparative analysis of the scope of consumer was based on this few category: subject matter of insurance, definition of event covered by the insurance company, type of insurance benefit and exclusions and limitations of liability.

Keywords: mortgage, insurance, collateral of loans, bancassurance, consumer protection.

Przyjęto/Accepted: 15.11.2020
Opublikowano/Published: 31.12.2020

OCENA ZMIAN DOCHODÓW ORAZ WYDATKÓW POLSKICH GOSPODARSTW DOMOWYCH W LATACH 2008–2018

Paweł Socha

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

Paulina Szykaruk

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

Streszczenie

W ostatnich latach sytuacja gospodarcza w Polsce podlegała dynamicznym zmianom. Zmiany te oddziaływały na poziom życia Polaków poprzez wpływ na ich sytuację finansową. Artykuł przedstawia oraz analizuje charakterystykę zmian w strukturze budżetów gospodarstw domowych w latach 2008–2018. Omówione zostały zagadnienia, takie jak poziom dochodów i wydatków, struktura wydatków, tendencja oraz dynamika zmian z uwzględnieniem czynników demograficznych i ekonomicznych. Oprócz przeanalizowania danych dotyczących struktury budżetów gospodarstw domowych, zidentyfikowane zostały również przyczyny odpowiadające za takie, a nie inne kierunki zmian.

Słowa kluczowe: struktura budżetu, gospodarstwa domowe, zmiany, otoczenie ekonomiczne, otoczenie polityczne, otoczenie społeczne, otoczenie technologiczne.

JEL Class: R21.

WSTĘP

Przedmiotem przedstawionej problematyki jest budżet gospodarstw domowych i zmiany, jakie dokonały się w latach 2008–2018. Celem artykułu jest zestawienie danych dotyczących struktury budżetów polskich gospodarstw domowych w latach 2008–2018 i wykazanie tendencji w nich zachodzących oraz ich przyczyn. Pojęcie budżetu gospodarstw domowych definiuje Główny Urząd Statystyczny, według którego jest to systematyczne zestawienie (według klasyfikacji) przychodów i rozchodów (pieniężnych i niepieniężnych) gospodarstwa domowego za dany okres [GUS 2009: 14]. Za przychody netto uważa się wszystkie wartości wpływające do gospodarstwa domowego, bez zaliczek na podatek dochodowy od osób fizycznych płaconych przez płatnika w imieniu podatnika, jak również bez składek na ubezpieczenia społeczne i zdrowotne. Na przychody netto składają się dochód rozporządzalny i pozycje oszczędnościowe po stronie przychodowej [GUS 2009: 14]. Zaś rozchody netto określa się jako wszystkie wartości wypływające z gospodarstwa na zewnątrz, bez zaliczek na podatek dochodowy od osób fizycznych płaconych przez płatnika w imieniu podatnika, jak również bez składek na ubezpieczenia społeczne i zdrowotne. Na rozchody netto składają się wydatki i pozycje oszczędnościowe po stronie rozchodowej [GUS 2009: 14]. W terminologii pojawia się także pojęcie dochodu rozporządzalnego związanego z tematyką prezentowanych pojęć. Jest ono przedstawione jako suma bieżących dochodów gospodarstwa domowego z poszczególnych źródeł pomniejszona o zaliczki na podatek dochodowy od osób fizycznych płacone przez płatnika w imieniu podatnika (od dochodów z pracy najemnej oraz od niektórych świadczeń z ubezpieczenia społecznego i świadczeń pomocy społecznej), o podatki od dochodów i własności płacone przez osoby pracujące na własny rachunek, w tym przedstawicieli wolnych zawodów i osób użytkujących gospodarstwo indywidualne w rolnictwie oraz o składki na ubezpieczenia społeczne i zdrowotne. W skład dochodu rozporządzalnego wchodzi dochody pieniężne i niepieniężne, w tym spożycie naturalne (towary i usługi konsumpcyjne pobrane na potrzeby gospodarstwa domowego z gospodarstwa indywidualnego w rolnictwie bądź działalności gospodarczej na własny rachunek) oraz towary i usługi otrzymane nieodpłatnie [GUS 2009: 14]. Zaprezentowana wyżej terminologia ma na celu zobrazować i objaśnić pojęcia związane z głównym tematem pracy. Źródłem analizowanych danych są wyniki badań statystycznych prezentowanych w Głównym Urzędzie Statystycznym oraz literaturze naukowej.

1. STRUKTURA DEMOGRAFICZNA W POLSCE

Prezentując dane demograficzne występujące w Polsce, należy zacząć od przytoczenia definicji demografii. Według Encyklopedii PWN, jest to dyscyplina naukowa, która podejmuje badania zjawisk ludnościowych, zmierzające do wykrycia prawidłowości, którym te zjawiska podlegają [Okólski 2020: 1]. Podobnie obrazuje to pojęcie Jerzy Z. Holzer, według którego jest to nauka zajmująca się badaniem prawidłowości zjawisk ludnościowych w konkretnych warunkach społecznych i gospodarczych danego terytorium, która „zajmuje się statystyczno-analitycznym opisem stanu i struktury ludności oraz badaniem i oceną zmian wynikających z dotychczasowego i przewidywanego ruchu naturalnego i wędrownego” [Holzer 2003: 13]. Zagłębiając się w terminologię powyższych definicji, możemy zauważyć, iż w obu przytoczonych pojęciach, podmiotem badanym jest populacja, definiowana jako grupa osobników jednego gatunku zamieszkujących dany obszar [Weiner 1999: 40]. Struktura zaś formułowana jest jako rozmieszczenie elementów składowych danego układu i zespół relacji (wzajemnych powiązań) między tymi elementami, charakterystyczny dla tego układu [WNT 1984]. Opierając się na powyższych definicjach, pojęcie struktury demograficznej oznacza układ wzajemnie powiązanych elementów zajmujący się badaniem zjawisk ludnościowych, opisem stanu i struktury ludności oraz badaniem i oceną zmian wynikających z tych zjawisk.

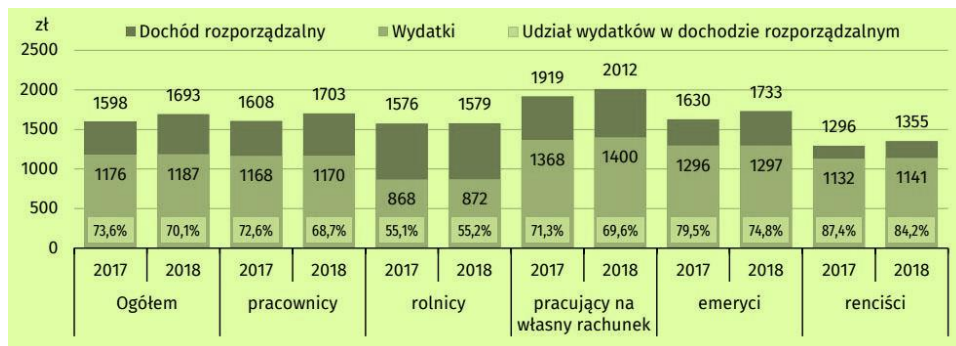
Struktura demograficzna w Polsce w latach 2008–2018 określana jest jako trudna. Według Głównego Urzędu Statystycznego w najbliższej perspektywie nie można spodziewać się znaczących zmian gwarantujących stabilny rozwój demograficzny. Niski nadal poziom dzietności będzie miał negatywny wpływ także na przyszłą liczbę urodzeń, ze względu na zdecydowanie mniejszą w przyszłości liczbę kobiet w wieku rozrodczym. Zjawisko to dodatkowo jest potęgowane wysoką skalą emigracji Polaków za granicę (szczególnie dotyczy to emigracji czasowej ludzi młodych). Niski poziom dzietności i urodzeń przy jednoczesnym korzystnym zjawisku, jakim jest stosunkowo długie trwanie życia, będzie powodować zmniejszanie podaży pracy oraz coraz szybsze starzenie się społeczeństwa poprzez przede wszystkim wzrost liczby i udziału w ogólnej populacji ludności w najstarszych rocznikach wieku [GUS 2019: 17]. Sytuację obrazującą to zjawisko można zaobserwować w poniżej zaprezentowanej tabeli 1.

Tabela 1. Ludność według grup wieku w Polsce w wybranych latach

Grupy wieku	Ludność (stan w dniu 31.12) w latach:									
	1990	2000	2010	2017	2018	1990	2000	2010	2017	2018
	w tysiącach					w %				
Ludność ogółem	38073	38254	38530	38434	38411	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Mediana wieku	32,3	35,4	38,0	40,6	40,9	x	x	x	x	x
Biologiczne grupy wieku										
0–14 lat	9495	7294	5856	5834	5865	24,9	19,1	15,2	15,2	15,3
15–64 lata	24705	26234	27484	26089	25814	64,9	68,5	71,3	67,9	67,2
65 i więcej lat	3873	4726	5190	6520	6732	10,2	12,4	13,5	17,0	17,5
Ekonomiczne grupy wieku										
Przedprodukcyjnym (0–17 lat)	11286	9333	7243	6921	6936	29,6	24,4	18,8	18,0	18,1
Produkcyjnym (18–59/64)	21898	23261	24831	23518	23270	57,5	60,8	64,4	61,2	60,6
Mobilnym (18–44)	15447	15218	15424	14860	14676	40,6	39,8	40,0	38,7	38,2
Niemobilnym (44–59/64)	6452	8043	9407	8658	8594	16,9	21,0	24,4	22,5	22,4
Poprodukcyjnym (60/65 lat+)	4889	5660	6456	7995	8206	12,9	14,8	16,8	20,8	21,4

Źródło: GUS, 2019, *Sytuacja demograficzna...*: 30.

Na podstawie danych Głównego Urzędu Statystycznego możemy zauważyć, iż w latach 2000–2009 wśród ludności w wieku produkcyjnym obserwowano duże zmiany wynikające z wchodzenia w ten wiek osób urodzonych w okresie wyżu demograficznego z pierwszej połowy lat 80. ub. wieku. Intensywnie rosła zarówno liczebność, jak i udział tej grupy w ogólnej populacji. Od 2010 r. odsetek grupy osób w wieku produkcyjnym obniża się i w 2018 r. osiągnął poziom 60,6%, tj. 23,3 mln – czyli o 248 tys. mniej niż rok wcześniej. Wynika to z procesu przesuwania do grupy wieku poprodukcyjnego licznych roczników osób urodzonych w latach 50. XX w. oraz z coraz mniejszej liczebności 18-latków, zasilających wiek produkcyjny. Zahamowaniu uległ proces starzenia się zasobów pracy, tj. maleją zarówno liczba, jak i udział ludności w wieku produkcyjnym niemobilnym, której udział w 2018 r. wyniósł 22,4%. Zmniejszyła się także liczba i odsetek ludności w wieku produkcyjnym mobilnym, który w latach 1990–2014 oscylował wokół 40% – w końcu 2018 r. wyniósł 38,2% [GUS 2019: 30]. Ludność w wieku przedprodukcyjnym w 2018 roku wyniosła 18,1%, co w porównaniu z rokiem 2010 oznacza spadek liczebności tej grupy, zaś wzrosła w porównaniu do poprzedniego roku. Liczebność grupy poprodukcyjnej w 2018 roku wyniosła 21,4% ludności ogółem. Udział wydatków w dochodzie rozporządzalnym w poszczególnych grupach społeczno-ekonomicznych doskonale obrazuje zaprezentowany poniżej wykres 1.



Wykres 1. Przeciętny miesięczny dochód rozporządzalny i wydatki na 1 osobę w gospodarstwach domowych oraz udział przeciętnych miesięcznych wydatków w dochodzie rozporządzalnym według grup społeczno-ekonomicznych w latach 2017–2018

Źródło: GUS, 2019, *Budżety gospodarstw...*: 23.

Mediana przeciętnego miesięcznego dochodu rozporządzalnego na 1 osobę w zaokrągleniu do 1 zł w 2018 r. wynosiła 1477 zł, a przeciętnych miesięcznych wydatków 976 zł. Mediana dochodu rozporządzalnego na 1 osobę stanowiła 87,2% wartości przeciętnego miesięcznego dochodu rozporządzalnego, zaś mediana wydatków 82,3% wartości przeciętnych miesięcznych wydatków na 1 osobę (w 2017 r. odpowiednio 86,7% i 83,3%). Iloraz mediany do wartości przeciętnej miesięcznej na 1 osobę w przypadku dochodu rozporządzalnego był najwyższy w grupie gospodarstw domowych emerytów, a najniższy w gospodarstwach rolników. W przypadku zaś wydatków, był najwyższy w gospodarstwach domowych emerytów, a najniższy u pracujących na własny rachunek [GUS 2019: 23].

2. WPŁYW OTOCZENIA POLITYCZNO-PRAWNEGO, EKONOMICZNEGO, SPOŁECZNEGO I TECHNOLOGICZNEGO NA STRUKTURĘ BUDŻETU GOSPODARSTW DOMOWYCH W POLSCE W LATACH 2008–2018

Kształtowanie się zmian w strukturze budżetów polskich gospodarstw domowych zależy od różnych aspektów otoczenia. W kontekście organizacji, pojęcie otoczenia autorzy Koźmiński i Piotrowski przedstawiają między innymi jako otoczenie, które wpływa na warunki organizacji i jej funkcjonowania, określa reguły gry, a także możliwości rozwoju, kreując szanse, ale również bariery i zagrożenia [Koźmiński i Piotrowski 2002: 30]. Podobnie wygląda sytuacja dotycząca otoczenia, które wpływa na zmiany w strukturze. Każda modyfikacja ma znaczący

wpływ na to, jak kształtuje się sytuacja budżetów domowych w Polsce. Prezentuje, jak zmieniały się poszczególne czynniki budżetu, jakie zmiany dokonały się w dochodach Polaków, a jaką rolę pełniły w tym wydatki.

2.1. OTOCZENIE POLITYCZNO-PRAWNE

Duży wpływ na strukturę budżetu w głównej mierze ma otoczenie polityczno-prawne. Stanowi ono zbiór regulacji działalności gospodarczej oraz relacje między państwem a gospodarką. Otoczenie polityczne obejmuje m.in. system polityczny, sposoby sprawowania władzy, stopień ingerencji polityki w inne sfery życia społecznego, tj. oświatę, kulturę, gospodarkę itd. Otoczenie prawne bazuje natomiast na porządku prawnym i stopniu szczegółowości przyjętych norm [Marek i Białasiewicz 2008: 102]. Na przestrzeni lat 2008–2018 w Polsce dominowały dwie partie rządzące: Prawo i Sprawiedliwość oraz Platforma Obywatelska. Obie partie wprowadzały w życie różnorodne zmiany dotyczące podatków, świadczeń socjalnych czy zmian prawa, które w znaczny sposób przyczyniły się do zmian w strukturze budżetów polskich gospodarstw domowych. Do kluczowych zmian w tych latach możemy zaliczyć wprowadzenie świadczenia wychowawczego Rodzina 500+. Wprowadzony w 2016 roku program, na podstawie Głównego Urzędu Statystycznego, stanowił przeciętnie w gospodarstwach domowych otrzymujących to świadczenie 16,8% dochodów rozporządzalnych na 1 osobę [GUS 2017: 42]. Zaś przeciętne miesięczne dochody na 1 osobę w gospodarstwach domowych pobierających świadczenie wychowawcze Rodzina 500+ w 2018 r. stanowiły 78,9% przeciętnych dochodów w gospodarstwach domowych ogółem [GUS 2019: 38]. Możemy zauważyć znaczny przyrost udziału w dochodach gospodarstw domowych, jaki spowodowało wprowadzenie tego programu.

Innym czynnikiem mającym wpływ na zmiany struktur budżetów polskich gospodarstw domowych są wszelkie zmiany w prawie. W latach 2008–2018 mogliśmy zaobserwować zmiany dotyczące prawa dla przedsiębiorców, między innymi zmieniły się wytyczne zatrudniania młodocianych czy zmiany dotyczące świadczeń społecznych pracowników. Nastąpiły również zmiany prawa podatkowego, między innymi VAT czy akcyza. Na przestrzeni tych lat, prawo charakteryzowało się dużymi zmianami, poszczególne zmiany w kluczowy sposób wpływały na zmiany dotyczące struktury budżetu polskich gospodarstw domowych.

2.2. OTOCZENIE EKONOMICZNE

Determinantem wpływającym na strukturę gospodarstw domowych jest otoczenie ekonomiczne. Otoczenie ekonomiczne jest określane jako zależne od ogólnej sytuacji i kondycji systemu gospodarczego, w którym działa przedsiębiorstwo.

Miernikami pozwalającymi mierzyć stan tego wymiaru są m.in. produkt krajowy brutto, inflacja, bezrobocie, stopy procentowe, poziom i wahania kursów kredytowych [Marek i Białasiewicz 2008: 102]. W 2009 roku Polska weszła w okres spowolnienia gospodarczego spowodowanego wcześniejszym globalnym kryzysem gospodarczym. Spowolnienie gospodarcze miało znaczący wpływ na zmiany zachowań gospodarstw domowych. Osłabienie koniunktury gospodarczej powoduje zmiany w poziomie zatrudnienia i płac, oznaczając dla gospodarstw domowych spadek dochodów, a w skrajnych wypadkach także całkowitą utratę dotychczasowych źródeł utrzymania. Wzrost zagrożenia utratą pracy lub obniżenie wysokości dochodów wpływa destabilizująco na poczucie bezpieczeństwa ekonomicznego gospodarstw domowych, co z kolei znajduje bezpośrednie przełożenie w zachowaniach nabywczych gospodarstw domowych na rynku dóbr i usług [Zalega 2012: 91–109]. Kryzys gospodarczy wpłynął na zjawisko bezrobocia. Na obszarach stagnacji, relatywnie mniej było gospodarstw domowych, w których ktoś znalazł pracę w latach 2008–2013, co skutkowało wyższym udziałem gospodarstw domowych, w których co najmniej dwie osoby były bez pracy. Na obszarach wzrostu częściej znajdowano pracę i rzadziej ją tracono [Dominiak i Konecka-Szydłowska 2014: 108, co z kolei spowodowało poprawę sytuacji materialnej gospodarstw domowych. Kryzys gospodarczy odbił się też na strukturze wydatków gospodarstw domowych. Odnotowano wzrost udziału wydatków na produkty podstawowe (żywność i napoje bezalkoholowe) oraz transport indywidualny, przy jednoczesnym spadku udziału wydatków na dobra i usługi bardziej luksusowe (np. hotele i restauracje oraz rekreację, wyposażenie mieszkania czy wyjazdu wakacyjne). Kryzys gospodarczy spowodował wzrost poziomu zadłużenia relatywnie większej liczby gospodarstw domowych, a także więcej gospodarstw zostało zmuszonych do zaciągnięcia kredytu ze względu na pogorszenie sytuacji materialnej. W 2008 roku o kredyt wnioskowało 22 miliony osób; to o 4 miliony więcej niż w poprzednim roku [KNF 2018]. Kryzys gospodarczy wpłynął także na decyzje dotyczące zachowań prorodzinnych. Z przyczyn finansowych odkładano w czasie posiadanie pierwszego i kolejnych dzieci, a nawet rezygnowano z ich posiadania [KNF 2018].

Kryzys gospodarczy to tylko jeden z czynników otoczenia ekonomicznego wpływający na zmiany struktury budżetów gospodarstw domowych. Kolejnym czynnikiem jest wzrost wynagrodzeń. Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej w 2008 roku wynosiło 2943,88 zł, w 2015 r. wynosiło już 3899,78 zł, w 2018 r. sięgało 4585,03 zł [GUS 2020]. Oprócz wzrostu wynagrodzeń możemy także zaobserwować wzrost płac minimalnych. W 2018 r. płaca minimalna brutto została ustalona na 2100 zł, w porównaniu do 2017 r. wzrosła o 5% [GUS 2020]. Wzrost płac minimalnej, a także wynagrodzeń, poprawiało sytuację materialną polskich gospodarstw domowych. W minionych latach nastąpiły również zmiany dotyczące mierników ekonomicznych. Na koniec roku 2008

stopa bezrobocia wynosiła 9,5%, w ciągu kolejnych 5 lat wzrosła aż do 13,4%, po czym w 2018 roku kształtowała się na poziomie 5,8% [GUS 2020]. Poziom inflacji w 2008 roku kreował się na poziomie 4,2%, w 2018 wynosił 1,6% [GUS 2020]. Sposób, w jaki kształtowały się powyższe mierniki ekonomiczne mają kluczowe znaczenie w budowaniu ogólnej kondycji systemu gospodarczego, co z kolei wpływa na modelowanie się struktury budżetów polskich gospodarstw domowych.

2.3. OTOCZENIE SPOŁECZNE

Kolejnym czynnikiem wpływającym na strukturę budżetów polskich gospodarstw domowych jest otoczenie społeczne, przedstawiane jest jako zbiór nawyków, zwyczajów, norm, wartości i cech demograficznych społeczeństwa, które oddziałują na organizację [Marek i Białasiewicz 2008: 103]. W latach 2008–2018 możemy zaobserwować zmiany stylu życia Polaków. Styl życia to także styl konsumpcji, który stanowi często wyznacznik pozycji społecznej oraz osobowości nabywcy. Konsumpcja wyraża przyjęty, świadomie lub nieświadomie, styl życia. Wraz z nią następuje aranżacja przestrzeni, formy spędzania wolnego czasu, a przede wszystkim uczestnictwo w różnych wymiarach kultury – koncertach, wystawach, festynach itp. [Pizło i Mazurkiewicz-Pizło 2017: 107]. Zmiany w zakresie konsumpcji wiążą się ze zmianą wydatków w strukturze budżetów gospodarstw domowych.

Kolejnym czynnikiem charakteryzującym otoczenie społeczne jest urbanizacja. Jest to proces koncentracji ludności w punktach przestrzeni geograficznej, głównie na obszarach miejskich, określający także wzrost liczby ludności miejskiej i jej udziału w liczbie ludności danego obszaru, dzięki czynnikom społeczno-kulturowym, demograficznym i ekonomicznym [Węclawowicz 2003: 102]. Urbanizacja oznacza także przestrzenny rozwój miast oraz zmianę stylu życia na miejski [Węgleński 2002: 276]. Zmiana stylu życia na miejski jest związana również z większymi wydatkami w budżetach gospodarstw domowych.

2.4. OTOCZENIE TECHNOLOGICZNE

Nie mniej ważnym niż pozostałe czynniki wpływające na strukturę budżetu polskich gospodarstw domowych jest otoczenie technologiczne. Otoczenie technologiczne tworzą dostępne metody i technologie, dzięki którym zasoby mogą być przekształcane w produkty i usługi. Zawiera on zarówno fizyczne wytwory techniki, tj. maszyny, urządzenia, infrastruktura, a także zasoby wiedzy oraz *know how*. Otoczenie to w dużym stopniu uzależnione jest od tempa rozwoju technicznego i dynamiki zmian poszczególnych sektorów [Marek i Białasiewicz 2008: 103]. Dostęp do nowych technologii zmienia rzeczywistość, wpływa na poziom

i jakość życia gospodarstw domowych, pozwala zaoszczędzić czas, daje możliwość korzystania z dóbr, które bez nich niejednokrotnie są nieosiągalne, a co za tym idzie wpływa na rozwój gospodarczy [Pekasiewicz i Szczukocka 2017: 247]. Usługi oparte na nowych technologiach charakteryzują się dużymi zmianami. Jest to widoczne w liczbie komputerów, dostępie do Internetu oraz pojawieniu się tabletów i smartfonów. Na rynku obserwuje się spowolnienie upowszechnienia technologii ICT, typu komputer czy Internet stacjonarny, na rzecz nowszych, np. Internet mobilny oferowany przez telefonie komórkowe użytkownikom smartfonów i tabletów. Ograniczenia dostępności do nowych technologii w gospodarstwach domowych związane są m.in. z miejscem zamieszkania, liczbą dzieci w rodzinie i statusem finansowym [Pekasiewicz i Szczukocka 2017: 257]. Korzystanie z nowych technologii ma bezpośrednie znaczenie dla firm, organizacji i administracji publicznej, są one bowiem środkiem do podnoszenia efektywności i wydajności pracy, a coraz częściej także narzędziem dostępu do usług, w tym usług publicznych świadczonych drogą elektroniczną [Pekasiewicz i Szczukocka 2017: 258], co z kolei ma kluczowe znaczenie dla gospodarstw domowych. W obecnych czasach przedsiębiorcy, w głównej mierze, aby ponieść niższe koszty, stawiają na automatyzację pracy, czyli znaczne ograniczenie lub zastąpienie (proces zastępowania) ludzkiej pracy fizycznej i umysłowej przez pracę maszyn działających na zasadzie samoregulacji i wykonujących określone czynności bez udziału człowieka [Gupta 2007: 1], przez co przyczynia się do zwiększenia wydajności pracy, ale także zmniejszenia zatrudnienia. Może to bezpośrednio doprowadzić do utraty zatrudnienia, co z kolei będzie miało wpływ na osiągnięte dochody przez gospodarstwa domowe.

3. ZMIANY W STRUKTURZE BUDŻETÓW POLSKICH GOSPODARSTW DOMOWYCH

Niniejszy rozdział zawiera zestawienie danych z Głównego Urzędu Statystycznego dotyczących różnych aspektów związanych z budżetami gospodarstw domowych w Polsce. Dane zostały zaprezentowane w ujęciu wieloletnim, a następnie przeprowadzono analizę trendu i dynamiki zmian oraz ich potencjalnych przyczyn i skutków ekonomicznych dla gospodarki państwa.

Główny Urząd Statystyczny od 1957 roku prowadzi coroczne badania dotyczące budżetów gospodarstw domowych [GUS 2015]. Badania obejmują szeroki zakres zagadnień związanych z przychodami i wydatkami Polek i Polaków. Przedstawione są w nich między innymi dane o przeciętnych dochodach gospodarstw domowych, w podziale na miejsce zamieszkania (podział na województwa, a także z podziałem na ośrodki zamieszkania np. wsie, małe miasta, duże miasta), strukturę dochodów (rozdzielenie kategorii źródeł dochodów), oraz o wydatkach (tu również rozróżniane jest wiele kategorii np. struktura

wydatków). Badania Głównego Urzędu Statystycznego stanowią kompleksową i wyjątkowo rzetelne źródło, które zostało poddane wieloletniemu zestawieniu oraz analizie w niniejszym artykule.

W latach 2008–2018 przeciętne dochody polskich gospodarstw domowych cechowały się corocznymi wzrostami. Tendencja ta była stała – w żadnym z badanych okresów czasowych poziom przeciętnych dochodów gospodarstw domowych nie był niższy niż w roku go poprzedzającym. Na systematyczny wzrost dochodów Polaków wpływało wiele różnorodnych czynników składających się na sprzyjającą sytuację ekonomiczną i rozwój gospodarki kraju. W badanym okresie Polska rokrocznie odnotowywała dodatni wzrost gospodarczy. Wskaźniki wzrostu gospodarczego z poszczególnych lat nie wskazywały na trend wzrostowy lub spadkowy. Jedynie w latach badania 2016–2017 widać wzrost dynamiki.

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Wskaźnik wzrostu gospodarczego w Polsce [%]	5	1,8	3,8	4,3	1,9	1,6	3,4	3,6	3	4,6	5,1

Rysunek 3. Wzrost gospodarczy w Polsce w latach 2008–2018

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS – roczne wskaźniki makroekonomiczne 2018–2018.

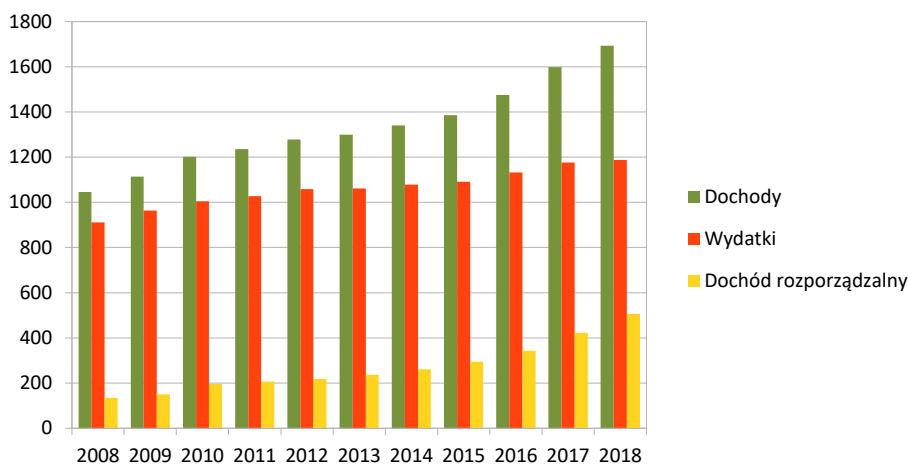
Istotny udział we wzroście dochodów w ostatnich trzech latach miał z pewnością wprowadzony 1 kwietnia 2016 roku rządowy program wspierania demografii Rodzina 500+ [Ministerstwo Rodziny i Polityki Społecznej 2020]. Założeniem programu była comiesięczna wypłata kwoty 500 zł przypisanej do dzieci, które nie ukończyły 18 roku życia (początkowo świadczenia wypłacane były tylko na drugie dziecko i następne w rodzinie; aby otrzymywać świadczenie na pierwsze dziecko należało spełniać kryterium niskich dochodów; od 1 lipca 2019 roku świadczenia przyznawane było na każde dziecko). Efektami programu był nominalny wzrost dochodów rodzin posiadających dzieci oraz stymulacja wzrostu gospodarczego poprzez konsumpcję. Na poziom dochodów polskich gospodarstw domowych miały też wpływ wzrosty płac oraz podwyższenie płacy minimalnej.

Poziom przeciętnych dochodów polskich gospodarstw domowych systematycznie rósł w okresie badania. Wartości wskaźnika przeciętnego dochodu na jedną osobę w gospodarstwie domowym wzrastały co roku – od 1046 zł w 2008 roku do 1693 zł w 2018 roku.

W latach 2008–2018 poziom przeciętnych wydatków na jedną osobę systematycznie rósł. Trend wzrostowy nie był jednak równie dynamiczny, jak

w przypadku dochodów (pojawily się nadwyżki finansowe przeznaczone na oszczędności lub inwestycje). W okresie objętym badaniem, poziom przeciętnych wydatków gospodarstw domowych wzrastał od 911 zł w 2008 r. do 1187 zł w 2018 r. Dynamika wzrostu tych wartości nie odznaczała się gwałtownymi zmianami.

Jako że dochody rosły w tempie szybszym niż wydatki, wśród polskich gospodarstw domowych (w ujęciu statystycznym) pojawiły się nadwyżki finansowe. Dochód rozporządzalny rósł w tempie dużo szybszym niż dochody czy wydatki, jednak dynamika jego zmian zbliżona była do zmian poziomów dochodów. W analizowanym okresie kategoria ta powiększyła się ponad trzykrotnie – od 135 zł dochodów rozporządzalnego w 2008 roku do 506 zł w roku 2018. Wzrost dochodu rozporządzalnego jest elementem niezwykle istotnym w procesie bogacenia się społeczeństwa. Dzięki wolnym środkom finansowym jednostki mogą poprawiać swój standard życia poprzez wzrost konsumpcji lub budować zabezpieczenie majątkowe poprzez oszczędności.



Rysunek 4. Poziom przeciętnych miesięcznych dochodów, wydatków i dochodu rozporządzalnego na jedną osobę w latach 2008–2018

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS, 2008–2018, *Budżety gospodarstw...*

Struktura przeciętnego miesięcznego dochodu rozporządzalnego na jedną osobę w gospodarstwie domowym cechowała się niewielką dynamiką zmian w okresie badania (rzędu od 2,8% do 6,5%). Największymi kategoriami dochodów były: dochody z pracy najmniejszej oraz dochody ze świadczeń z ubezpieczeń

społecznych (głównie emerytury). Różnice między udziałem danej kategorii dochodu w okresie badania wynosiły maksymalnie kilka punktów procentowych. Zauważalne tendencje zmian struktury przeciętnych dochodów w latach 2008–2018:

- słaba tendencja spadkowa dochodów z pracy najemnej,
- spadek udziału dochodów z rent w przeciętnej strukturze dochodów,
- silna tendencja wzrostowa dochodów z pozostałych świadczeń społecznych (świadczenie wychowawcze, zasiłek dla bezrobotnych, świadczenie Rodzina 500+).

Wzrost udziału danej kategorii mógł mieć dwie przyczyny:

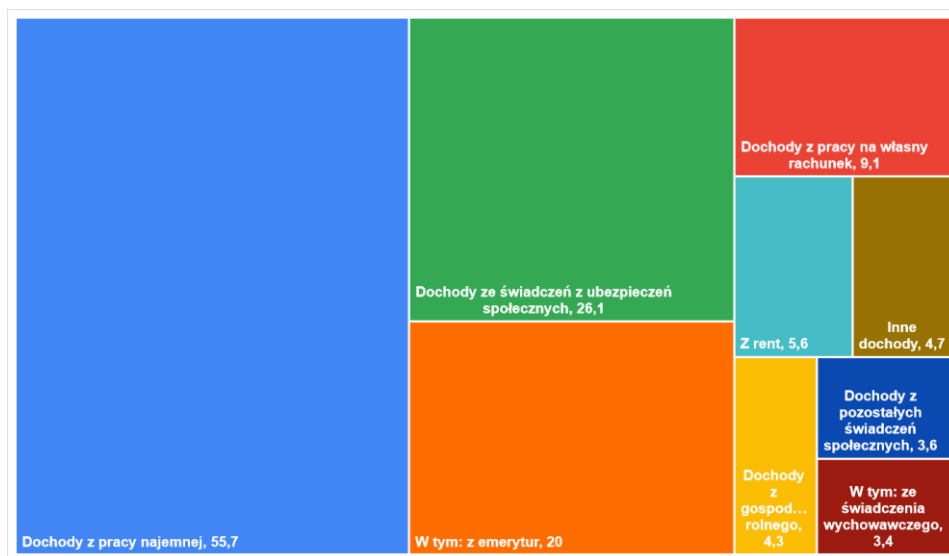
- dynamiczny wzrost dochodów danej kategorii w stosunku do pozostałych źródeł dochodów,
- pozostawanie danej kategorii na tym samym poziomie przy jednoczesnym obniżaniu się wartości pozostałych kategorii.

Biorąc pod uwagę istotne wzrosty przeciętnego poziomu dochodów gospodarstw domowych w okresie badania, wzrosty wyżej wymienionych kategorii spowodowane były najprawdopodobniej ich ponadprzeciętnym wzrostem w stosunku do innych kategorii.

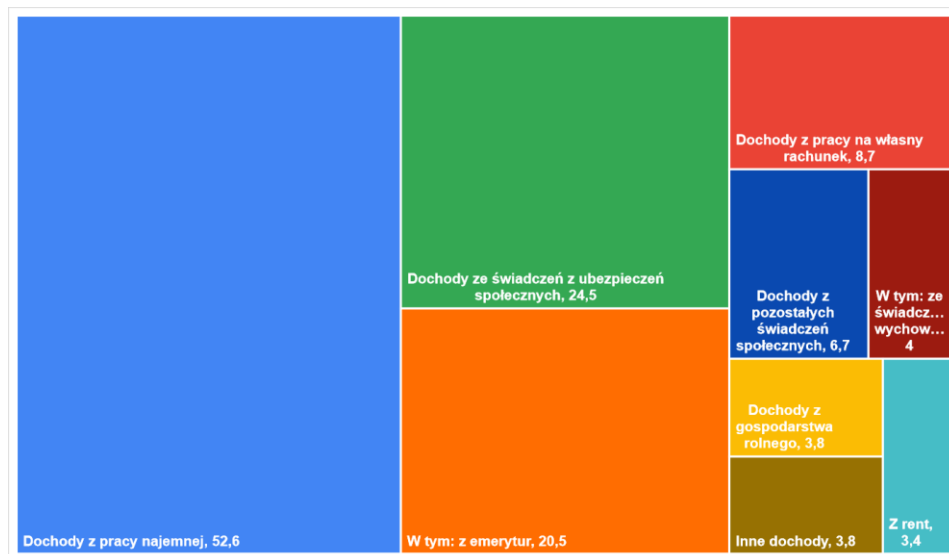
Kategoria dochodów	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Dochody z pracy najemnej	55,7	55,4	55,5	56,4	55,6	55,0	55,9	56,7	54,6	52,1	52,6
Dochody z pracy na własny rachunek	9,1	9,5	9,5	9,2	8,8	8,9	8,9	8,9	8,7	8,4	8,7
Dochody z gospodarstwa rolnego	4,3	4,0	4,4	3,8	4,3	4,6	3,5	3,3	3,4	4,2	3,8
Dochody ze świadczeń z ubezpieczeń społecznych, w tym:	26,1	26,7	25,9	26,1	26,5	26,6	26,5	26,4	25,9	23,9	24,5
– z emerytur	20,0	20,8	20,3	20,5	20,9	20,8	20,9	21,0	20,9	19,5	20,5
– z rent	5,6	5,4	5,1	5,1	5,0	5,1	4,9	4,7	4,3	3,8	3,4
Dochody z pozostałych świadczeń społecznych	3,6	3,4	3,5	3,3	3,4	3,6	3,4	3,3	6,3	7,4	6,7
– w tym: ze świadczenia wychowawczego	3,4	3,0	3,1	3,0	3,1	3,2	3,2	3,1	3,0	4,4	4,0
Inne dochody	4,7	4,7	4,8	4,4	4,6	4,4	5,0	4,5	4,1	4,0	3,8

Rysunek 5. Struktura przeciętnych dochodów na jedną osobę w latach 2008–2018

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS, 2008–2018, *Budżety gospodarstw...*



Rysunek 6. Struktura przeciętnych dochodów na jedną osobę w 2008 roku – ujęcie graficzne

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS, 2008–2018, *Budżety gospodarstw...*

Rysunek 7. Struktura przeciętnych dochodów na jedną osobę w 2018 roku – ujęcie graficzne

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS, 2008–2018, *Budżety gospodarstw...*

W ujęciu geograficznym, przeciętne dochody gospodarstw domowych w 2018 roku nie były równomierne w całym kraju. W zależności od województwa zamieszkania, średni dochód rozporządzalny plasował się na różnych poziomach. Zdecydowanie na tle kraju wyróżniało się województwo mazowieckie, w którym przeciętny poziom dochodów gospodarstw domowych wynosił 120% średniej dla kraju. Na drugim biegunie średniego poziomu dochodów sytuowało się województwo podkarpackie – przeciętny poziom dochodów gospodarstw domowych wynosił tam w 2018 roku zaledwie 79,6% średniej krajowej. Mapa 1 przedstawia poziom średniego dochodu rozporządzalnego na 1 osobę w gospodarstwie domowym w odniesieniu do średniej krajowej (1693 zł).



Mapa 1. Poziom średniego dochodu rozporządzalnego w odniesieniu do średniej krajowej w podziale na województwa w 2018 roku

Źródło: GUS, 2019, *Budżety gospodarstw...*

Wraz ze wzrostem dochodów w Polsce, rosły również przeciętne wydatki gospodarstw domowych. Najbardziej naturalną i intuicyjną przyczyną tego stanu rzeczy jest inflacja, która jest naturalnym procesem wzrostu cen. W okresie 2008–

2018 w Polsce miała miejsce zarówno inflacja na poziomie kilku procent, ale również deflacja (w latach 2015–2016). W większości lat objętych badaniem panowała inflacja, co sprawiało, że ceny produktów i usług na rynku rosły.

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Stopa inflacji w Polsce [%]	4,20	3,50	2,60	4,30	3,70	0,90	0	-0,90	-0,60	2,00	1,60

Rysunek 9. Inflacja w Polsce w latach 2008–2018

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

Oprócz inflacji, do przyczyn rosnących cen można zaliczyć skutki kryzysów gospodarczych (zarówno globalnego kryzysu z 2008 roku, jak i kryzysu fiskalnego z 2011 roku). Na trend wzrostowy przeciętnych wydatków gospodarstw domowych składają się też czynniki, takie jak:

- wzrost cen niektórych czynników produkcji,
- podwyżka podatków i opłat oraz wprowadzanie nowych danin,
- rosnąca urbanizacja (koszty życia w ośrodkach miejskich są wyższe niż w małych miastach i wsiach).

Największymi kategoriami wydatków w badanym okresie były wydatki na żywność i napoje bezalkoholowe oraz wydatki związane z użytkowaniem mieszkania (czynsze, opłaty za prąd, zużycie wody itp.) Do obszarów wydatków, w których zaszły największe zmiany, należą w badanym okresie:

- wydatki na restauracje i hotele – ta kategoria wzrosła ponad dwukrotnie,
- łączność – wydatki tej kategorii charakteryzowały się wyraźnym trendem spadkowym,
- rekreacja i kultura – udział wydatków w tej kategorii systematycznie spadał,
- żywność i napoje bezalkoholowe – widoczna była tendencja spadkowa udziału tego obszaru w strukturze wydatków.

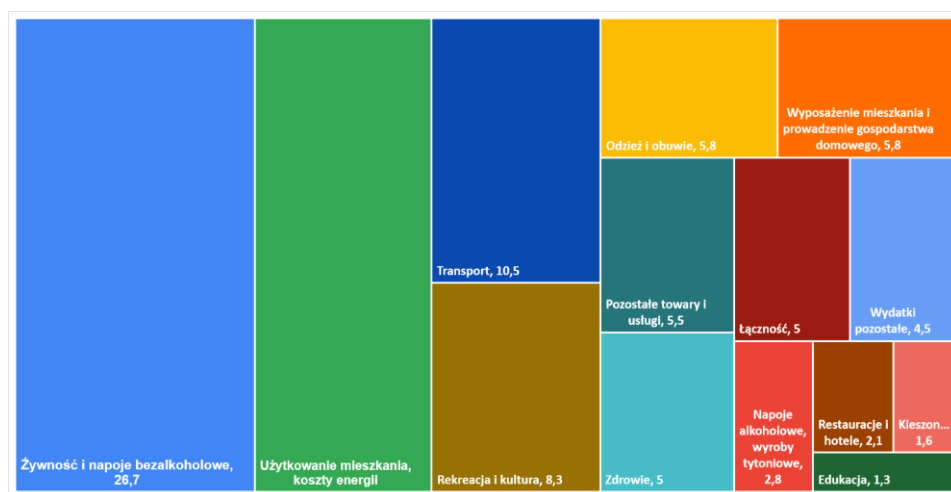
Wzrost lub spadek udziału danej kategorii w strukturze przeciętnych wydatków, mógł być powodowany przez różnorokie czynniki:

- zmiana poziomu cen dóbr w danej kategorii,
- zmiana stylu życia,
- zmiana cen dóbr z innych kategorii.

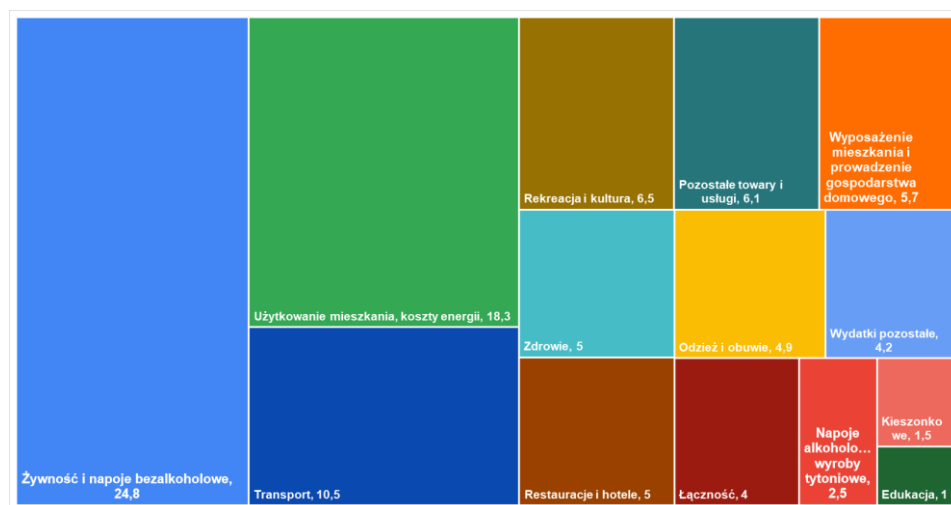
Kategoria wydatków	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Żywność i napoje bezalkoholowe	26,7	26,3	26,0	26,1	26,2	26,0	25,6	24,0	25,2	24,3	24,8
Napoje alkoholowe, wyroby tytoniowe	2,8	2,9	2,8	2,8	2,8	2,7	2,6	2,5	2,6	2,4	2,5
Odzież i obuwie	5,8	5,5	5,5	5,3	5,1	5,3	5,6	5,4	5,8	5,3	4,9
Użytkowanie mieszkania, koszty energii	19,7	20,6	21,1	21,6	21,3	21,7	21,0	20,1	20,4	19,5	18,3
Wyposażenie mieszkania i prowadzenie gospodarstwa domowego	5,8	5,6	5,4	5,0	5,0	4,9	5,1	5,0	5,3	5,2	5,7
Zdrowie	5,0	5,2	5,0	5,2	5,2	5,3	5,2	5,3	5,6	5,5	5,0
Transport	10,5	10,1	10,0	10,0	10,2	10,1	9,6	8,8	9,1	8,7	10,5
Łączność	5,0	4,8	4,6	4,4	4,1	5,4	5,3	5,0	5,2	4,7	4,0
Rekreacja i kultura	8,3	8,4	8,4	8,4	8,5	6,8	6,8	6,7	7,2	6,9	6,5
Edukacja	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
Restauracje i hotele	2,1	2,3	2,4	2,6	2,9	3,0	4,4	4,1	4,6	4,6	5,0
Pozostałe towary i usługi	5,5	5,5	5,5	5,4	5,4	6,0	6,1	5,9	6,3	6,1	6,1
Wydatki pozostałe	4,5	4,7	4,8	4,5	4,5	4,3	4,6	4,4	4,5	4,2	4,2
Kieszonkowe	1,6	1,7	1,8	1,8	1,8	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,5

Rysunek 10. Struktura wydatków polskich gospodarstw domowych na jedną osobę w latach 2008–2018

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS, 2008–2018, *Budżety gospodarstw...*



Rysunek 11. Struktura przeciętnych wydatków na jedną osobę 2008 roku – ujęcie graficzne

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS, 2008–2018, *Budżety gospodarstw...*

Rysunek 13. Struktura przeciętnych wydatków na jedną osobę w 2018 roku – ujęcie graficzne

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS, 2008–2018, *Budżety gospodarstw...*

4. PODSUMOWANIE

Na kształtowanie się struktury dochodów i wydatków gospodarstw domowych mają wpływ czynniki z różnych stref życia gospodarczego. Celem artykułu było zestawienie danych dotyczących struktury budżetów polskich gospodarstw domowych w latach 2008–2018 i wykazanie tendencji w nich zachodzących. Zagadnienie to jest bardzo złożone i zależy od wielu czynników. W niniejszym artykule budżet gospodarstwa domowego analizowany był w ujęciu statystycznym, celem ukazania ogólnokrajowych tendencji. Na kształtowanie się dochodów i wydatków przeciętnego polskiego gospodarstwa domowego ma wpływ szczególnie poziom rozwoju gospodarczego kraju, prowadzona polityka oraz poziomy wynagrodzeń (od strony dochodowej) oraz kryzysy gospodarcze, poziom inflacji i styl życia (od strony wydatkowej). Faktem są rosnące w ostatnich latach poziomy dochodów do dyspozycji oraz dochody rozporządzalne w polskich gospodarstwach domowych.

BIBLIOGRAFIA

- Dominiak J., Konecka-Szydłowska B., 2014, *Wpływ kryzysu na sytuację społeczno-gospodarczą gospodarstw domowych. Przykład Wielkopolski*, „Biuletyn Rozwój Regionalny i Polityka Regionalna”, nr 25.
- Główny Urząd Statystyczny w Poznaniu, 2015, *Badanie budżetów gospodarstw domowych*, Poznań.
- Gupta A.K., 2007, *Industrial Automation and Robotics*. Laxmi Publications (P) Ltd.
- GUS, 2009, *Budżety gospodarstw domowych w 2008 r.*, Warszawa.
- GUS, 2010, *Budżety gospodarstw domowych w 2009 r.*, Warszawa.
- GUS, 2011, *Budżety gospodarstw domowych w 2010 r.*, Warszawa.
- GUS, 2012, *Budżety gospodarstw domowych w 2011 r.*, Warszawa.
- GUS, 2013, *Budżety gospodarstw domowych w 2012 r.*, Warszawa.
- GUS, 2014, *Budżety gospodarstw domowych w 2013 r.*, Warszawa.
- GUS, 2015, *Budżety gospodarstw domowych w 2014 r.*, Warszawa.
- GUS, 2016, *Budżety gospodarstw domowych w 2015 r.*, Warszawa.
- GUS, 2017, *Budżety gospodarstw domowych w 2016 r.*, Warszawa.
- GUS, 2018, *Budżety gospodarstw domowych w 2017 r.*, Warszawa.
- GUS, 2019, *Budżety gospodarstw domowych w 2018 r.*, Warszawa.
- GUS, 2019, *Sytuacja demograficzna Polski do 2018 r. Tworzenie i rozpad rodzin*, Warszawa.
- GUS, www.stat.gov.pl, *Pracujący i wynagrodzenia w gospodarce narodowej w 2018 r. – dane ostateczne* [dostęp 30.06.2020].
- GUS, www.stat.gov.pl, *Przeciętne miesięczne wynagrodzenie w gospodarce narodowej w latach 1950-2018* [dostęp 30.06.2020].
- GUS, www.stat.gov.pl, *Roczne wskaźniki cen towarów i usług konsumpcyjnych od 1950 roku* [dostęp 30.06.2020].
- GUS, www.stat.gov.pl, *Stopa bezrobocia rejestrowanego w latach 1990–2020* [dostęp 30.06.2020].
- Holzer J., 2003, *Demografia*, PWE, Warszawa.
- Koźmiński A.K., Piotrowski W., 2002, *Zarządzanie. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Leksykon naukowo-techniczny*, 1984, WNT, Warszawa.
- Marek S., Białasiewicz M. (red.), 2008, *Podstawy nauki o organizacji*, PWE, Warszawa.

- Ministerstwo Rodziny i Polityki Społecznej, <https://www.gov.pl/web/rodzina/rodzina-500-plus> [dostęp 15.06.2020].
- Okólski M., 2020, *Encyklopedia PWN*, <https://encyklopedia.pwn.pl/haslo/demografia;3891703.html#enc-bibliografia> [dostęp 26.06.2020].
- Pekasiewicz D., Szczukocka A., 2017, *Analiza rozwoju nowych technologii w gospodarstwach domowych w Polsce*, „Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy”, nr 52(4/2017).
- Pizło W., Mazurkiewicz-Pizło A., 2017, *Styl życia– jako egemplifikacja zmian zachowań*, „Zeszyty Naukowe SGGW w Warszawie. Polityki Europejskie, Finanse i Marketing”, nr 17(66).
- Weiner J., 1999, „*Życie i ewolucja biosfery*”, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Węclawowicz G., 2003, *Geografia społeczna miast*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Węgleński J., 2002, *Encyklopedia socjologii*, Oficyna Naukowa, Warszawa.
- Zalega T., 2012, *Zmiany w wyposażeniu gospodarstw domowych w dobra trwałego użytku w okresie kryzysu. Ekonomia i organizacja gospodarki żywnościowej*, „Zeszyty Naukowe SGGW”, nr 98.

CHANGES IN THE BUDGET STRUCTURE OF POLISH HOUSEHOLDS IN THE YEARS 2008–2018

In recent years, the economic situation in Poland has undergone dynamic changes. These changes had an impact on the standard of living of Poles, by affecting their financial situation. The article presents and analyzes the characteristics of changes in the structure of Polish household budgets in 2008-2018. Issues such as income and expenditure, expenditure structure, tendency and dynamics of changes, including demographic and economic factors, has been discussed in this article. In addition to analyzing the data on the structure of household budgets, the causes responsible for such and not other directions of changes has been also identified.

Keywords: budget structure, households, changes, economic environment, political environment, social environment, technological environment.

Przyjęto/Accepted: 25.11.2020
Opublikowano/Published: 31.12.2020

THE EFFECTIVENESS OF THE TRANSACTION SYSTEMS ON THE DAX INDEX

M.Sc. in Economics Marek Trembiński

Warsaw School of Economics, Finance and Accounting, Securities Broker

Assistant Professor, Ph.D. Joanna Stawska

Faculty of Economics and Sociology, University of Lodz

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-6863-1210>

Abstract

The purpose of the article/hypothesis: The aim of this article is to examine the effectiveness of trading systems built on the basis of technical analysis tools in 2015–2020 on the DAX stock exchange index. Efficiency is understood as generating positive rates of return, taking into account the risk incurred by the investor, as well as achieving better results than passive strategies. Presenting empirical evidence implying the value of technical analysis is a difficult task not only because of a huge number of instruments used on a daily basis, but also due to their almost unlimited possibility to modify parameters and often subjective evaluation.

Methodology: The effectiveness of technical analysis tools was tested using selected investment strategies based on oscillators and indicators following the trend. All transactions were carried out on the Meta Trader 4 platform. The analyzed strategies were comprehensively assessed using the portfolio management quality measures, such as the Sharpe measure or the MAR ratio (Managed Account Ratio).

Results of the research: The test results confirmed that the application of described investment strategies contributes to the achievement of effective results and, above all, protects the portfolio against a significant loss in the period of strong turmoil on the stock exchange. During the research period, only two strategies (Ichimoku and ETF- Exchange traded fund) would produce negative returns at the worst possible end of the investment. At the best moment, however, the „passive” investment achieved the lowest result. Looking at the final balance at the end of 2019, as many as four systems based on technical analysis were more effective than the „buy and hold” strategy, and at the end of the first quarter of 2020 – all of them. When analyzing the management quality measures, it turned out that taking into account the 21 quarters, the passive strategy had the lowest MAR index. The Sharpe’s measure is also relatively weak compared to the four leading strategies.

Keywords: technical analysis, trading systems, DAX index, stock exchange, investment strategies.

JEL Class: G11, G14, G15, O24.

INTRODUCTION

Technical analysis is one of the oldest areas of market science although many investors and academics see it as a useless tool in making investment decisions, and even as „reading tea leaves” or a self-fulfilling forecast. Meanwhile, one of the fundamental aspects of technical analysis is the study of market behavior by using charts to predict future price levels in the light of rapidly changing human perception, which determines quick actions that would not be possible using only the fundamental analysis. In order to fully appreciate the technical analysis, it is first of all necessary to understand its assumptions, which are based on three rational pillars. The first one tells us that the market discounts everything. This means that all political, fundamental or psychological factors affecting the market price of a commodity are fully reflected in the price of that commodity, and therefore, studying price behavior is a self-sustaining approach. Perhaps this approach seems to be an oversimplification, but after much reflection it is hard to disagree with it. The second premise is that prices are trending. Studying the charts comes down to identifying trends at an early stage, enabling us to trade in line with their direction. Moreover, trends tend to continue running in the current direction, rather than change, until there are significant signs of a possible reversal. The third pillar is based on patterns proven in the past and is based on the study of the human psyche, which remains unchanged. This means that history likes to repeat itself, so an important factor in understanding the future is the proper analysis of historical quotations [Murphy 1995: 2–4]. Technical analysis has many strengths, but limitations as well. A big plus is the fact that it is based on historical data such as prices, volume or a number of open positions. This information is publicly available, which allows market participants to relatively easily translate it into a chart and analyze it. Thanks to the above data, it is possible to determine not only the liquidity of a given stock, but also to set support and resistance levels as well as trend lines. Moreover, technical analysis is a universal method, regardless of whether we study the market of raw materials, shares, currencies or precious metals. Another advantage is the application for any investment horizon although it is the most popular among short-term players. Contrary to the fundamental analysis, specialist knowledge on the interpretation of financial statements is also not required, which, when using creative accounting or placing given assets or liabilities in a different category, may have a negative impact on the company’s reliable valuation.

Critics of technical analysis point out the lack of correlation between historical and future prices. As a result, the tools used in the past do not have to prove useful in the future, leading investors to lose trades [Pająk 2013: 132–134].

In some situations, we also receive contradictory information that is mutually exclusive – namely, one indicator gives a sell signal and the other gives a buy

signal, which makes it difficult to take a position on the right side of the market. Among the disadvantages (or perhaps advantages?) of the analysis, there is also a significant element of subjectivism, while the fundamental assessment of values is related to the interpretation of economic and financial data. Meanwhile, the subjective approach leads to a heuristic error, called the „backward thinking effect”. For this reason, the layouts on the chart play out completely differently in retrospect than at the time of trading [www5, accessed 2.02.2020]. The article consists of the following parts: introduction, the theoretical part in which the researched investment strategies are described, and then the empirical part in which the effectiveness of a total of six transaction systems built on the basis of technical analysis was checked, using two selected measures of portfolio management quality, i.e. the Sharpe indicator and MAR, and then additionally compared the previously tested six trading systems with the passive „buy and hold” strategy also using the Sharpe and MAR ratios. The article ends with conclusions of the conducted study.

1. CONSTRUCTION OF TRANSACTION SYSTEMS

Many novice investors are looking for a magic indicator that will allow them to multiply their capital. When it starts to work, they feel as if they have discovered the Holy Grail and the path to success seems simple. The reality can be quite different, however, as markets are too complex to be analyzed using only one measure. Hence, this article will examine six trading systems created on the basis of technical analysis, such as: 1) the strategy of moving averages and ADX indicator; 2) MACD and Parabolic SAR strategy; 3) the strategy based on RSI and Bollinger bands; 4) Ichimoku Kinko Hyo Technique; 5) the strategy using Commodity Channel Index and Donchian Channel; 6) the strategy based on the stochastic oscillator and the Keltner Channel, and then comparing them with the passive strategy, i.e. „buy and hold”. Before these strategies were compared by using the Sharpe index and MAR, the structure of the analyzed strategies is presented below.

1.1. Moving averages strategy and ADX indicator

Each investment strategy requires not only setting a convenient entry point, but also an exit from the position in order to properly manage risk. Moving averages are used to detect long-term trends as well as day trading. They smooth out market vibrations and short-term volatility of quotations, which allows us to identify where the market is heading. On the other hand, they do not work for

consolidation, generating many wrong signals. They also do not measure the strength of the current trend [LeBeau and Lucas 1998: 90–92].

One of the simplest and one of the most effective systems is the one moving average system. The buy signal occurs when the rate crosses the average line from the bottom, and the sell signal occurs when the rate crosses the average line from the top. It is a simple system that implies a continuous presence on the market, but it is worth using additional filters [LeBeau and Lucas 1998: 96–97; Borowski 2019]. However, the system based on two averages is used more often. Various combinations of N values are possible, e.g. 3- and 12-period mean or the popular Richard Donchian system based on 5 and 20 periods. The principle of using averages is simple: we buy when the shorter average (faster) crosses the slower average from the bottom. We do the opposite while opening a short position.

In order to build a better and more comprehensive system, it is worth adding the Directional Movement Index (DMI) to the moving averages. The structure of the system was proposed by J. Welles Wilder in the 1970s. The method not only identifies the current trend, but also provides information whether it is fast enough to be worth following. The DMI indicator consists of three lines [www16, accessed 27.02.2020]:

- ADX (Average Directional Movement Index),
- DI+ (Directional Indicator +),
- DI– (Directional Indicator –).

Directional movement is the range of price fluctuations in a given period that is outside the extremes of the previous period. For example, if today's price range is above yesterday's, then the directional movement is positive (+DM), if below negative (–DM). If today's trading range is within yesterday's range or is symmetrically above and below it, then $DM = 0$ (no movement). After determining the directional movement, it is necessary to calculate – swing range – the so-called true range. TR is the largest of the three values::

- the difference between today's – maximum and minimum or
- today's maximum – and yesterday's closing price
- today's minimum and yesterday's closing price.

To calculate the daily directional indicators (+DI) and (–DI), divide (+/–) the DM by the TR, thanks to which the directional traffic is presented as a percentage value in relation to the range of fluctuations on a given day. Subsequently, the lines should be smoothed using e.g. a 13-day moving average. When +DI13 is above –DI13 we are dealing with an uptrend, if it is below – with a downtrend. Buy or sell signals are generated when the lines cross. At the end, the ADX (smoothed DX) indicator is calculated, which goes up when prices are moving in one specific direction [Elder 2018: 136–138]. The DX directional index is determined by the following formula:

$$DX = \frac{(+DI13 - -DI13) \times 100}{+DI13 + -DI13}$$

In the literature, the value of the ADX indicator below 20 points is considered a weak trend, therefore, other indicators should be used. As the ADX level rises, traders should be driven by trend following systems (e.g. moving average). A reading above 45 points indicates a very strong trend and increases the probability of a correction [Borowski 2018: 127].

The ADX can be used as a filter with a strategy based on two moving averages or the crossing of the +DI and -DI lines, which can also be used to play against the trend. A sell signal appears when the +DI line reaches extremely high values (e.g. 40 points) and the -DI line shows extremely low values (below 10 points) [www12, accessed 27.03.2020]. The disadvantage of the ADX indicator is that it only starts to increase after the + DI and -DI lines intersect.

1.2. MACD and Parabolic SAR Strategies

Indicators, commonly called oscillators, allow you to pinpoint the stage of a trend and pinpoint the moment when the trend loses its momentum. They have been applied in technical analysis because they express the pace at which market prices change. Strong momentum suggests a healthy trend, a weak one warns that the price movement may end. Extreme momentum values can accompany short-term depletion moments, showing overbought or oversold conditions, which increases the likelihood of a correction.

The MACD indicator is primarily popular with traders because of its great flexibility as a tool to play with and against the trend. It was constructed by Gerald Apple and presents the difference of two exponential moving averages (12 and 26 EMA) together with a 9-period mean of this difference, which is the signal line. The result is a smooth oscillator with a wide range of applications. Trade opening signals are generated by breakout of the zero line, crosses of the signal line, oversold and overbought situations as well as divergences. The convergence and divergence of the moving averages reflect the approaching or receding of the averages depending on the speed and changes in the direction of the rates [Etzkorn 1999: 33].

The sell signal is generated when the MACD fast line crosses the signal line from above, both of them being positive. The signal is all the more important the higher the intersection above the zero line occurs. Thus, breakthroughs below line 0 should be ignored. A buy signal will appear in the opposite way. Similarly, the lower the intersection below the 0 line, the more reliable it is. It should also be remembered that, unlike other oscillators such as the RSI or the stochastic

oscillator, the Moving ACD has no lower or upper fluctuation limits [Bar 2001: 108–109].

The MACD is an indicator of an auxiliary nature and its application should be subordinated to the basic trend analysis. It can generate a lot of false signals in the initial phase of a trend, so it is better suited at the end of mature trends. Such information can be provided by a positive or negative divergence. For example, a negative divergence occurs when the MACD lines are well above the 0 level and begin to decline while prices continue to hit new maximus. This is often a warning that a price peak is forming [Murphy 2017: 232].

The strategy may be complemented by the Parabolic Stop and Reversal indicator developed by Wells Wilder, which performs very well in clear vertical trends. The PSAR is obviously an indicator of the prevailing trend direction, but it also proves to be useful in targeting levels of defense orders. It is rarely used as a single tool, but usually in building simple trading systems in conjunction with oscillators [www7, accessed 30.03.2020]. The very name of the indicator comes from the arrangement of dots placed above and below the prices of the instrument, the shape of which resembles a parabola. To calculate the value of the indicator, the following recursive formula is adopted [www2, accessed 28.02.2020]:

$$PSAR_t = PSAR_{t-1} + AF_{t-1} \times (EP_{t-1} - PSAR_{t-1}),$$

where:

PSAR_t – the value of the Parabolic parameter at time t,

AF – the acceleration factor that increases when a new high is reached for long positions or a new low is for short positions. Wilder's proposed value is 0.02, increasing in 0.02 steps until it reaches 0.18–0.21,

EF – lowest or highest price recorded in the current trend.

It should be remembered that in a sideways trend the indicator is practically useless. Then it provides delayed signals, which, due to the low volatility of price movements, makes it difficult to conduct profitable transactions [Borowski 2017: 114].

In the above strategy, the condition for opening a long position is that the MACD indicates an uptrend and the position of the parabolic dot under the price. Conversely, in case of opening a short position the parabolic should be above the price and the MACD oscillator should indicate a downward movement. In addition, traders often use the PSAR as their stop loss level, which is set at the last dot. When the trend accelerates, the dots begin to move away from each other, which allows us to hedge unrealized gains.

1.3. Strategy based on RSI and Bollinger Bands

Another strategy commonly used in the financial markets consists of the Relative Strength Index (RSI) oscillator and Bollinger bands. This is one of the contrarian strategies because it involves opening positions against the current trend despite the famous saying among traders – „the trend is your friend”.

The RSI belongs to the group of momentum indicators which inform investors about the strength and maturity of the current market trend. It was developed by the aforementioned J.W. Wilder in the 1970s. The indicator illustrates the relationship between upward and downward movements in closing prices in a given period, and then normalizes the results so that the index values vary between 0 and 100. The methodology for calculating the RSI value is defined by the following formula [Nowakowski 2003: 58]:

$$RSI = 100 - \frac{100}{1 + \left(\frac{U_{i,n}}{D_{i,n}}\right)}$$

where:

$\frac{U_{i,n}}{D_{i,n}}$ = (average of positive price changes in n sessions) / (average of negative price changes in n sessions).

A quotient of sums can also be used instead of quotient of means. Wilder himself proposed exponential means although analysts use other averages as well. Most often, 9, 14 or 21 periods are taken as n, and the longer the period, the fewer signals the oscillator generates. When making investment decisions while taking into account the RSI, investors pay attention to emerging divergences and levels of oversold and overbought. Divergence occurs when the RSI starts to decline despite further price increases and the next peak of the indicator is below the previous one. Usually, the overbought level is defined when the index exceeds 70, but during a bull market, the value of 80 can also be adopted. The oversold zone is bounded by the level of 30 or 20 points [Czekała 1997: 57].

When an indicator enters an overbought or oversold zone, it is a warning signal of a possible trend reversal, but relying solely on the relative strength index can lead to huge losses. This is because in a bullish or bearish period, the RSI is often in the overbought or oversold zone for a long time, so it is important to use it in conjunction with another technical analysis tool [Czekała 1997: 59]. The oscillator gives quite good signals when a given value is in a horizontal trend. In this case, a buy signal is generated when the indicator rises above the oversold level, and a sell signal is generated when the index drops below the overbought level.

Unlike most indicators, Bollinger Bands is not a static indicator and changes its shape based on recent prices and accurate measurement of momentum and volatility. The very mechanism of this tool is relatively simple. The middle line is a moving average, usually calculated for the closing prices of subsequent sessions. The other two lines are separated by a certain number of standard deviations of quotations for the adopted period. Typically a 20-period moving average and two standard deviations are used. These are not randomly established parameters as they have strong statistical foundations. The three-sigma law tells us that 68.2% of the observations are within ± 1 deviation from the mean, while among the 2 deviations the probability increases up to 95.4%. In the range of 3 deviations, it is 99.7% of observations [www1, accessed 3.03.2020].

In periods when the market is in a sideways trend, it should move between extreme bands. Reaching the bottom line is then treated as a buy signal, conversely, a sell signal appears near the upper band. As the volatility increases, the bands will deviate more and more from the moving average. Additionally, while setting the standard deviation, multiplicity parameter at the level of 2.5 results in the fact that the price reaches the lower or upper band less often, which makes the meaning of such a signal more reliable [Kochan 2009: 208 209].

A lot of information from Bollinger Bands can be used to analyze the strength of a trend. During strong trends, the price stays close to the low or high line, and a pullback when the trend continues indicates a weakening momentum. On the other hand, repeated attempts to get the course close to the outer rim, which fail – signal a lack of strength [www8, accessed 2.04.2020].

The strategy based on the Bollinger bands and the RSI oscillator generates a sell signal when the price reaches the upper band and is rejected there, while the relative strength index is in the overbought zone. The occurrence of divergence may also be an additional confirmation. A buy signal is generated inversely. We buy when the price bounces from the bottom line and the RSI oscillator shows a value below 30. The unquestionable advantage of the strategy is the combination of the leading indicator (RSI) with the lagging indicator (BB). The disadvantages include the fact that if you rely on a contrarian strategy, without the proper setting of defense orders, you can suffer severe losses. Corrective movements are shallower than directional movements, which limits their potential.

1.4. Ichimoku Kinko Hyov Technique

This strategy that literally translates to „one glance equilibrium chart” was developed in 1968 by Goichi Hosoda. Ichimoku and consists of 5 lines [Bąk 2015: 36]:

- *conversion line* – *tenkan sen*,
- *base line* – *kijun sen*,
- *lagging line* – *chikou span*,
- *leading span A* - *senkou span A*,
- *leading span B* – *senkou span B*.

The *conversion line* is the average of the high and low over the last 9 periods (e.g. the last 9 day candles). Usually, it is closest to the current price and sets the first support or resistance level when a correction occurs.

Kijun sen is calculated in the same way as *tenkan sen*, but takes into account the last 26 periods. After the return line, it is another, but definitely stronger, resistance or support.

The *chikou span* is a line that represents the current closing price but shifted back 26 periods. The principle is as follows: when it is above the price, it is an uptrend, if below the price – it defines a downward trend. The delayed line does not generate trading signals, but is a perfect complement to other indicators [www14, accessed 15.03.2020].

The first of the lines forming the so-called *Ichimoku (Kumo)* cloud is *senkou span A*. It is calculated by adding *tenkan* and *kijun* values together, then dividing the sum by 2 and shifting it forward 26 periods, whereby it is classified as a leading indicator. In other words, it provides information about the future potential behavior of the course. The second line, *senkou span B*, is the result of calculating the average of the maximum and minimum 52 candles and also shifting by 26 periods forward. The area between them is called the cloud, and depending on which *senkou* line is higher, it is called an upward or downward cloud. Span B often remains flat. *Kumo* provides the investor with a lot of information. The cloud can be rising (Span A above Span B) and falling (Span A below Span B). The thickness of the cloud is also important. The thicker it is, the less likely it gets that the rate will break its level and the current trend will be reversed. Moreover, it works very well as support and resistance levels [Elliott 2007: 36–40].

A strategy based on the first two lines can generate three signals: strong, neutral and weak. A strong buy signal is generated when *tenkan sen* pierces from below the *Kijun sen* above the cloud. A similarly strong sell signal occurs when *tenkan sen* crosses the top of the *kijun sen* below the *kumo*. Neutral is observed when the lines intersect within the cloud. It shows that investors are indecisive and the rate may exit from consolidation both upwards and downwards. A weak buy signal occurs when the cross occurs below the cloud, which is treated as a strong price resistance. The interpretation of the line arrangement is the same as in the case of the strategy based on two moving averages. Another impulse for stock exchange players is the price going out of the cloud. Long positions should be opened when the candle closes above the cloud. Conversely, we open short

positions – when the candle’s closing is below the *kumo*. The third buy signal is the behavior of the *chikou span* line with respect to price. If the lagging line crosses the price or goes above it, it confirms the current uptrend in the market. Therefore, we do not buy when the *chikou span* is below the rate. Similarly, we do not open positions when candles are drawn in the cloud range, as this proves that the consolidation prevails on the market [Oziemczuk 2011: 61–63].

Therefore, the strongest buy signal is to take a long position when three conditions are simultaneously met: 1) *Tenkan sen* crosses *kijun sen* from the bottom above *kumo*; 2) the rate will go above the cloud (the higher the more reliable the break); 3) *Chikou span* is above the price.

The *Ichimoku* technique is applicable in all financial markets: stocks, bonds, commodities, currencies or indices [Borowski 2001: 3].

1.5. Strategy using the Commodity Channel Index and the Donchian Channel

The CCI oscillator was created by Donald Lambert and first described in 1980. Initially, it gained the popularity mainly on commodity markets, but over time it began to be used also in other markets. The indicator is used to trade with the trend, but because it acts like an oscillator, it can also be used to identify turning points [Friedrich 2013: 256].

CCI is based on a mathematical formula, the result of which is a value that expresses the statistical distance between the price of a given asset and a moving average. When the distance is relatively large, we assume that a trend has formed, and we open a position in its direction. The formula for calculating the CCI value is as follows [www3, accessed 24.04.2020]:

$$\text{CCI} = (\text{typical price} - \text{moving average}) / (0,015 \times \text{mean deviation})$$

According to the author’s concept, a typical price is nothing more than the arithmetic mean of the following three values: highest, lowest and closing. As for the moving average, it was originally calculated on the basis of 20 periods, but is now more and more often based on 14 periods. In the denominator, Donald Lambert took the constant value of 0.015 so that most of the observations fell in the range of –100 to +100. The CCI can therefore be positive or negative. The author of the indicator signaled the opening of long positions when the oscillator exceeded +100 points and their closing when it fell below this round limit. On the other hand, short positions should be concluded after exceeding the level of –100 points and closed when returning to the –100 line. This approach, however, has quite a significant disadvantage, namely overlooking the entire initial phase of the emerging trend. Therefore, in the literature, we can meet with recommendations

to open long position after breaking the 0 level from the bottom and the short position after crossing from the top [www13, accessed 15.04.2020].

The formula of the Donchian Channel is relatively simple. The upper band is the maximum, and the lower band is the minimum of the last n periods. The presumed value of the n parameter on most trading platforms is 20, but it can be modified depending on the investment horizon and the financial instrument. As a rule, a buy signal is generated when the rate is above the current level of the upper band. Short positions should be opened when the price is below the most recent reading of the lower band of the channel. Therefore, the Donchian-based trading system assumes that positions should be concluded when a significant support or resistance breaks. If we want to trade on the basis of the arithmetic mean of external bands, the trading signals are analogous to the moving average [www17, accessed 28.03.2020].

An exemplary trading system based on the CCI and Donchian Channel may generate a buy signal when the rate breaks the upper limit of the channel and the CCI exceeds the 100 points limit. To capture most of the traffic, it is enough for the CCI to show a positive value, but this reduces the reliability of the indicator.

1.6. Strategy based on the stochastic oscillator and the Keltner Channel

In spite of the fact that the very word „stochastic” refers to the randomness that every investor tries to avoid in analyzing financial markets, the stochastic oscillator is one of the most widely used tools. It was developed by George Lane in the late 1950s. The stochastic oscillator concept assumes that during a strong upward trend, closing prices will run around the highs recorded during a given session, while in a downtrend – near lows. Similar to the RSI, the tool identifies overbought and oversold levels, indicating the exhaustion or potential of the current trend. The indicator is constructed using two lines – %K and %D. The first of them is the so-called the „fast oscillator”, the second – is known as „slow oscillator”. The %K line measures the strength of a price movement compared to the price range over a given period. To calculate the value of the fast %K oscillator, you need to calculate the difference between the last closing price and the minimum price from e.g. the last 5 sessions. We divide the obtained result by the difference between the highest and the lowest value recorded during the tested interval (in this case 5 sessions). In order to get a value from 0 to 100, the quotient is multiplied by 100. The levels of overbought and oversold are defined in the same way as for the RSI oscillator, so we need the second %D line to refine the indicator. There is a 3-period simple moving average of the %K line and is most often shown as a dotted line on trading platforms. Using both lines we get a more reliable indicator that generates buy and sell signals every time the %K line

crosses the %D line. The best signals are in the oversold or overbought zone. A long position should be open when, in the oversold zone, the %K line crosses the %D line from the bottom. A short position, on the other hand, when the %K line crosses the %D line from the top at overbought levels. Analyzing the course of a stochastic oscillator can also provide other valuable information, such as a bullish or bearish divergence. We encounter the former when prices set lower and lower lows, while the stochastic begins to rise. If the stochastic oscillator goes down when prices start to rise, it is a bearish divergence. In both situations, a warning appears about a possible reversal of the current trend [Rockefeller 2012: 267–270].

The author of the second indicator is Chester Keltner, known as a commodity trader. While the Keltner Channel may resemble the more well-known Bollinger Bands in the technical analysis theory, in reality its use and design differ from the Bollinger Bands described above. The main difference is that the outer bands do not rely on standard deviation but use a different measure of volatility, which is ATR – Average True Range, developed by J. Wilder. So the price swing range is just a number, so we need to average the TR over several days to get the ATR. The increase in this indicator tells us about the greater volatility in the market. For his calculations the author of the tool used the 14-session moving average [Jabłoński 2006: 32].

Returning to the design of the Keltner Channel, however, the middle line is the 20-day exponential moving average. To plot the lower and upper band, we subtract and add the ATR value multiplied by the coefficient, which, according to the literature, should be 2 although it can be modified for a given instrument. The greater the value of the coefficient, the wider the channel and vice versa. Investors use the Keltner Channel in two ways. The first one involves playing „from band to band” and works best during consolidation. The second way is to open a position after breaking the outer band, which confirms the strength of the current trend. When the price closes over the high band, a buy signal is generated. When the price closes below the lower band, we open short positions [www15, accessed 20.03.2020]. However, the breakout strategy should be supplemented with e.g. ADX.

The above strategy based on the stochastic oscillator and the Keltner Channel may suggest opening a long position when in the oversold zone the %K line breaks the %D line from the bottom and the price broke below the bottom band of the channel and starts to come back to it. Short – when the %K line crosses the top of %D in the overbought zone and the price is above the upper band of the channel.

The trading systems described above are examples of technical analysis indicators that can be freely modified not only in terms of the size of the parameters, but also their skillful replacement.

2. TESTING OF TRADING SYSTEMS ON THE DAX STOCK INDEX

DAX (*Deutscher Aktienindex*) is the main German stock index, which includes 30 largest companies whose total capitalization accounts for nearly 80% of all companies listed on the German stock exchange. Its components include such companies as Adidas, Deutsche Bank, Lufthansa, Volkswagen, Bayer and Siemens. While calculating the value of the index not only is the increase in prices taken into account but also dividends paid, so unlike the Polish WIG20, it is a return index. The first quotations date back to July 1, 1988, from the level of 1163.52 points, setting the base of 1000 points as of December 31, 1987 [www6, accessed 10.04.2020].

The index itself is not an asset that can be bought directly. Other investment alternatives based on the DAX index can include CFDs (their price may depend directly on the value of the index or futures contract), options or replication of the company's portfolio in appropriate proportions.

2.1. Research methodology

Due to the specificity and rolling over of subsequent series of futures contracts, the study will be conducted on an index-based CFD. For the standardization of calculations, the value of one point is EUR 25, i.e. as much as the multiplier of the futures contract. The scope of the test covers the quotations from the beginning of 2015 to March 30, 2020, thanks to which the period of the outbreak of the coronavirus pandemic will also be taken into account, during which the market experienced huge turbulences.

All transactions were carried out on the Meta Trader 4 platform using the simulator provided by the Admiral Markets broker. Trading on the simulator is carried out in the same way as on the real market in real time, therefore *backtesting* allows for quite an effective confrontation with the market. After the test is completed, a report is generated and it shows a lot of additional data, such as the number of profitable and losing positions or the capital curve during the investment period. In addition, the sample report includes:

- Total net profit – the final result of all transactions, calculated as the difference between „gross profit” and „gross loss”;
- Gross profit – sum of all profitable items;
- Gross loss – the sum of all losing positions;
- Profit ratio – quotient of gross profit and gross loss;
- Expected profit – a parameter reflecting the statistical average of the profit /loss ratio for one transaction;

– The curve of capital – that is reflected in the account balance during the life of the investment.

The overall results presented in the reports allow for a quick overview of the results of individual strategies.

Each of the transactions was concluded on the basis of the chart analysis on the daily interval. The spread, i.e. the difference between the bid and ask price, was 1 point, which corresponds to the offer made by most brokers. The negative swap points that are charged daily as a cost-holding for index based CFDs are included in the trading results. Moreover, for the sake of simplification, the unlimited market liquidity was adopted and all open positions are buy transactions.

The starting balance for a single strategy is EUR 50,000. Assuming that the margin is fixed and constitutes 5% of the nominal value, in the case of the average rate of 10,000 points and a multiplier of 25 euros, its value fluctuates around 12,500 euros. Given that the stop-out mechanism, i.e. automatic closing of the position by the broker, occurs when the valuation of the account drops to 50% of the required margin, the investor may „lose” 1,750 points.

2.2. Trading systems results

The first strategy tested was a system based on two moving averages and the ADX index (SMA20; SMA5; ADX14). Long positions were opened when three conditions were simultaneously met: the faster moving average crossed the slower average from the bottom, the +DI line was above –DI and the ADX indicator was higher than 25, indicating a relatively strong uptrend. The exit from the market took place as the faster average fell below the slower one, suggesting an impending technical correction.

In the period from January 1, 2015 to March 30, 2020, the system generated 26 buy signals. Profitable trades accounted for 50% of the total for a gross profit of € 129,124 with a gross loss of € 81,963. As a result, the total net profit (excluding taxation) was 47,161 euros. The largest profitable trade allowed the investor to earn EUR 30,827, while the average profitable trade was EUR 9,932. Likewise, the most losing position depleted an investor’s portfolio by € 11,813, with an average loss transaction of € 6,304. The profit ratio is calculated as the ratio of gross profit to gross loss 1.58, while the expected profit on one transaction is approximately EUR 1,814.

The capital curve during the entire investment period is presented below.

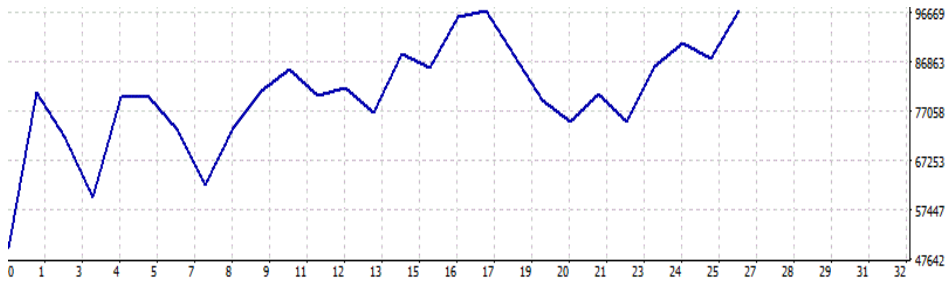


Figure 1. Capital curve for the SMA – ADX strategy

Source: own elaboration.

It is worth noting that the account balance not even once fell below the initial deposit of EUR 50,000, so all loss positions only reduced profits and not invested capital. The final account balance is 97 161 euros.

The next investment strategy was based on MACD and Parabolic SAR (EMA12; EMA26; MACD SMA26; AF = 0.01; max 0.2). The buy signal was generated when the price was above Parabolic with simultaneous MACD readings above the 0 line. Positions were closed when the index was below the Parabolic dot. In order to generate fewer false signals, the acceleration parameter was set at 0.01.

For nearly 5 years, the strategy gave 35 buy signals. Profitable transactions accounted for less than 43% of all items, bringing a gross profit of EUR 152 586 with a gross loss of EUR 143 768. The total net profit was 8,818 euros. The most successful transaction was EUR 21,536, while the average profitable transaction was EUR 10,172. On the other hand, the most losing position depleted the account balance by EUR 13,284 with an average loss transaction of EUR 7,188. The profit ratio showed a value of 1.06, while the expected profit on one transaction is around EUR 252.



Figure 2. Capital curve for MACD – PSAR strategy

Source: own elaboration.

As in the case of the first trading system, the investor did not have to face a reduction in invested capital, as the balance of the operating register never fell below the threshold of EUR 50,000 although as a result of two losing positions in the second half of 2016, the balance fell to a record low level 53 290 euros. The account balance as of March 30 this year is EUR 58 818.

The third trading system used information from the RSI oscillator and Bollinger Bands (sigma = 2; SMA20; interval = 5; oversold-buy-in: 30–70). The buy signal was generated when the oscillator was returning from the oversold zone (from levels below 30 points) and the rate was „rebounding” from the lower Bollinger band. The position was closed when the quotes returned from the middle or top band. The rejection was considered to be at least two downturn candles on the daily interval. In the event that the rate did not even approach the simple moving average, a defensive stop loss order was placed, located slightly below the last local lows.

The system provided 44 buy signals throughout the research period. The number of profitable transactions as well as the loss ones was 22. The gross profit was 207,638 euro with the gross loss of 134,394 euro. The total net profit was therefore EUR 73 243. The single transaction on which the investor could earn the most was opened on January 29, 2015 and allowed to realize a profit of EUR 28,651, while the average profitable transaction is EUR 9,438. The most losing position reduced profits by EUR 12,003 with an average loss transaction of EUR 6,109. The profit ratio showed a value of 1.54, while the expected profit per transaction is approximately EUR 1,665.

As when testing the two previous systems, the investor did not have to worry about reducing their initial balance.



Figure 3. Capital curve for the Bollinger Bands strategy – RSI

Source: own elaboration.

Looking at the capital curve, it can be concluded that the strategy, except for two weaker periods, allows you to generate systematic profits. Moreover, it allowed to stay out of the market during this year’s stock market crash. Ultimately, the account balance on March 30, 2020 oscillated around EUR 123,240.

The Japanese system based on the discovery of Goichi Hosoda ($tenkan = 9$; $kijun = 26$; $senkou = 52$; $chikou = 26$) gave the green light to open a long position when several conditions were simultaneously met. *Tenkan-sen* had to be above *kijun-sen*, index rate above cloud and *chikou-span* line above price. The position was closed if the *tenkan* line broke through the *kijun* line from the top or the quotes went below the *kumo*.

The *Ichimoku Kinko Hyo* technique has only been used 22 times over a five-year period, 12 of which are profitable (54.55%). The first of them turned out to be the most profitable (EUR 39,844), but the maximum balance later exceeded EUR 90,000. The gross profit was EUR 124,216 and the gross loss was EUR 113,697, resulting in a net profit of EUR 10,519. The most losing position reduced the value of the portfolio by EUR 17 823 with an average loss transaction of EUR 11 370. A fairly low reading showed a profit ratio of 1.09 as well as a projected profit of EUR 478.

The capital curve is as follows.

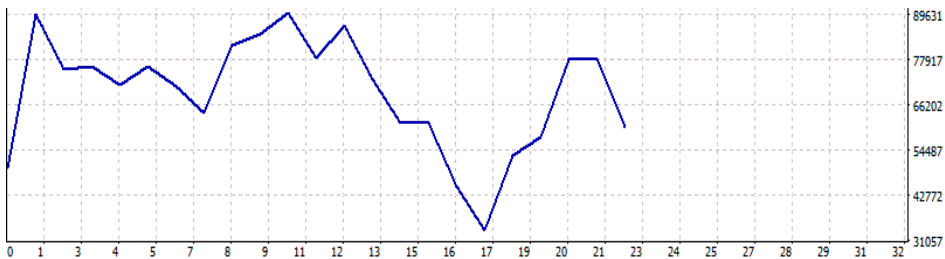


Figure 4. Capital curve for Ichimoku strategy

Source: own elaboration.

Although the system allowed to generate profit during the investment period, some attention should be paid to its failure during the first three quarters of 2018, leading to a decrease in capital towards EUR 33,875. The final value of the portfolio at the end of the research period was EUR 60,520.

The fifth strategy was based on the Donchian channel and the CCI oscillator (Donchian $n = 20$; CCI $n = 20$; typical price = $HLC/3$). The system assumed connecting to the existing trend, therefore, in order for a long position to be opened, the CCI oscillator should go above 100, and the rate should break the upper band of the channel. Positions were closed relatively quickly when the CCI started to return below the level of 100, so it was unnecessary to set a defensive stop loss order.

Since the beginning of 2015, the system has generated as many as 45 buy signals. Profitable trades only accounted for 37.80% of all items, but the gross

profit of EUR 118,375 exceeded the gross loss (EUR 85,005). As a result, the total net profit was EUR 33,369. The largest profitable transaction allowed the investor to earn EUR 23,602, while the average profitable transaction oscillated around EUR 6,963. The most unsuccessful investment depleted the investor's portfolio by EUR 9,350 with an average loss transaction of EUR 3,036. The profit ratio was 1.39, while the expected profit on one transaction is around EUR 742.

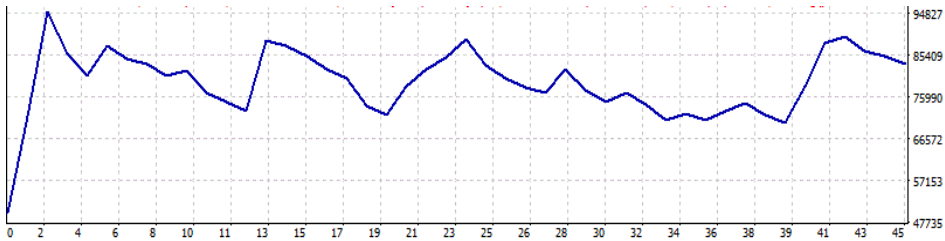


Figure 5. Capital curve for the Donchian Channel – CCI strategy

Source: own elaboration.

When analyzing the capital curve, it should be emphasized that the investment could provide the investor with mental comfort. Not only did the system not contribute to a reduction in the initial balance, but not even once the account balance fell below EUR 70,000. The final balance of the account is EUR 83,369.

The last trading system using a stochastic oscillator and a Keltner Channel (%K = 5; %D = 3; EMA20; ATR period = 10; ATR multiplier = 2) is a typical contrarian strategy. The investor should open long positions when the rate rebounded from the bottom band of the channel and the faster %K line breaks the slower %D in the oversold zone, i.e. below 30 points. In the strategy, as in most previous cases, no defense orders were used because the exit from the market took place when the %K line crossed the %D line from the top.

Finally, 39 transactions were made under the strategy, 22 of which turned out to be profitable (56.40%). Gross profit of EUR 189,929 significantly exceeded the gross loss of EUR 114,032, giving a net profit of EUR 75,897. The most profitable transaction earned EUR 24,905 with an average of EUR 8,633. The most losing position was a loss of EUR 31,480, which resulted from the more than 500-point price gap on March 9, 2020. The average losing trade was around EUR 6,708, while the profit ratio was 1.67 and the expected profit per item is EUR 1,946. A slightly different version of the report also allows for a different presentation of the results and provides additional data.

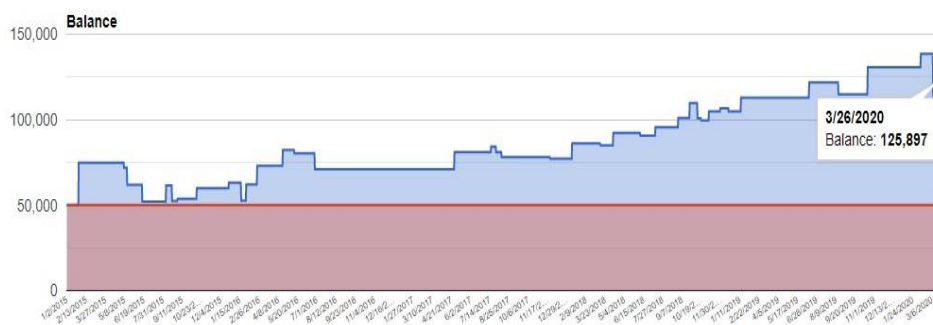


Figure 6. Capital curve for the Keltner Channel – Stochastic strategy

Source: own elaboration.

As we can see, the last strategy at the end of the investment period allowed the investor to enjoy the highest profit with a relatively high percentage of profitable trades. Below is a summary of the strategy's results in absolute terms.

Table 1. Summary of the results of individual strategies

Strategy	Lowest balance	Highest balance	Final score
1	50 000	97 161	97 161
2	50 000	92 830	58 818
3	50 000	130 743	123 243
4	33 875	90 220	60 519
5	50 000	95 301	83 369
6	50 000	138 580	125 897

Source: own elaboration.

The least profitable system turned out to be the PSAR – MACD strategy although the Ichimoku technique generated a slightly better result, which additionally, in the analyzed period, was the only one that „went down” below the level of initial capital.

2.3. Comparison of strategies based on the Sharpe index and MAR

Looking only at the achieved rate of return, the best strategy turned out to be the last one, based on the stochastic oscillator and the Keltner Channel. However, when measuring the effectiveness of the strategy, the risk incurred should be taken into account. The resulting measure of effectiveness is called the risk-adjusted rate

of return. This concept includes, among others, Sharpe meter. The higher the ratio, the better, as the strategy generated a higher rate of return per risk unit. The Sharpe measure is defined by the following formula [Ormaniec 2019: 32]:

$$Sh = \frac{r - r_f}{\sigma},$$

where:

r – the average rate of return on the portfolio,

r_f – risk-free rate of return,

σ – standard deviation of rates of return.

The value of the indicator itself after adjusting for the incurred risk is not enough to assess the quality of individual strategies, but only serves to compare them [Jajuga 2015: 257]. The indicator is the most frequently used measure of the management efficiency of investment funds, but it can also be successfully used to evaluate transaction systems.

In the study, the average rate of return on the portfolio was taken as the average of the annual rates of return over the full 5 years (thus the first quarter of 2020 was omitted). The most frequently considered risk-free rate is the yield on 10-year treasury bonds. In the analyzed period, the average profitability of German „10-year-olds” fluctuated around 0%, therefore, the Sharpe index was adjusted to the quotient of the average annual rates of return and their standard deviation. The results are presented in the table below.

Table 2. Sharpe index for the analyzed transaction systems

Strategy	Average annual rate of return	Standard deviation	Sharpe Ratio
1	17,3%	30,2%	0,57
2	11,1%	26,1%	0,43
3	25,2%	41,1%	0,61
4	28,2%	72,4%	0,39
5	14,5%	31,0%	0,47
6	21,6%	10,9%	1,98

Source: own elaboration.

The most effective strategy turned out to be the one based on the Keltner Channel and the stochastic oscillator, and the least effective strategy was number 4, i.e. the Japanese *Ichimoku* technique.

Another indicator that can be used to compare transaction systems is MAR (Managed Account Ratio). We calculate it as the quotient of two values [www4, accessed 24.04.2020]:

$$\text{MAR} = \text{CAGR \%} / \text{maxDD \%}$$

CAGR is nothing more than the rate of capital growth calculated in relation to the initial value and smoothed to annual periods. The denominator of the equation is the maximum percentage of capital drawdown, understood as the distance between the local maximum and minimum on the capital curve during the entire investment period [www9, accessed 24.04.2020]. During the 21 analyzed quarters, the highest MAR was characteristic for strategy no. 3, i.e. based on the Bollinger bands and the RSI oscillator. Strategies 5 and 6 also showed a high reading, while strategy 2 (Parabolic SAR along with MACD) was the worst. The table below presents a list of individual systems.

Table 3. MAR coefficient for the analyzed transaction systems

Strategy	CAGR	maxDD	MAR
1	13,5%	16,4%	0,82
2	3,1%	18,8%	0,17
3	18,7%	15,3%	1,23
4	3,7%	26,7%	0,14
5	10,2%	9,8%	1,04
6	19,2%	22,7%	0,85

Source: own elaboration.

Based on the data contained in the above tables, it can be concluded that the best strategies turned out to be strategies no. 3 and 6, while the least effective are strategies no. 2 and 4.

Interestingly, the Sharpe and MAR ratios provided information in line with the final balances on the investor's account.

3. PASSIVE STRATEGY – „BUY AND HOLD”

An alternative to active investment strategies that use technical analysis is a passive long-term investment strategy based mainly on fundamental analysis. Unfortunately, in the case of stock indices, comparing them is not as easy as it may seem. Well, long-term maintenance of positions on futures or CFDs would

be associated with very large capital slips. Moreover, the costs of holding positions on contracts for difference would significantly reduce the investor's possible profits. Therefore, when it comes to passive strategies, a better solution is, for example, investments in ETFs, on which active trading is not profitable because both when buying and selling, commissions of about 0.30% are charged [www10, accessed 27.04.2020].

Despite the slightly different specificity of the instruments corresponding to a given strategy, it is worth looking at how a buy and hold investment would look like in the same investment horizon against the background of previously tested trading systems. The analysis was carried out on the largest, in terms of assets, ETF replicating the DAX index, i.e. iShares Core DAX UCITS ETF, in which all dividends are reinvested [www11, accessed 27.04.2020].

Assuming that the investor purchased the participation units at the beginning of 2015, they had to pay 95 euros for each. During the course of the investment, their value dropped four times below the purchase price, reaching the lowest level of EUR 82 (−13.7% of the capital invested) in the March panic in 2020. The highest return could have been achieved in January 2018 and February 2020, when the rate was close to EUR 131 (+37.9%). If the investor decided to sell the units at the end of March 2020, they would receive EUR 95 for each of them, which is the same price as at the start of the investment, after nearly 16% rebound from this year's minima. In this case, the MAR coefficient would oscillate around 0.

Let us consider one more scenario that ignores the first quarter crash of this year. The unit price (including dividends paid and reinvested) at the end of 2019 was EUR 126.70. With a CAGR of 5.9% and a maximum 2015–2016 capital draw of 25.8%, the MAR index would show a reading of 0.23. Sharpe's measure, calculated in the same way as for the 6 tested strategies for a period of full five years, shows the value of 0.43.

Table 4. Summary of the results of all tested strategies

Strategy	Lowest return	Highest return	Final score	MAR	Sharpe Ratio
1	0,0%	94,3%	94,3%	0,82	0,57
2	0,0%	85,7%	17,6%	0,17	0,43
3	0,0%	161,5%	146,5%	1,23	0,61
4	−32,3%	80,4%	21,0%	0,14	0,39
5	0,0%	90,6%	66,7%	1,04	0,47
6	0,0%	177,2%	151,8%	0,85	1,98
ETF	−13,7%	37,9%	0%; (33,4%)	0; (0,23)	0,43

Source: own elaboration.

Data with a summary of the active and passive strategies are presented in Table 4.

For ETF investments, figures in parentheses assume unit sales on December 31, 2019.

3.1. Research summary

The data presented in Table 3 show that during the research period, only two strategies (*Ichimoku* and ETF) would produce negative returns at the worst possible end of the investment. At the best moment, the „passive” investment achieved the lowest result. Looking at the final balance at the end of 2019, as many as 4 systems based on technical analysis were more effective than the „buy and hold” strategy, and at the end of the first quarter of 2020 – all of them. When analyzing the measures of management quality, it turns out that taking into account the 21 quarters, the passive strategy was characterized by the lowest MAR index. The Sharpe’s measure is also relatively weak compared to the 4 leading strategies.

In addition, each of the systems achieved a positive rate of return, and losses were only reduced by the previously generated surpluses in as many as 5 out of 6 examined cases. The average profit for a single strategy is EUR 41,500 or 1,660 points.

SUMMARY

The aim of the article was to test the effectiveness of trading systems built on the basis of technical analysis in 2015–2020 on the DAX stock exchange index. This goal has been achieved, which is confirmed by the results of the research that allow to evaluate the effectiveness of the transaction systems under study in 2015–2020. On the basis of the transactions carried out, it can be concluded that the technical analysis works in practice and on its basis it is justified to construct investment strategies that can bring profits in the long term while maintaining an appropriate level of risk. It is true that the percentage of unprofitable positions was relatively high, but the generated sell signals made it possible to cut losses quite quickly. As a result, only one of all analyzed capital curves fell below the level of initial capital during the investment period. It is worth noting that additional verification of more parameters for each oscillator, channel or moving average, as well as changing the time interval or other tool combinations, would probably improve the performance of the systems. A comparison against the background of passive investment, both in terms of the quality of portfolio management and the achieved rates of return, is definitely in favor of active strategies. However, due

to the different specifics of the instruments, it should be approached with a lot of caution.

In the light of the conducted research, it is worth emphasizing that there is no single best transaction system that will always bring above-average rates of return, regardless of the current market situation. Financial markets are characterized by high dynamics of changes, therefore, a strategy that has been successful in recent years may not necessarily prove successful in the future. Moreover, the obtained results indicate that the evaluation of the effectiveness of a given strategy differs depending on the measures used.

Technical analysis is not without its drawbacks. Perhaps it does not discount all information, but only the well-known or foreseeable by the market. The simulations carried out prove that technical analysis is an effective tool for risk management and, in combination with fundamental analysis, increases the probability of success. It is clear that history does not always have to repeat itself, but the psyche of investors has remained unchanged for years.

BIBLIOGRAPHY

- Bąk B., 2015, *Skuteczność techniki Ichimoku na przykładzie kontraktów terminowych na indeks WIG20*, Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej, Wydział Ekonomiczny, Lublin.
- Borowski K., 2001, *Technika Ichimoku (renesans japońskiej techniki inwestowania)*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, z. 19.
- Borowski K., 2017, *Analiza techniczna. Średnie ruchome wskaźniki i oscylatory*, Difin, Warsaw.
- Borowski K., 2018, *Metody inwestowania na rynkach finansowych*, Difin, Warsaw.
- Borowski K., 2019, *Efficiency and stability of trading systems based on plain, exponentially and linearly weighted moving averages*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Section H–Oeconomia”, vol. 53, no. 4.
- Czekała M., 1997, *Analiza fundamentalna i techniczna*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego, Wrocław.
- Elder A., 2018, *Zawód Inwestor Gięldowy. Nowe ujęcie*, XTБ, Poznań.
- Elliott N., 2007, *Ichimoku Charts. An introduction to Ichimoku Kinko Clouds*, Harriman House.
- Etzkorn M., 1999, *Oscylatory*, WIG Press, Warsaw.
- Friedrich M., 2013, *Hedge Funds. Die Konigsklasse der Investments*, FBV, Monachium.
- Jabłoński B., 2006, *Innowacyjna strategia ograniczająca ryzyko walutowe*, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Katowice.
- Jajuga K., 2015, *Inwestycje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warsaw.
- Kochan K., 2009, *Forex w praktyce*, Helion, Gliwice.
- LeBeau C., Lucas D., 1998, *Komputerowa analiza rynków terminowych*, WIG PRESS, Warsaw.
- Murphy J., 1995, *Analiza techniczna*, WIG PRESS, Warsaw.
- Murphy J., 2017, *Analiza techniczna rynków finansowych*, Admiral Markets, Poznań.
- Nowakowski J., 2003, *Normalizacja wskaźników analizy technicznej*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, z. 29.
- Ormaniec T., 2019, *Możliwość osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu na podstawie informacji o sprzedaży oraz umorzeniach jednostek uczestnictwa w otwartych funduszach inwestycyjnych*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów. Zeszyt Naukowy”, nr 173.

- Oziemczuk K., 2011, *Ichimoku. Japońska strategia inwestycyjna*, Bullet Books, Warsaw.
- Pająk A., 2013, *Dochodowość inwestycji w kontrakty terminowe na akcje w Polsce*, Wydawnictwo Adam Marszałek, Toruń.
- Rockefeller B., 2012, *Analiza techniczna dla bystrzaków*, Wydawnictwo Septem.
- Słupek T., 2001, *Analiza techniczna. Wprowadzenie*, Dom Wydawniczy ABC, Cracow.

Other Internet Sources:

- Cennik Biura Maklerskiego ING Banku Śląskiego, www.ing.pl/indywidualni/inwestycje-i-oszczednosci/inwestycje-gieldowe/etf [accessed 27.04.2020].
- [www1] www.3sigma.com/whats-so-special-about-3-sigma [accessed 03.03.2020].
- [www2] www.admiralmarkets.pl/education/articles/forex-indicators/parabolic-sar-forex [accessed 28.02.2020].
- [www3] www.admiralmarkets.pl/education/articles/forex-indicators/wskaznik-cci [accessed 24.04.2020].
- [www4] www.blogi.bossa.pl/2008/05/30/miary-oplaczalnosci-i-ryzyka-transakcji/ [accessed 24.04.2020].
- [www5] www.blogi.bossa.pl/2011/04/22/subiektywizm-analazy-technicznej/ [accessed 02.02.2020].
- [www6] www.comparic.pl/category/analizy/indeksy/dax/ [accessed 10.04.2020].
- [www7] www.comparic.pl/parabolic-sar-przewodnik-od-tradeciety/ [accessed 30.03.2020].
- [www8] www.comparic.pl/tradeciety-wstega-bollingera-najlepszy-wskaznik-wielu-powodow/ [accessed 2.04.2020].
- [www9] www.fxmag.pl/artukul/obsuniecie-kapitalu-jak-interpretowac-drawdown [accessed 24.04.2020].
- [www10] www.ing.pl/individual/investment-and-savings/investment-gieldowe/etf [accessed 27.04.2020].
- [www11] www.justetf.com/en/how-to/dax-etfs.html [accessed 27.04.2020].
- [www12] www.parkiet.com/artukul/1432239.html [accessed 27.03.2020].
- [www13] www.parkiet.com/artukul/1433930.html [accessed 15.04.2020].
- [www14] www.sii.org.pl/static/img/004366/Podstawy_analazy_Ichimoku.pdf [accessed 15.03.2020].
- [www15] www.thebalance.com/how-to-day-with-trade-keltner-channels-4051613 [accessed 20.03.2020].
- [www16] www.tms.pl/wskazniki-trendu [accessed 27.02.2020].
- [www17] www.tradersarea.pl/kanal-donchiana/ [accessed 28.03.2020].

List of abbreviations:

- ADX – Average Directional Movement Index
- ATR – Average True Range
- CCI – Commodity Channel Index
- CFDs – Contracts For Difference
- DAX – Deutscher Aktienindex
- DI+ – (Directional Indicator +)
- DI– – (Directional Indicator –)
- DMI – Directional Movement Index
- ETF – Exchange traded fund
- MAR – Managed Account Ratio.
- MACD – Moving Average Convergence/Divergence

MAR – Managed Account Ratio
PSAR – Parabolic Stop and Reversal
SAR – Parabolic Stop and Reversal
SMA – Simple Moving Average
RSI – Relative Strength Index.

Przyjęto/Accepted: 10.11.2020
Opublikowano/Published: 31.12.2020

THE IMPACT OF FINANCIAL LEVERAGE ON A COMPANY'S MARKET VALUATION

Assistant Professor, Ph.D. Artur Zimny

Faculty of Economics and Sociology, University of Lodz

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-6658-952X>

Abstract

The purpose of the article is to examine the impact of leverage on the market valuation of companies. The article verifies two hypotheses: 1. the degree of leverage is an important factor that impacts the market valuation of companies; 2. for companies with a high level of leverage, the impact of this leverage on their valuation is negative, and for companies with a low level of leverage, the impact is positive.

The methodology of the study includes a critical literature review and empirical research based on correlation and regression analysis, including univariate and multivariate regression. The analysis covered quarterly data of ten energy companies listed on the Warsaw Stock Exchange. An important component of the research was classifying those companies into several groups, depending on their level of debt ratio in relation to the industry median debt ratio.

The results of the research: The literature review did not provide an unequivocal conclusion to the problem. The empirical analysis did not give grounds to reject the first hypothesis; however, the second one was rejected. The research showed positive correlation and regression coefficients between the debt ratio and the price to book value ratio for highly leveraged companies and negative ones for companies with a low level of debt. The results are surprisingly contrary to the expectations based on theoretical premises.

Keywords: financial leverage, capital structure, company financing, company valuation.

JEL Class: D25, G32.

INTRODUCTION

The ability to accurately assess the value of companies is crucial for making the right investment decisions on the capital market. A company's value is influenced by many factors that determine its effectiveness, as well as the risk to which it is exposed. Such factors include the financing structure, i.e., the degree of liabilities, which is referred to as financial leverage. The significance and direction of the impact of this leverage on the valuation of companies (or on the returns on their shares) have been the subject of research. However, the results are not fully consistent, which may be due to differences in the assumptions made by the authors. The purpose of this article is to analyze these assumptions and to present research that considers the conclusions of this analysis.

1. LITERATURE REVIEW

The early research of Modigliani and Miller, starting with the paper concerning the cost of capital [Modigliani and Miller 1958], is one of the first works that deal with the importance of financial leverage for a company's efficiency. Their research showed that a company's financial structure does not affect its market value; in other words, the degree of debt capital is neutral for the company's valuation by the capital market. However, these early studies relied on a number of strong assumptions, which were later revoked, thus challenging the claim that there is no relationship between the degree of leverage and the value of the company. It also provoked questions about the existence of the optimal capital structure, i.e., one that maximizes value for the company's owners.

Hatfield et al. [1994] refer to research that claims that the optimal capital structure (debt to equity ratio) exists and is strongly related to the average capital structure of the entire industry. It suggests that when companies that issue debt move toward the industry average from below, the market should react more positively than when the company is moving away from the industry average. But their empirical study did not confirm this relationship – they concluded that the market does not appear to consider the relationship between a firm's leverage ratio and the industry's leverage ratio to be important. It should be noted, however, that in the case of companies whose debt before the new debt issuance was higher than the industry average, the issuance of new debt caused a small but statistically significant negative market reaction in the period from 2 to 90 days after the issue.

Hodgson and Stevenson-Clarke [2000] also referred to the concept of the optimal capital structure, discussing the premises of the financial leverage impact on a company's valuation. The first premise suggests a negative impact, as increasing the share of debt in financing a company increases the business's

financial risk. The second indicates a positive impact, as the financial leverage lowers the cost of capital and proves the managers' optimism. The third, which is a synthesis of the first two, is the conviction that there is an optimal level of debt, above which the negative effect related to the risk level outweighs the positive effect that results from the relative „cheapness” of the debt. The fourth option is the classic approach from the theses of Miller and Modigliani, which assumes that the degree of leverage is neutral for the valuation of the company.

Hodgson and Stevenson-Clarke seem to support the thesis about the optimal debt level, and they take it into account in their empirical study, treating the average level of leverage in the industry as the approximation of the optimal structure of capital for this industry. Their study focused on the importance of leverage in analyzing the impact of the company's profits (and, alternatively, its cash flows) on the return on shares; in other words: what is the relevance of the leverage for the quality of the models that explain the impact of profits or cash flows on the rates of return on shares. They conclude that the relative degree of leverage significantly impacts the importance of profit and cash flow valuation; strong leverage affects the relationship between stock prices, book profits, and cash flows.

Another important observation is presented by Nissim and Penman [2003]. They noted that the standard measure of leverage is total liabilities to equity, but the „total liabilities” category is not homogeneous. It consists of financial liabilities (such as bank loans or bonds issued) and operating liabilities. And the operating liabilities can be further divided into contractual liabilities (such as trade payables, pension liabilities) and estimated liabilities (such as deferred revenues or accrued expenses). In their study, Nissim and Penman found that operating and financing liabilities imply different profitability and are priced differently in the stock market. For a given total leverage from both sources, firms with higher leverage from operations have (on average) higher price to book ratios. This means, *inter alia*, that when examining the impact of leverage on the valuation of companies, the definition of leverage (debt) should not be limited only to financial liabilities.

The problem of risk as a factor that differentiates the influence of leverage on the rates of return on a company's shares has been presented differently by Muradoglu and Sivaprasad [2008]. They examined this impact separately for different risk classes, by which they understood nine main industries. The research results showed that belonging to a given risk class (industry) has a significant impact, both on the strength and the direction (the sign of the coefficient) of the relationship between the degree of leverage and the rates of return on shares. The rates of return on stocks were higher for higher levels of leverage in one of these classes, referred to as „utilities”, while for companies in other classes

(industries), the relationship was negative (i.e., an increase in the degree of leverage resulted in decreasing rates of return).

Adding to the study additional explanatory variables (apart from leverage) that represent idiosyncratic risk increased the explanatory power of the model, but the influence of the leverage on the rates of return was still negative. Their approach, in which specific industries are treated as risk classes, is debatable. Each industry undoubtedly includes companies with significantly higher and lower levels of financial leverage, so treating a given industry as a homogeneous risk class seems to be unjustified.

Using all food and beverage manufacturing firms listed on the Indonesian Stock Exchange, Marlina [2013] tested the influence of fundamental factors (earning per share, return on equity, debt to equity ratio, and size) on the price to book value ratio. The results of the regression analysis showed that the debt to equity ratio was among the variables that showed a positive and significant impact on the price to book value ratio.

The study by Gill and Obradovich [2012] examined the impact of several factors (board size, CEO duality, audit committee, financial leverage, company size, return on assets, and internal resources) on the value of American companies listed on the New York Stock Exchange. The results of the regression study showed that the degree of leverage was among the factors that positively impact companies' value. The impact of the examined factors on the value of firms was different for manufacturing companies and for service companies, but in both cases, the impact of the financial leverage was positive.

Similar conclusions come from other studies. In one of them [Rizqia et al. 2013], the authors analyzed the impact of several factors, including financial leverage, on the dividend policy, and on the value of companies. The study covered manufacturing companies listed on the Indonesian Stock Exchange. The study showed a positive and statistically significant impact of financial leverage on the value of companies. Another study [Dita and Murtaqi 2014], also based on companies listed on the Indonesian Stock Exchange, but operating in a different industry (namely, consumer goods), examined the impact of several factors, including debt to equity ratio, on the returns on the stocks of those companies. Again, the impact of financial leverage (represented by debt to equity ratio) on the increase of companies' valuation (which results in the rate of return on shares) proved to be positive and statistically significant.

Contrary results are shown in the study by Acheampong et al. [2014], which analyzed the impact of financial leverage and company size on the rates of return on shares of selected companies from the manufacturing sector listed on the Ghana Stock Exchange. Their study demonstrated a negative and significant relationship between leverage and stock returns when the overall industrial data was used; however, at the individual firm level, the relationship was not stable. For four out

of the five selected companies, the impact was negative; for the fifth one, it was positive.

However, in the study by Adenugba et al. [2016], which examined only the impact of financial leverage on company's value (and based on data from five manufacturing companies from the Nigerian Stock Exchange), the impact proved to be significant and positive. Singh and Bansal [2016] examined the impact of leverage (and other factors) on a firm's financial performance and its valuation. The study covered 58 Fast Moving Consumer Goods (FMCG) companies listed on the National Stock Exchange and Bombay Stock Exchange in India. The results showed that leverage has a significant negative impact on a firm's valuation. Another study [Pandya 2016] is based on data from 197 companies classified as Group A companies listed on the Bombay Stock Exchange. It examines the impact of leverage, expressed as the three different measures (ratios), on the market value added. Univariately, all three measures (namely, debt to equity ratio, debt ratio, and interest cover) proved to be statistically significant in explaining the variation in the market value added of the sample companies. However, when taken together (in multiple regression), only interest cover was found to be statistically significant.

The latest research does not provide an unequivocal solution to the analyzed problem. Hirdinis [2019] presented the examination of the effect of capital structure and a firm size on a firm's value, moderated by profitability. The study was based on the sample of seven companies of the mining sector listed on the Indonesia Stock Exchange. He concluded that capital structure has a positive effect on a firm's value and that the profitability is not able to mediate the influence between capital structure and a firm value.

Ibrahim and Isiaka [2020] examined the effect of financial leverage (long term debt to equity ratio) on a firm's value (Tobin's q ratio) with evidence from a sample of 18 selected companies quoted on the Nigerian Stock Exchange. Other variables were utilized as control variables (pairwise correlation). The regression results showed that financial leverage has a significantly negative effect on a firm's value while the result of the pairwise correlation showed that there is no significant linear relationship between leverage and a firm's value. Financial leverage has proven to be a weak predictor of a firm's value.

PeiZhi and Ramzan [2020] focused their study primarily on exploring the influence of corporate governance structure and the capital structure on firms' market-oriented and accounting-based performance. The study covered 45 selected firms listed on the Pakistan Stock Exchange. The findings showed that the governance structure based on diverse expert members accelerates its performance. It was also found that the leverage ratio improves accounting performance, but it has a downward and significant impact on the share prices of listed firms.

Another research [Lestari et al. 2020] covered all companies listed on the Indonesia Stock Exchange. The subject of the study was the impact of a firm size, leverage (proxy: debt-equity ratio) and profitability on the firm's value (reflected through P/BV ratio). Results showed that leverage has a negative and significant effect on a firm's value. However, the authors indicated that the average value of leverage every year was quite high and experienced rises and falls. A good ratio occurred when debt and capital were balanced.

The paper of Jao et al. [2020] presented the analysis of the impact of earning persistence, financial leverage and foreign ownership on corporate reputation and corporate value on non-financial companies listed on the Indonesia Stock Exchange. The authors concluded, *inter alia*, that financial leverage does not have a significant impact either on the company's value or on the company's reputation.

Research on this problem for the Polish market is difficult to find. There are papers analyzing the impact of financial leverage on a company's performance, but only in book value terms (e.g. impact on profitability or liquidity), while this paper focuses on the impact on company's market valuation. This approach was found only in [Łukasik and Naczyński 2015], who examined the impact of a number of explanatory variables on the dependent variable defined as the market value (capitalization) of companies. The research covered 286 companies listed on the Warsaw Stock Exchange. The multivariate regression analysis showed that the degree of financial leverage (reflected by financial debt to equity ratio) is negatively correlated with the company's value. The authors noted a relatively low level of debt ratios, indicating that Polish companies are cautious in using debt financing.

Summarizing, the literature review does not provide an unequivocal conclusion about the impact of financial leverage on a company's valuation. In general, the studies show that this impact is statistically significant. However, the direction of the impact in some studies proved to be positive (an increase in leverage is accompanied by an increase in the company's value), and in other studies it was negative (a company's value decreases with the increase of leverage). The review of the research also makes it possible to state that the relationship between leverage and a company's valuation is influenced by:

- belonging to a given industry; some studies [Hodgson and Stevenson-Clarke 2000; Muradoglu and Sivaprasad 2008; Gill and Obradovich 2012] indicated it as a differentiating factor, while others limited the scope of companies covered by the study to only one industry;

- the level of leverage in relation to the optimal capital structure; Hatfield et al. [1994] and Hodgson and Stevenson-Clarke [2000] indicated this as an important premise, suggesting that the impact of leverage on a company's valuation may not be stable – it can change (e.g., from positive to negative) with the increase of the level of leverage; surprisingly, other authors did not consider

this aspect, while it may be the main reason for the inconsistency of the research results; only two studies indirectly referred to this problem, mentioning that in the entire sample the average debt level was relatively high [Lestari et al. 2020] or relatively low [Łukasik and Naczyński 2015], which may suggest that in those particular studies the influence of one of the two mechanisms of impact (positive or negative) strongly outweighs the other one for the entire sample;

– factors other than leverage that influence the company's valuation; the research presented in the literature review was often based on a multivariate regression analysis that considered the simultaneous influence of several factors on the endogenous variable.

Omitting or treating differently the factors mentioned here that may affect the nature of the relationship between financial leverage and the valuation of companies may explain the discrepancy in the research results obtained by various authors. These conclusions were considered when designing this study.

2. HYPOTHESES AND RESEARCH METHODOLOGY

Based on the conclusions from the literature analysis, the following two hypotheses were tested:

Hypothesis 1:

The degree of leverage is an important factor that impacts the market valuation of companies.

Hypothesis 2:

For companies with a high level of leverage, the impact of this leverage on their valuation is negative, and for companies with a low level of leverage, the impact is positive.

Correlation and regression analysis were used to verify the hypotheses. The degree of financial leverage, represented in the research by the debt ratio (total liabilities to total assets), is the exogenous variable, and the market valuation of the company, represented in the research by the price to book value ratio, is the endogenous variable. Financial leverage gives the company the potential to increase profitability, but it also results in a degree of financial risk; these two phenomena should translate into the value of the surplus (or deficit) of the market valuation of the company's shares in relation to its book value. Therefore, it was concluded that the price to book value ratio would be the most appropriate measure here.

As noted in the literature review, the relationship between financial leverage and a company's valuation may be influenced by belonging to a given industry and by the level of leverage in relation to the optimal capital structure. Therefore it was decided to limit the research to only one industry and to take the company's leverage deviation from the optimal industry leverage level as a differentiating factor in the analysis. In this study, the optimal capital structure is approximated by the median debt ratio for this group of companies, as suggested by Hodgson and Stevenson-Clarke [2000].

As mentioned above, increasing the scale of a company's financing with liabilities has two effects: beneficial, related to increasing the profitability potential (which is the essence of financial leverage), and disadvantageous, related to increasing financial risk (e.g., the risk of insolvency). It is assumed that for companies maintaining a debt level below the industry optimum the positive effect outweighs the negative one. In that case, the increase of debt, which causes the capital structure to evolve closer to the optimum, should be favorably perceived by investors, and thus it should result in an increase in the valuation of the company's shares (i.e., an increase in the price to book value ratio).

By contrast, for companies that maintain a level of debt higher than the optimum, the assumption is that the negative (risk-related) effect outweighs the positive one (related to the profitability potential). In that case, increasing the debt level further should be negatively perceived by investors and lead to a drop in market valuation of shares (i.e., to a decrease in the price to book value ratio).

The latter mechanism also applies to companies with an optimal debt level. Any change in this level means a move away from the optimum, which should result in a decrease in the valuation of shares, regardless of whether the company is changing its debt level above the optimum (when investors negatively perceive the risk increase) or below (then investors' negative perceptions result from limiting the potential for profitability).

In terms of statistical analysis, the described mechanism means that for companies with a debt level below the industry median, a positive correlation/regression relationship should be expected, while for companies with a debt level equal or higher than the industry median, the expected correlation/regression relationship should be negative.

This research covers the energy industry. There are 11 energy companies listed on the Warsaw Stock Exchange, which are presented in Table 1.

Table 1. Energy companies listed on the Warsaw Stock Exchange

Company name	Name abbrev.	Financial report period	Book value of total assets as in the financial report (million PLN)	Market capitalization as of July 18, 2020 (million PLN)
CEZ a.s.	CEZ	2020/Q1	130,435	43,039
PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.	PGE	2020/Q1	80,970	12,501
Tauron Polska Energia S.A.	TPE	2020/Q1	42,941	4,364
Enea S.A.	ENA	2020/Q1	31,895	3,194
Energa S.A.	ENG	2020/Q1	21,543	3,437
Polenergia S.A.	PEP	2020/Q1	2,657	2,013
Zespół Elektrowni Pątnów–Adamów–Konin S.A.	ZEP	2020/Q1	3,317	477
Zespół Elektrociepłowni Wrocławskich Kogeneracja S.A.	KGW	2020/Q1	2,838	574
Elektrociepłownia Będzin S.A.	BDZ	2019/Q4	465	34
Inter Rao Lietuva A.B.	IRL	2020/Q1	210	316
ML System S.A.	MLS	2020/Q1	233	333

Source: www.stooq.pl and www.biznesradar.pl, accessed 18.07.2020.

ML System S.A. was excluded from the research because its listing on the stock exchange was too short.

The financial data for calculating the debt ratios and ROA ratios were obtained from the Biznesradar database [www.biznesradar.pl, accessed 18–31.07.2020]. The price to book value ratio data (for the companies and for the whole market, referred to as the WIG P/BV ratio) was taken from the Stooq database [www.stooq.pl, accessed 18.07.2020]. Quarterly data for Q3 2013–Q2 2020 were analyzed, which constitutes a time series of 27 quarters for each company.

As the financial reports are published after the day they are drawn up for, the analysis assumes that the level of debt at the end of a given quarter impacts the price to book value ratio in the next quarter. The P/BV ratio values for the quarters were calculated as averages of daily values.

The classification of companies according to their debt level in relation to the industry median debt level was based on the analysis of the deviations of these values (see Table 2), supported by visualization of data in the form of a chart (see Chart 1). Seven companies can be quite clearly classified as having a debt level higher, close to, or lower than the industry median throughout the whole analyzed period. In three cases, however, the deviation from the median in part of

the analyzed period differs significantly from the deviation in the rest of this period (it is particularly visible for BDZ). Therefore, those three companies were labeled „ambiguous”.

Table 2. Energy companies classified by their level of debt related to the median level of debt for the analyzed period

Company	Average deviation of debt ratio value from the median debt ratio	Classification of the company's debt ratio in relation to median debt ratio
IRL	0.17	high
CEZ	0.09	high
BDZ	0.16	ambiguous
ENG	0.03	ambiguous
PEP	0.03	ambiguous
ZEP	0.01	medium
TPE	-0.02	medium
ENA	-0.07	low
KGN	-0.13	low
PGE	-0.16	low

Source: own calculation based on www.biznesradar.pl, accessed 18–31.07.2020.

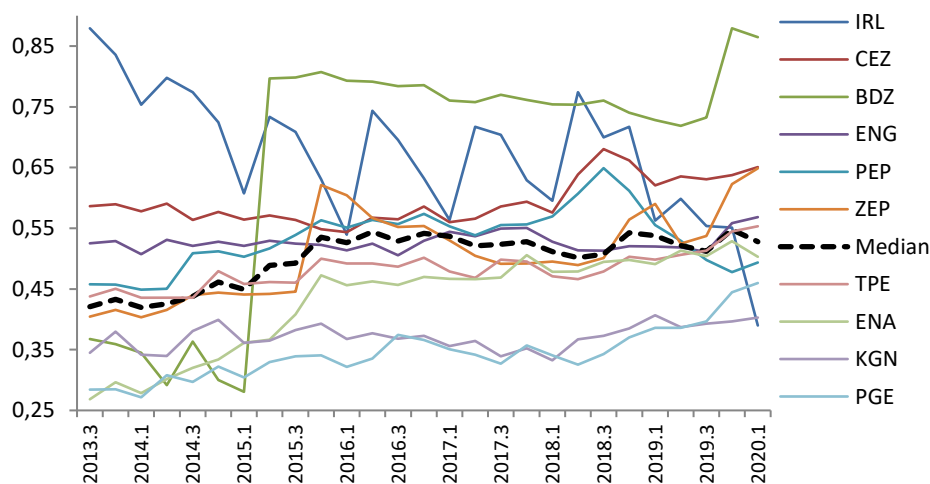


Chart 1. Debt ratio of energy companies and median debt ratio in the analyzed period

Source: own work based on www.biznesradar.pl, accessed 18–31.07.2020.

The first part of the research analyzes the correlation (Pearson coefficient) and regression with one exogenous variable (debt ratio). The R^2 measure for univariate regression showed that the explanatory power of these estimations is very low. It suggests that there are other important exogenous variables not included in the regression analysis, and the included variable (debt ratio) may partially „intercept” their impact. For these reasons, multiple regressions are usually analyzed, which is confirmed by the literature review. Therefore, the second part of the research analyzes the multivariate regressions covering two additional exogenous variables that are also probable significant factors that influence the valuation of the company:

- return on assets (*ROA*); the ability of the company to generate profits from its assets is undoubtedly an important aspect investors consider when making decisions on the capital market; and unlike *ROE*, *ROA* is not directly related to the level of financial leverage;
- the overall price to book ratio of the market, i.e., the ratio calculated for all shares quoted on Warsaw Stock Exchange; the overall sentiment on the market can significantly impact the valuation of individual companies, regardless of their financial performance or capital structure.

The inclusion of additional variables in the regression analysis may show whether the strength or statistical significance of the debt ratio in univariate regression analysis results from this variable „intercepting” the influence of other significant factors.

3. RESULTS

The results of the correlation and regression analysis with one exogenous variable (debt ratio) are presented in Table 3.

The results are surprising. The correlation coefficients and regression coefficients are positive for companies with a high debt level and negative for companies with a low debt level. This completely contradicts the expectations that resulted from theoretical premises based on the literature review. The coefficients are also negative for companies with a debt level close to the industry median (they are the only results that are consistent with the expectations) and for the companies defined as „ambiguous”. Moreover, the significance tests (t-stats) show that the debt ratio for most companies is a statistically significant factor that impacts the price to value ratio of companies – only for two of them (Energia and ZEPAK) is the statistical significance of the coefficient’s estimation too low. However, the R^2 measure shows that the explanatory power of these estimations is very low; therefore, multivariate regression analysis was also performed. The results of this analysis are presented in Table 4.

Table 3. Correlation and univariate regression analysis

Com- pany	Debt level classifi- cation	Pearson corre- lation coefficient		Univariate regression				R ²
				intercept		coefficient		
		value	t-stat	value	t-stat	value	t-stat	
IRL	high	0.49	2.80	-0.30	-0.33	3.80	2.80	0.24
CEZ	high	0.80	6.77	-1.48	-4.32	3.89	6.77	0.65
BDZ	abiguous	-0.40	-2.20	0.60	7.57	-0.25	-2.20	0.16
ENG	abiguous	-0.09	-0.47	1.37	0.80	-1.52	-0.47	0.01
PEP	abiguous	-0.55	-3.31	2.73	4.76	-3.55	-3.31	0.30
ZEP	medium	-0.07	-0.36	0.27	3.26	-0.06	-0.36	0.01
TPE	medium	-0.80	-6.56	1.77	7.90	-3.05	-6.56	0.63
ENA	low	-0.84	-7.80	0.94	13.36	-1.26	-7.80	0.71
KGN	low	-0.62	-3.93	2.65	5.13	-5.46	-3.93	0.38
PGE	low	-0.86	-8.46	1.69	12.29	-3.34	-8.46	0.74

Source: own calculations based on www.biznesradar.pl, accessed 18–31.07.2020 and www.stooq.pl, accessed 18.07.2020.

Table 4. Multivariate regression analysis

Com- pany	Debt level classifi- cation	intercept		coefficient for debt ratio		coefficient for ROA		coefficient for market P/BV		R ²
		value	t-stat	value	t-stat	value	t-stat	value	t-stat	
IRL	high	2.66	1.60	2.23	1.50	-2.82	-2.56	-1.20	-0.96	0.42
CEZ	high	-0.47	-0.58	2.96	3.29	-0.22	-0.21	-0.40	-1.42	0.68
BDZ	abiguous	-0.22	-1.07	-0.23	-2.43	-0.10	-0.97	0.71	4.11	0.52
ENG	abiguous	-0.34	-0.19	0.69	0.21	1.43	1.60	0.44	1.00	0.20
PEP	abiguous	4.02	4.92	-3.36	-3.52	0.85	0.68	-1.22	-2.60	0.56
ZEP	medium	-0.02	-0.15	0.22	1.51	0.11	3.36	0.13	1.56	0.40
TPE	medium	1.18	3.76	-2.61	-5.40	-0.09	-0.51	0.33	2.68	0.72
ENA	low	0.43	3.11	-1.10	-8.02	-0.05	-0.26	0.39	4.07	0.83
KGN	low	-0.27	-0.59	-1.58	-1.76	-0.18	-1.00	1.31	7.93	0.83
PGE	low	1.57	4.84	-3.28	-6.79	-0.06	-0.35	0.08	0.45	0.74

Source: own calculations based on www.biznesradar.pl, access 18–31.07.2020 and www.stooq.pl, access 18.07.2020.

The inclusion of two additional variables in the regression analysis significantly improved the quality of the estimates (the R^2 measure values are much higher than for the univariate regressions), which confirms that extending the set of exogenous variables is the right direction of the research. The selection of the variable that represents the overall market price to book value ratio is particularly justified. This variable coefficient is statistically significant for five out of the ten companies. The return on assets proved to be a highly significant variable for only two companies, but the significance of the other two variables for these two companies is low, which suggests that ROA is an important factor in those two cases. Nevertheless, the debt ratio remains a variable with high statistical significance for six out of ten companies. For the next three, the t-stat values do not differ much from the level considered sufficient. Therefore, it should be concluded that the degree of financial leverage is one of the important factors considered by the stock market investors that impact the valuation of the companies they invest in.

As for the direction of the impact, the results again proved surprising and contrary to expectations. For companies with a high level of debt, the impact of debt ratio on the valuation of companies is positive, and for companies with a low debt level, this impact is negative. This means that if a company with a high debt ratio increases it even more, then the value of this company (represented by the price to book value ratio) increases, while if a company with a low starting debt level increases the debt ratio, its price to book value ratio decreases.

Summarizing the results of the research, the hypotheses can be verified as follows:

- the high significance of the correlation coefficients, univariate regression coefficients, and multivariate regression coefficients makes it possible to conclude that **there are no grounds to reject hypothesis 1, i.e., the degree of leverage is an important factor that impacts the market valuation of companies;**
- the signs of the correlation and regression coefficients estimated in the research for the debt ratio variable are contrary to what was expected; **it is the basis for rejecting hypothesis 2, i.e., for companies with a high level of leverage, the impact of this leverage on their valuation is negative, and for companies with a low level of leverage, the impact is positive.**

4. DISCUSSION

The conclusions from the literature review did not allow for an unambiguous statement about the direction of the impact of financial leverage on the market valuation of companies. This research confirmed the high statistical significance

of this impact, but surprisingly, the results regarding the direction of this impact are contrary to the theoretical premises. It seems unreasonable for investors to react negatively to an increase in debt financing by a company that has relatively small debt, and to react positively to an increase in debt by a company that is already significantly leveraged. The results of the research suggest that investors indeed act like this, at least in the case of energy companies listed on the Warsaw Stock Exchange. It is tempting to formulate a hypothesis that matches the results, which seems to be internally consistent and statistically significant, and accept it in place of the rejected hypothesis 2. However, this cannot be done because there are no theoretical premises for this. Thus, the conclusions must be limited only to stating that hypothesis 2 must be rejected, and the mechanism assumed by this hypothesis has no empirical evidence.

There were some doubts in the study related to the use of the median as an approximation of the optimal level of debt ratio for all companies in the analyzed industry. Ultimately, however, these doubts are irrelevant because the opposite values of the signs of the correlation and regression coefficients were obtained for companies with clearly extreme (highest and lowest) levels of debt, so the conclusions from the research are also justified without referring to the median value.

The results make the problem even more intriguing. In further research, it would be justified to consider other possible mechanisms of the impact of debt ratio on the market valuation of companies. It may also be reasonable to analyze the correlation and regression, taking into account differently defined variables and/or a different set of variables. This study is a good basis to further explore the topic.

CONCLUSIONS

The study examined the impact of leverage on the market valuation of companies. The literature review does not provide an unequivocal conclusion to the problem; in general, studies show that this impact is statistically significant, but the direction of the impact in some studies proved to be positive, and in others, it was negative. The review made it possible to specify several factors that may influence the relationship between the company's debt and its valuation, like belonging to a given industry, the level of leverage in relation to the optimal capital structure, and factors other than leverage that influence the company's valuation. These conclusions were taken into account while designing the empirical research, which was based on correlation and regression analysis. Classifying the companies into several groups, depending on their level of debt ratio in relation to

the industry median debt ratio, was an important component of the research, omitted in many previous studies, but, as it turned out, very valid.

The empirical data analysis did not give grounds to reject the first hypothesis; therefore, it can be stated that the degree of leverage is an important factor that impacts the market valuation of companies. The situation is different in the case of the second hypothesis, which states that for companies with a high level of leverage, the impact of this leverage on their valuation is negative, and for companies with a low level of leverage, the impact is positive. This hypothesis was verified negatively (i.e., rejected) because the research showed positive correlation and regression coefficients between the debt ratio and price to book value ratio for highly leveraged companies, and negative ones for companies with a low level of debt.

The results of the study are not in line with the previous works. In spite of the fact that other researchers in theoretical parts of their studies emphasized that there are two opposing mechanisms of the influence of leverage on the company's valuation, the conclusions of their empirical research suggest that they expected a homogeneous (only positive or only negative) impact in each case. This paper takes this aspect into account and shows that the analyzed impact is not homogenous and may depend on how far the level of leverage of particular company deviates from the optimal level, which is a new approach to this subject. Alas, the direction of the impact for companies with clearly extreme (highest and lowest) levels of debt turned out to be exactly opposite to what was expected, which also contradicts the previous research. The discussion contains several suggestions that would be helpful in any further study aiming to explain such surprising results.

BIBLIOGRAPHY

- Acheampong P., Agalega E., Shibu A.K., 2014, *The Effect of Financial Leverage and Market Size on Stock Returns on the Ghana Stock Exchange: Evidence from Selected Stocks in the Manufacturing Sector*, „International Journal of Financial Research”, vol. 5, no. 1.
- Adenugba A.A., Ige A.A., Kesinro, O.R., 2016, *Financial Leverage and Firms' Value: A Study of Selected Firms in Nigeria*, „European Journal of Research and Reflection in Management Sciences”, vol. 4, no. 1.
- Dita A.H., Murtaqi I., 2014, *The Effect of Net Profit Margin, Price To Book Value and Debt To Equity Ratio to Stock Return in the Indonesian Consumer Goods Industry*, „Journal Of Business And Management”, vol. 3, no. 3.
- Gill A., Obradovich J., 2012, *The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms*, „International Research Journal of Finance and Economics”, issue 91.
- Hatfield G.B., Cheng L.T.W., Davidson W.N., 1994, *The Determination of Optimal Capital Structure: The Effect of Firm and Industry Debt Ratios on Market Value*, „Journal Of Financial And Strategic Decisions”, vol. 7, no. 3.

- Hirdinis M., 2019, *Capital Structure and Firm Size on Firm Value Moderated by Profitability*, „International Journal of Economics and Business Administration”, vol. VII, issue 1.
- Hodgson A., Stevenson-Clarke P., 2000, *Accounting Variables and Stock Returns: The Impact of Leverage*, „Pacific Accounting Review”, vol. 12, no. 2.
- Ibrahim U.A., Isiaka A. Q., 2020, *Effect of Financial Leverage on Firm Value: Evidence From Selected Firms Quoted on the Nigerian Stock Exchange*, „European Journal of Business and Management”, vol.12, no. 3.
- Jao R., Hamzah D., Laba A.R., Mediati, 2020, *Investor Decision in Estimating the Effect of Earning Persistence, Financial Leverage, Foreign Ownership Toward Company Reputation and Company Value*, „International Journal of Financial Research”, vol. 11, no. 4.
- Lestari E.P., Astuti D., Basir M.A., 2020, *The role of internal factors in determining the firm value in Indonesia*, „Accounting”, no. 6.
- Łukasik G., Naczyński D., 2015, *Rola struktury kapitału w kształtowaniu wartości przedsiębiorstwa (elementy teorii, doświadczenia praktyki) (The Role of Capital Structure Management (Elements of the Theory, Experience, Practice))*, „Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego. Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej”, nr 112.
- Marlina T., 2013, *Pengaruh Earning Per Share, Return On Equity, Debt To Equity Ratio dan Size Terhadap Price To Book Value*, „Jurnal Ilmiah Akuntansi Kesatuan”, no. 1(1).
- Modigliani F., Miller M.H., 1958, *The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*, „The American Economic Review”, vol. 48, no. 3.
- Muradoglu G., Sivaprasad S., 2008, *An Empirical Test on Leverage and Stock Returns*, Working Paper Series, Cass Business School, London.
- Nissim D., Penman S.H., 2003, *Financial Statement Analysis of Leverage and How It Informs About Profitability and Price-to-Book Ratios*, „Review of Accounting Studies”, vol. 8.
- Pandya B., 2016, *Impact of Financial Leverage on Market Value Added: Empirical Evidence from India*, „Journal of Entrepreneurship, Business and Economics”, vol. 4(2).
- PeiZhi W., Ramzan M., 2020, *Do corporate governance structure and capital structure matter for the performance of the firms? An empirical testing with the contemplation of outliers*, „PLoS ONE”, no. 15(2): e0229157, <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0229157> [accessed 11.12.2020].
- Rizqia D.A., Aisjah S., Sumiati, 2013, *Effect of Managerial Ownership, Financial Leverage, Profitability, Firm Size and Investment Opportunity on Dividend Policy and Firm Value*, „Research Journal of Finance and Accounting”, vol. 4, no. 11.
- Singh A.K., Bansal P., 2016, *Impact of Financial Leverage on Firm's Performance and Valuation: A Panel Data Analysis*, „Indian Journal of Accounting”, vol. XLVIII(2).
- [Biznesradar] www.biznesradar.pl [accessed 18–31.07.2020]
- [Stooq] www.stooq.pl [accessed 18.07.2020]

Przyjęto/Accepted: 15.11.2020
Opublikowano/Published: 31.12.2020

<http://dx.doi.org/10.18778/2391-6478.4.28.11>

DODATEK KWARTALNY

Laureaci Nagrody Banku Szwecji im. Alfreda Nobla w dziedzinie ekonomii w 2020 roku

dr Lena Grzesiak

Wydział Zarządzania
Uniwersytet Łódzki

W roku 2020 Nagrodę Nobla z ekonomii otrzymali dwaj amerykańscy naukowcy reprezentujący Uniwersytet Stanforda – Paul R. Milgrom (1948) oraz Robert B. Wilson (1937). Nagroda została przyznana za „za udoskonalenie teorii aukcji i wynalezienie nowych form aukcji” [*The Prize...*].

Osiągnięcia teoretyczne tegorocznych Laureatów mają bezpośrednie zastosowanie w praktyce. Naukowcy Ci zajmowali się bowiem m.in. badaniem działania aukcji. Swoje spostrzeżenia wykorzystali do „zaprojektowania nowych formatów aukcji dla towarów i usług, które trudno sprzedać w tradycyjny sposób, takich jak częstotliwości radiowe” [*The Prize...*].

Jak podano w uzasadnieniu, Robert Wilson opracował teorię aukcji przedmiotów o wspólnej wartości – wartości, która jest z góry niepewna, ale ostatecznie taka sama dla wszystkich (...). Pokazał, dlaczego racjonalni oferenci mają tendencję do składania ofert poniżej ich własnego najlepszego oszacowania wspólnej wartości: martwią się klątwą zwycięzcy (winner’s curse) – to znaczy, że zapłacą za dużo i przegrają [*The Prize...*]. Paul Milgrom sformułował zaś bardziej ogólną teorię



<https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/2020/summary/> [dostęp 18.12.2020].

aukcji, która nie tylko dopuszcza wspólne wartości, ale także wartości prywatne, które różnią się w zależności od oferenta [*The Prize...*].

The Prize in Economic Sciences 2020, Press release, <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/2020/press-release/> [dostęp 18.12.2020].

SYTUACJA GOSPODARCZA W POLSCE PO III KWARTALE 2020 R.

Patryk Krykwiński, Zuzanna Pakuła

Studenckie Koło Naukowe Analiz i Prognozowania
Gospodarczego 4FUTURE
Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Uniwersytet Łódzki

Wrost gospodarczy

Dająca się we znaki pandemia koronawirusa od końca I kwartału 2020 roku odciska swoje piętno na wielu sektorach gospodarki. W III kwartale 2020, bazując na danych zaczerpniętych z Głównego Urzędu Statystycznego, produkt krajowy brutto niewyrównany sezonowo zmniejszył się o 1,5% w odniesieniu do analogicznego okresu w roku ubiegłym, natomiast wyrównany sezonowo zmniejszył się o 1,8%.

Przyczyn takiego wyniku PKB, chociaż znacznie lepszego niż w II kwartale, gdy osiągnięto rekordowy spadek –8,4%, należy doszukiwać się między innymi w spadku popytu krajowego o 3,2% (w II kwartale o 9,9%). Mimo wzrostu poziomu spożycia o 1,0% w stosunku do równorzędnego okresu z poprzedniego roku, nie udało się otrzymać dodatniego wyniku popytu krajowego. Spożycie obejmujące swym zakresem sektor gospodarstw domowych wzrosło nieznacznie, bo o 0,4%, wnosząc do produktu krajowego brutto 0,2 p.p. Przyczyn takiego wyniku należy dopatrywać się w stopniowym wycofywaniu zakazów obowiązujących m.in. w restauracjach czy galeriach handlowych, odwrotnie niż było w I kwartale, gdy wprowadzony został całkowity lockdown.

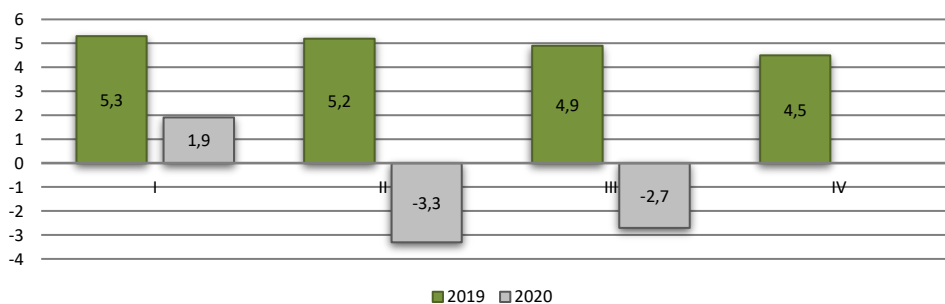
Sytuacja kształtuje się nieco lepiej w przypadku spożycia publicznego, gdzie wzrost wyniósł 3,4%. Mimo satysfakcjonującego

wyniku, jego wkład w polski PKB wyniósł jedynie +0,6 p.p., podczas gdy w kwartale ubiegłym wyniósł on +0,5 p.p. Różnica między wkładem spożycia publicznego a spożycia w sektorze gospodarstw domowych wynika z tego, że mają one różny udział w całkowitym popycie krajowym.

Negatywny wpływ na PKB, w przeciwieństwie do minimalnego pozytywnego wpływu spożycia ogólnego, miała akumulacja brutto. Wniosła ona –4,0 p.p. do wzrostu gospodarczego. Wynika to z jej zmniejszenia się aż o 20,2% w stosunku do analogicznego okresu w roku 2019. Na taki spadek poziomu inwestycji złożył się spadek popytu inwestycyjnego, wnoszącego do PKB –1,7 p.p., co jest lepszym wynikiem w porównaniu z sytuacją w poprzednim kwartale, gdy było to –1,8 p.p. oraz spadek przyrostu rzeczowych środków obrotowych, wnoszącego –2,3 p.p. wobec –2,0 p.p. w poprzednim kwartale.

Przy rozważaniach na temat dynamiki PKB należałoby zwrócić również uwagę na rozwój wymiany handlowej między Polską a jej zagranicznymi partnerami. W III kwartale 2020 roku, Polska osiągnęła nadwyżkę handlową wynoszącą 38,6 mld złotych. Jest to nie tylko skutek wzrostu polskiego eksportu o 2,0%, ale również spadku importu o 1,0% w stosunku do adekwatnego okresu rok temu. W sierpniu, mimo pięcioprocentowego wzrostu r/t, eksport był o 4,9% mniejszy niż w lipcu, natomiast import o 8,9%. Ogólny wpływ eksportu netto na PKB wyniósł +1,7 p.p. i okazał się być wyższy o 0,6 p.p. niż w poprzednim kwartale.

Tempo wzrostu gospodarczego w III kwartale 2020 roku, podobnie jak w poprzednich kwartałach, warunkowane było



Wykres 1. PKB od początku roku do końca okresu w % r/r

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

wciąż sytuacją epidemiologiczną, jednak jej wpływ okazał się być znacznie mniejszy niż miało to miejsce w przypadku choćby kwartału II. To złagodzenie spadku PKB było rezultatem polityki znoszącej restrykcje oraz ograniczenia mobilności polskich obywateli. Zadziałał również efekt popytu odroczonego, który ostatecznie wniósł do PKB +0,8 p.p., a także wzmocnienie pozycji rodzimych eksporterów na skutek wzrostu kursu euro.

Inflacja

W przedostatnim kwartale 2020 roku poziom inflacji w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku zgodnie z danymi GUS zwiększył się o 3,0%, natomiast w stosunku do kwartału II zwiększył się o 0,1%, a więc nieznacznie. Niepokojący okazuje się wzrost poziomu cen liczonego od początku roku do końca września, ponieważ wynosi on 3,6% i jest niezgodny z założeniami strategii bezpośredniego celu inflacyjnego wyznaczonego przez Radę Polityki Pieniężnej, zakładającej utrzymanie inflacji na poziomie 2,5% z możliwością odchylenia o 1 p.p. w górę lub w dół.

Największy wpływ na ogólny wskaźnik inflacji miał wskaźnik cen użytkowania mieszkań i energii. Okazało się, że we wrześniu Polacy za codzienne pobory

prądu na potrzeby gospodarstw domowych zapłaciła 4,6% więcej niż miało to miejsce w analogicznym okresie w roku ubiegłym. Mimo to nie jest to efekt wzrostu cen w III kwartale, a w poprzednich, gdyż, dla przykładu, koszty związane z nośnikami energii we wrześniu w porównaniu do tegorocznego sierpnia wzrosły jedynie o 0,1%. W sierpniu zaś, ogólne koszty związane nie tylko z nośnikami energii, ale również z użytkowaniem mieszkania lub domu wzrosły o 0,1% w porównaniu z miesiącem wcześniejszym. Łączne koszty za użytkowanie mieszkania i nośniki energii wzrosły zatem w III kwartale r/r o 7,2%. Jednak w zdecydowanej większości za ten wynik odpowiada I-kwartalny wzrost powyższych kosztów o 4,3% w porównaniu z ostatnim kwartałem minionego roku, bowiem przyrównując III kwartał z II 2020 roku obserwujemy wzrost tylko o 0,6%.

Podobna sytuacja do tej, która miała miejsce w II kwartale jest zauważalna na przykładzie cen związanych z transportem. Ceny w tym sektorze, tak w II, jak i w III kwartale, odnotowały największy spadek spośród wszystkich innych składowych wskaźników dóbr i usług konsumpcyjnych. Rekordowy spadek o 11% r/r z II kwartału nie został jednak ponownie osiągnięty, ponieważ w III kwartale ceny transportu spadły spadły o 6,8% r/r, a co za tym idzie, w stosunku do poprzedniego okresu wzro-

śły o 2,9%. Jest to skutek utrzymującego się zmniejszonego popytu na środki transportu ze względu na ograniczenia w przemieszczaniu się.

W sytuacji epidemiologicznej nie powinien nikogo dziwić wzrost cen kategorii obejmującej swym zakresem specyfikę farmaceutyczne i medyczne, czyli szeroko pojęte zdrowie. W porównaniu do III kwartału 2019 roku kategoria ta wzrosła o 5,2%, a od początku roku do końca września o 4,7%. Przez cały rok 2019 wzrost ten wyniósł 3,2%. Jeżeli przewidywania analityków makroekonomicznych się sprawdzą, to w związku z kolejną falą koronawirusa w IV kwartale omawiana kategoria wzrośnie jeszcze bardziej, a to z kolei przełoży się na sporą różnicę między całorocznym jej wzrostem w 2019 i 2020 roku.

Mimo przewidywanego wzrostu cen w kategorii zdrowie, ogólne tempo wzrostu poziomu cen w polskiej gospodarce w IV kwartale ma wyhamować. Główną przyczyną ma być zmniejszony ruch turystyczny, a także zmniejszenie siły i znaczenia popytu odroczonego, który napędzał ceny w omawianym przez nas kwartale.

Rynek pracy

Porównując wskaźniki zarówno bezrobocia rejestrowanego, jak i wyniki badania aktywności ekonomicznej (BAEL), możemy odnieść wrażenie, że sytuacja w III kwartale 2020 roku pokazuje powrót do stanu sprzed pandemii. Godnym zwrócenia uwagi jest fakt, że poprawa sytuacji na rynku pracy przebiega różnie u różnych grup społecznych, dla przykładu mężczyzn, w odróżnieniu od kobiet, wypadają pod tym względem lepiej. Stopa bezrobocia rejestrowanego w III kwartale 2020 roku wyniosła 6,1%, czyli populacja osób bezrobotnych liczyła 580 tys. Oznacza

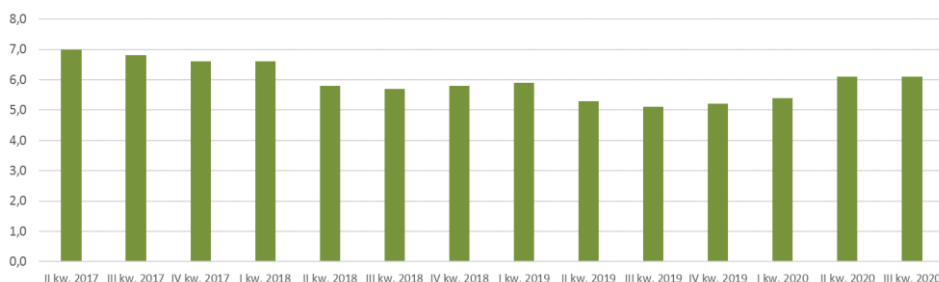
to brak zmian w stosunku do poprzedniego okresu oraz wzrost w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego o 1,0 p.p. Stopa bezrobocia mierzona według BAEL wyniosła w badanym kwartale 3,4%, co oznacza stopę bezrobocia w porównaniu z II kwartałem, jak i w stosunku do III kwartału 2019 r., większą o 0,3 p.p. w obu przypadkach (wzrost odpowiednio o: 53 tys. i 48 tys.).

Cechą charakterystyczną dla III kwartału jest dziesięciokrotny spadek liczebności osób nie wykonujących pracy z powodu przerwy w działalności ich zakładu, z 684 tys. w kwartale II do zaledwie 65 tys. Jednak dalej jest to trzykrotnie więcej w stosunku do analogicznego okresu w roku poprzednim. Podobnie sytuacja wygląda z liczbą osób pracujących krócej niż zwykle. W kwartale III znowu zaobserwowano zwiększoną liczbę takich osób w stosunku do okresu sprzed pandemii. W omawianym okresie populacja ta wynosiła 103 tys. i zmniejszyła się w stosunku do poprzedniego kwartału o 410 tys., z kolei w porównaniu do III kwartału zeszłego roku była większa o 82 tys.

Przeciętne wynagrodzenie w III kwartale 2020 roku wyniosło 5168,93 zł. Oznacza to wzrost do poprzedniego okresu o 2,8 p.p. oraz wzrost w stosunku do III kwartału 2019 roku o 4,8 p.p.

Osoby pracujące stanowiły w III kwartale 2020 r. 55% ludności w wieku 15 lat i więcej. Tym samym zaobserwowaliśmy wzrost w porównaniu do poprzedniego kwartału br. o 1,2 p.p.

Warto zauważyć, że w porównaniu z poprzednim kwartałem wzrost liczby bezrobotnych odnotowano wyłącznie wśród kobiet, o 27%. Natomiast u mężczyzn nastąpił spadek w tym samym okresie o 2,7%.



Wykres 2. Stopa bezrobocia rejestrowanego na koniec okresu w %
 Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

Porównując z analogicznym okresem w roku poprzednim widzimy wzrost liczby bezrobotnych o 33 tys. dla kobiet (12,7%) oraz 15 tys. dla mężczyzn (5,5%).

Ostatnie dni III kwartału przypadły na pojawienie się drugiej fali zachorowań na COVID-19, dlatego prezentowane wskaźniki nie oddają w pełni obrazu ustabilizowania się sytuacji na rynku pracy po pojawieniu się obostrzeń związanych z pandemią. Możemy jedynie ostrożnie stwierdzić, że dane dla omawianego okresu pokazują dynamikę powrotu gospodarki do stanu sprzed pierwszej fali zachorowań. Dopiero dane z kolejnego okresu mogą przynieść odpowiedź na pytanie, jak pogarszająca się sytuacja epidemiologiczna, a za nią utrudnienia związane z wprowadzaniem obostrzeń, wpływają na gospodarkę.

Inwestycje

Według danych pochodzących z GUS, w III kw. bieżącego roku nakłady brutto na środki trwałe wobec analogicznego okresu w zeszłym roku spadły o 8,1% oraz w stosunku do poprzedniego kwartału bieżącego roku wzrosły o 11,6%.

Dla III kwartału obserwujemy negatywny wpływ pandemii na inwestycje, jednak warto zauważyć, że sytuacja przedstawia

się znacznie lepiej w porównaniu do wcześniejszego kwartału. Wzrost inwestycji towarzyszył zmniejszeniu restrykcji po apogeum zachorowań w pierwszej fali. Dodatkowo na złagodzenie skutków kryzysu i szybszą aklimatyzację do nagłych nowych warunków, w niektórych sektorach gospodarki wpłynęły programy pomocowe rządu. Zapowiedzi walki z recesją w postaci licznych inwestycji rządowych nieco ociepliły klimat inwestycyjny.

Niektórzy eksperci, m.in. z Banku Pekao, uważają, że po przejściu kolejnych fal zachorowań w przyszłości nie będziemy świadkami tak gwałtownego ożywienia aktywności ekonomicznej. Główną przeszkodą, obok restrykcji, stanowi niestabilność regulacyjna. W ślad za niestabilną polityką rządu zapewne zaobserwujemy mniejszą chęć do inwestycji prywatnych. W III kwartale sytuację większości sektorów gospodarki cechuje niewielki spadek w porównaniu do analogicznego okresu z zeszłego roku, ale ogólny obraz jest zróżnicowany. W III kwartale rekordowy wzrost nakładów na inwestycje miał miejsce w np. obsłudze rynku nieruchomości, osiągając na koniec III kwartału wartość skumulowaną nakładów aż o 81,3% większą w stosunku do wartości skumulowanej nakładów z analogicznego okresu roku poprzedniego. Z drugiej strony

możemy zaobserwować drastyczny spadek zainteresowania rozpoczęciem nowych inwestycji w budownictwie (wynik to zaledwie 50,9% w porównaniu do takiego samego okresu w zeszłym roku).

Podobnie w sektorze zakwaterowania i gastronomii, w którym do końca kwartału III na inwestycje w sumie zdecydowano przeznaczyć jedynie połowę środków przeznaczonych na ten sam cel w analogicznym okresie w 2019 r. Powyższe spadki zostały spowodowane większą wrażliwością tych branż na obostrzenia (hotelarstwo i gastronomia) lub spadkiem produktywności w urzędach (np. utrudnienie zdobywania zezwoleń potrzebnych w budownictwie).

Na podstawie danych z III kwartału 2020 roku możemy stwierdzić, że dla większości inwestorów okres nie był pomyślny. Niepewność związana z prognozami kolejnych fal zachorowań i nie zawsze przewidywalne działania rządu oraz powolne znoszenie obostrzeń w III kwartale roku spowodowały spadek zainteresowania inwestycjami.

Podsumowanie i prognozy

Biorąc pod uwagę wyniki z III kwartału jesteśmy zdania, że epidemia COVID-19 nie jest już aż tak znaczącą determinantą dla sytuacji krajowej gospodarki. Jednak w dalszym ciągu znaczący wzrost zachorowań w przyszłości może w bardzo dużym stopniu wpłynąć na sytuację ekonomiczną naszego kraju.

W chwili obecnej, tj. na początku grudnia, wygląda na to, że jesteśmy już po największych wzrostach zachorowań w tym roku, sięgających ponad 20 tys. nowych przypadków dziennie. W ostatnich tygodniach sytuacja nieco się poprawiła, chociaż eksperci nie wykluczają trzeciej fali. Mimo wysoce nieprzewidywalnej

sytuacji epidemiologicznej w przyszłości, liczymy na stopniową poprawę w kolejnych kwartałach i powrót poziomu wynagrodzeń oraz stopy bezrobocia do poziomu sprzed pandemii.

Zakładamy, że stopa bezrobocia rejestrowanego będzie utrzymywała się na podobnym poziomie w IV kwartale oraz odnotuje wzrost do 6,2 % w I kwartale 2021, aby już w II kwartale 2021 roku osiągnąć kolejny nieduży wzrost osób bezrobotnych i zamykając kwartał z wynikiem 6,5 %.

Wraz ze spodziewanym w następnym kwartale niedużym wzrostem konsumpcji w okolicach 0.2 p.p. przewidujemy również niewielkie spowolnienie spadku inwestycji. Dla kwartału IV szacujemy nakłady inwestycyjne na środki trwałe wyższe o 2 p.p. w stosunku do III kwartału oraz w I kw. 2021 spodziewamy się już wzrostu nawet o 8% w stosunku do poprzedniego kwartału, a także spadek r/r na poziomie 2,5%.

Według oficjalnych danych z Eurostatu, polska gospodarka okazała się być, porównując z sytuacją ekonomiczną w innych krajach Unii Europejskiej, wyjątkowo odporna na wpływ pandemii koronawirusa w III kwartale 2020 roku. Zgodnie z powyższymi danymi, PKB w Polsce w stosunku do III kwartału 2019 roku obniżył się o 1,8%, co jest znacznie lepszym wynikiem od tego w Niemczech (-3,9%), czy Czechach (-5,2%). Najgorszy wynik PKB w UE osiągnęła Islandia, odnotowując spadek na poziomie -10,4%. Ekonomiści szacują, że islandzkie PKB dla całego roku 2020 ma spaść o 7,6% na skutek zmniejszenia ruchu turystycznego i powiązanego z nim znaczącego wzrostu bezrobocia. Dla porównania, przeprowadzona przez NBP prognoza dotycząca wzrostu PKB w Polsce zakłada spadek o 3,1% w 2020, natomiast w roku 2021 ma zostać odnotowany niemal czteroprocentowy wzrost.

KONIUNKTURA W SEKTORZE PRZEDSIĘBIORSTW NIEFINANSOWYCH

dr Artur Zimny

Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Uniwersytet Łódzki

Zgodnie z przewidywaniami, w 3. kw. 2020 r. koniunktura w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych uległa wyraźnej poprawie. Znacznie zredukowane obostrzenia przywróciły popyt, co pozwoliło przedsiębiorstwom poprawić wyniki, przynajmniej w stosunku do okresu pierwszej fali pandemii koronawirusa. PKB w 3. kw. 2020 r. był niższy (realnie i z uwzględnieniem sezonowości) o 1,8% od wartości z 3. kw. 2019 r., ale wskaźnik ten, choć ujemny, jest o wiele lepszy niż odnotowany w 2. kw. 2020 r. (kiedy wyniósł -8%). Dynamika przychodów również jest ujemna, bowiem w porównaniu z analogicznym kwartałem rok wcześniej były one niższe o 2,1%, a po uwzględnieniu wciąż wysokiej inflacji (3%) – o 4,9%. Ale w stosunku do okresu bezpośrednio poprzedzającego (tj. do 2. kw. 2020 r., silnie dotkniętego skutkami pandemii) przychody wzrosły o 13,2%, co nawet po uwzględnieniu inflacji oznaczać będzie istotną poprawę. Podobnie korzystnie wypadają statystyki dla wyniku finansowego przedsiębiorstw niefinansowych – w 3. kw. 2020 r. był on o 10% wyższy niż w poprzednim kwartale oraz o 12,5% wyższy niż w analogicznym kwartale rok wcześniej (a realnie o 9,2% wyższy). Rentowność obrotu ukształtowała się na poziomie 4,4%, co również jest wynikiem lepszym niż w 3. kw. 2019 r. (wówczas było to 3,8%). Oznacza to, że mimo pandemii, skutkującej wielkością przychodów niższą niż przed rokiem, przedsiębiorstwa są w stanie osiągać rentowność wyższą niż wtedy.

Próbując odgadnąć przyczyny takiego (nieco paradoksalnego) zjawiska, można spekulować, że jest to efekt podjętych przez firmy działań w zakresie redukcji kosztów (np. czasowe zmniejszenie zatrudnienia i wynagrodzeń), przy jednoczesnym korzystaniu ze wsparcia oferowanego w ramach tarczy antykryzysowej, co oznacza zmniejszenie kosztów (zwłaszcza obciążeń daninami publicznymi) lub dodatkowe przychody, niekoniecznie wykazywane w okresie ich przyznania. Drugim powodem, jakiego można się domyślać, jest różnica w reakcji poszczególnych branż na skutki pandemii – jedne tracą (np. gastronomia, turystyka), ale inne zyskują (np. sprzedaż internetowa, farmaceutyka). Być może zyski branż, dla których pandemia jest źródłem korzyści, przeważają nad stratami pozostałych.

Nienajgorszego obrazu kondycji przedsiębiorstw niefinansowych w 3. kw. 2020 r. dopełniają wskaźniki niefinansowe. Liczba zatrudnionych w przedsiębiorstwach, która w czasie pandemii spadła do 97% analogicznej wartości przed rokiem, od czerwca w zmiennym tempie, ale jednak wzrasta. We wrześniu 2020 r. była ona na poziomie 99% wartości sprzed roku. Stopa bezrobocia rejestrowanego przez 5 miesięcy (od czerwca do października) utrzymuje się na stałym poziomie (6,1%), nieznacznie tylko wyższym od minimum z drugiej połowy roku 2019 (5,0–5,2%).

Wzrost przychodów w 3. kw. 2020 r. przekłada się na poprawę wskaźników zarządzania aktywami obrotowymi – cykle obrotu zapasami i inkasa należności uległy (w ujęciu kwartalnym) znacznemu skróceniu w stosunku do poprzedniego kwartału. Płynność również ulega poprawie, ale

trend ten – w przeciwieństwie do krótkookresowych turbulencji w zakresie gospodarki aktywami obrotowymi – jest dość stabilny już od ponad roku, co w obecnej sytuacji jest dość zaskakujące. Wskaźnik płynności II stopnia (podwyższonej) wzrósł do poziomu 104%, a wskaźnik I stopnia (≈gotówkowa) do 42,9%; są to wielkości zadowalające. Można się domyślać, że wśród przyczyn tego wzrostu płynności istotne znaczenie mają wspomniane już działania w zakresie redukcji kosztów, wsparcie ze środków publicznych, a ponadto wstrzymanie przez przedsiębiorstwa inwestycji, co skutkuje akumulacją rezerw gotówkowych. Wstępne dane o spadku nakładów inwestycyjnych o 13,5% w 2. kw. 2020 r. (w stosunku do 2. kw. 2019 r.) potwierdziły się, natomiast brak danych o skali inwestycji w 3. kw. 2020 r. nie pozwala jeszcze zweryfikować tez ekspertów, którzy pisali o wznowieniu inwestycji, tyle że w kierunkach skorygowanych adekwatnie do sytuacji (tzn. np. inwestycje w dostosowanie oferty i kanałów dystrybucji do nowych, pandemicznych warunków działania).

O ile reakcja poszczególnych branż na pojawienie się pandemii była dość zróżnicowana, o tyle poprawa kondycji w 3. kw. była widoczna w prawie wszystkich branżach. W największej z nich – przemyśle przetwórczym – przychody wzrosły w stosunku do 2. kw. 2020 o 22% i ukształtowały się na poziomie równym analogicznemu sprzed roku (czyli realnie były nieco niższe, uwzględniając inflację). Wynik finansowy był jednak o 59% większy od wyniku z poprzedniego kwartału i o 32% wyższy r/r, a rentowność obrotu w 3. kw. 2020 r. (5,7%) była rekordowa na przestrzeni kilku ostatnich lat. Płynność II stopnia (podwyższona) w tym kwartale wzrosła do satysfakcjonującego poziomu 99%, a płynność I stopnia (≈gotówkowa) spadła do 34%, ale dzięki wzrostom przez

poprzednie 4 kwartały pozostaje ona na dość wysokim, jak na tę branżę, poziomie. W branży handlowej przychody nie zmieniły się tak spektakularnie (wzrosły o 9,5% w stosunku do poprzedniego kwartału, ale były o 5% niższe r/r), ale wskaźniki dynamiki dla wyniku finansowego okazały się wysokie (przyrost o 95% w stosunku do poprzedniego kwartału i o 56% r/r). Efektem jest dość wysoki, jak na tę branżę, wskaźnik rentowności obrotu (3,6% – rekord nienotowany od co najmniej 18 lat). Wysokie są także, w porównaniu z historycznymi, poziomy płynności dla tej branży (II stopnia: 83%, I stopnia: 31%).

Przychody w branży transportowej wzrosły o 14% wobec 2. kw. 2020 r., ale w stosunku do 3. kw. 2019 r. spadły o 4%. Wynik finansowy był o 290% wyższy od odnotowanego w poprzednim kw. Tak wysoki wskaźnik to efekt bardzo małej bazy, ale w porównaniu z analogicznym kwartałem rok wcześniej również odnotowano zadowalający wzrost (o 21%). Rentowność obrotu także znacząco wzrosła (do wysokości 5,0%), ale na przestrzeni kilku ostatnich lat zdarzały się wyniki wyższe, a rentowność uśredniona w skali roku pozostaje jednak dość niska. Wzrosły natomiast (do dość wysokich, jak na tę branżę, poziomów) wskaźniki płynności (odpowiednio do 152,5 oraz do 81%). Budownictwo odnotowało skromny wzrost przychodów w stosunku do 2. kw. 2020 r. (o 9,5%), ale jest to dynamika dość typowa dla tej branży dla 3. kwartału. Przychody te były jednak o 5% niższe od analogicznej wartości sprzed roku. Wysoka okazała się natomiast rentowność obrotu – w 3. kw. 2020 r. wyniosła 5,7%, czyli najwięcej od ponad 4 lat. Wystąpił też wzrost płynności (odpowiednio do 114 i 46%), co przewyższa wartości np. z 2018 r., ale jest wyraźnie poniżej poziomów z 2016 r.

Wyjątkowa na tle innych jest w tym kwartale sytuacja branży energetycznej. Jej

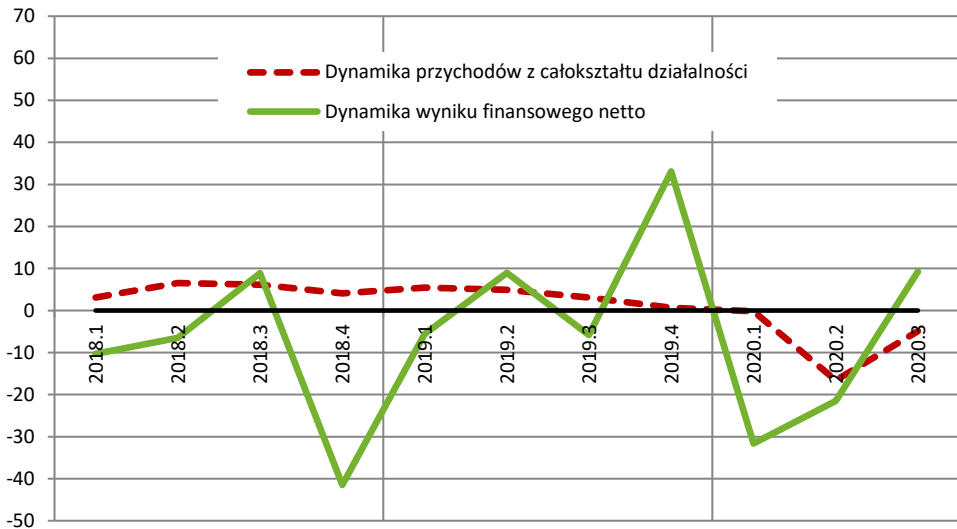
przychody spadły w porównaniu z poprzednim kwartałem o 5%, choć były o 6% wyższe r/r. Wyjątkowy jest natomiast spadek wyniku finansowego – o ile jest to dla tej branży zjawisko typowe w trzecich kwartałach roku, to raczej rzadko jest to spadek do poziomu ujemnego, a tak było tym razem. Poniesiona przez energetykę strata oznacza spadek wyniku finansowego o 117% w stosunku do wartości z poprzedniego kwartału i aż o 224% w porównaniu z analogicznym kwartałem rok wcześniej, a rentowność obrotu wyniosła $-2,8\%$. Tak niskiego wskaźnika rentowności nie notowano od 2015 r., w którym wystąpiła specyficzna sytuacja (znaczne, jednorazowe odpisy aktualizujące wartość majątku największych firm energetycznych). Pocięające dla branży są wskaźniki płynności, z których ta II stopnia w 3. kw. 2020 r. nieco spadła (do 126%), ale ta I stopnia mocno wzrosła, do poziomu 68%. Obie wartości są znacznie wyższe niż te, które branża notowała w latach 2018–2019 i odpowiadają przeciętnym poziomom z lat wcześniejszych.

W ocenie kondycji przedsiębiorstw niefinansowych w 3. kw. 2020 r. należy zachować ostrożność; w dużej mierze bijący z liczb optymizm ma kruche podstawy. Po pierwsze, wysoka dynamika zysków to efekt niskiej bazy (jeśli porównywać z 2. kw. 2020 r.) oraz częściowo kumulacji popytu w 3. kw. z tym wstrzymanym, niezrealizowanym w kwartale poprzednim (jeśli porównywać z 3. kw. 2019 r.). Po drugie, wysokim rentownościom przysłużyło się zapewne redukcjom kosztów (które w praktyce sprowadza się często do cięcia wynagrodzeń) oraz wsparcie ze środków publicznych – a to oznacza, że ciężar wsparcia przedsiębiorstw w trudnym okresie został, przynajmniej częściowo, przerzucony na pracowników i budżet państwa. Spadek dochodów pracowników może doprowadzić w dłuższym terminie do trwałego zmniejszenia popytu,

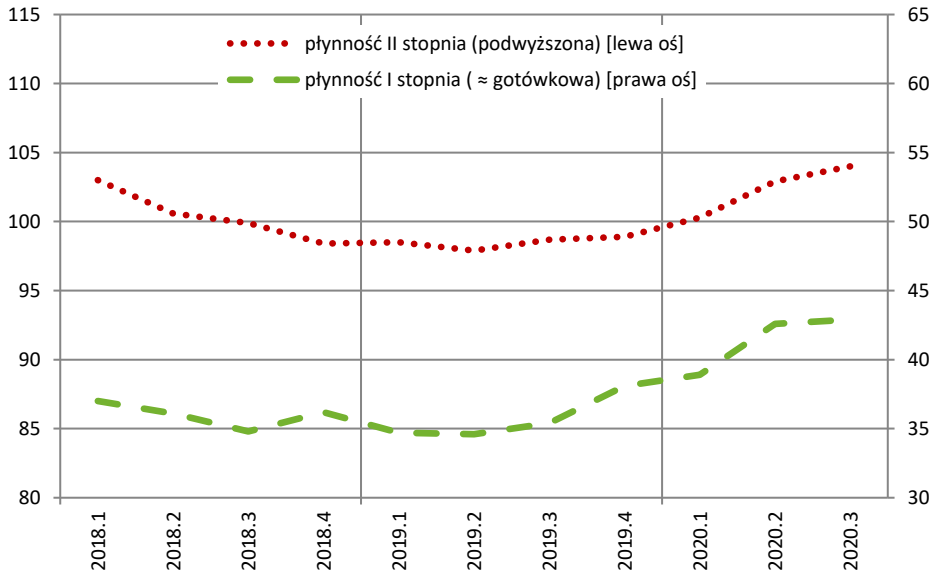
a ciężar obsługi deficytu budżetowego (i długu, którym zapewne zostanie on sfinansowany) rodzi wysokie ryzyko podniesienia podatków. Oba te zjawiska są dla przedsiębiorstw niekorzystnymi prognozykami. Te kasandryczne wizje uprawdopodobnia dodatkowo nawrót pandemii z nową siłą, obserwowany od rozpoczęcia roku szkolnego, a przekładający się na nowe obostrzenia, zabójcze dla niektórych firm. Obawy te potwierdzają Wyprzedzający Wskaźnik Ufności Konsumentów oraz Wskaźnik Ogólnego Klimatu Konjunktury Gospodarczej, które po gwałtownym spadku w kwietniu przez następne 3 miesiące rosły dynamicznie, potem ustabilizowały się, a w październiku i listopadzie znowu wykazały spadki (i to mocno przyspieszające). Ich ujemne wartości mówią o rosnącym pesymizmie w ocenie czekającej nas przyszłości. Psychologiczny efekt wzmogą na pewno dane o grudniowej produkcji sprzedanej przemysłu, która co roku jest zdecydowanie niższa od wartości z listopada, a w roku 2020 będzie dodatkowo dotknięta piętnem obostrzeń.

Wbrew tym obawom, na polskiej giełdzie panuje optymizm. Zarówno w krótkim, jak i w dłuższym okresie da się zidentyfikować trendy wzrostowe, choć ze względu na małą ilość jednoznacznych ekstremów są one słabo potwierdzone. Niemniej jednak od wybuchu pandemii i wywołanego nią załamania kursu WIG (a warto podkreślić, że w ciągu 3 tygodni stracił on wtedy 35% wartości) pnie się on w górę, i z jedną korektą po drodze odrobił już prawie całość strat. Intrygująca jest więc zagadka: czy inwestorzy wiedzą (lub przynajmniej wierzą), że zarówno firmy, jak i ludzie przyzwyczaili się już do wirusa i nauczyli z nim żyć (i pracować, i tworzyć wartość), czy też jest to końcówka „pompowania” wycen przed masową realizacją zysków, czyli przysłowiowa „cisza przed burzą”? Czas pokaże.

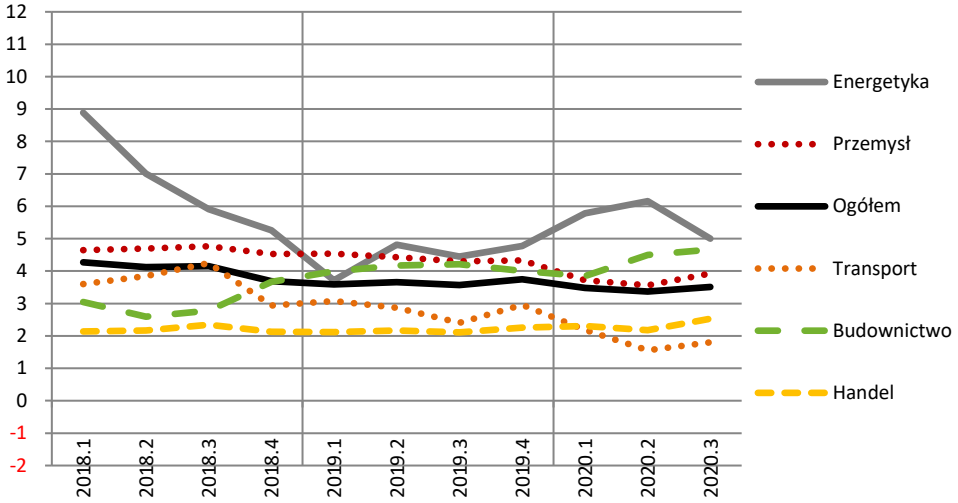
DODATEK KWARTALNY



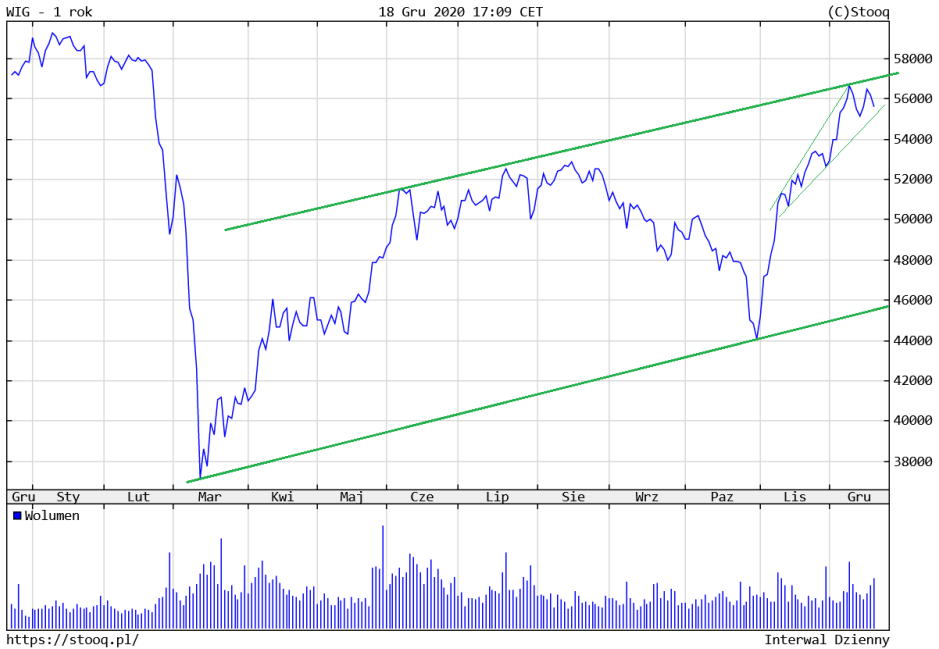
Wykres 1. Dynamika wyników kwartalnych [analogiczny kwartał roku poprzedniego = 100], urealniona o wskaźnik CPI



Wykres 2. Wskaźniki płynności przedsiębiorstw niefinansowych [w %] (dane: GUS)



Wykres 3. Rentowność obrotu netto za ostatnie 4 kwartały [w %] (dane: GUS)



Wykres 4. WIG w okresie 12.2019–12.2020 [dane za: Stooq.pl]