

e-Finanse : finansowy kwartalnik
internetowy
Nr 1/2006

Dr Robert Ślepaczuk
Katedra Bankowości i Finansów
Wydział Nauk Ekonomicznych
Uniwersytet Warszawski

Anomalie rynku kapitałowego w świetle hipotezy efektywności rynku

Wstęp

W niniejszym artykule zostanie zaprezentowana tematyka efektywności rynku, ze szczególnym uwzględnieniem odstępstw od obowiązującego podejścia, które w teorii finansów określane są mianem anomalii rynku kapitałowego. Praca koncentruje się na kluczowym aspekcie współczesnych finansów, jakim niewątpliwie są rozważania na temat hipotezy efektywności rynku.

Tematyka efektywności rynku jest zagadnieniem często poruszonym przez teoretyków finansów, chcących odpowiedzieć na pytanie, czy możliwe jest stworzenie strategii inwestycyjnej, przynoszącej ponadprzeciętne zyski na podstawie danego zbioru informacji Φ_t . Jeśli rynki kapitałowe są efektywne, to akcje i inne instrumenty finansowe są wyceniane prawidłowo oraz odpowiednio odzwierciedlają wartość aktywów im odpowiadających. Opozycyjna koncepcja głosi, że wycena instrumentów finansowych zawiera systematyczne i wykrywalne błędy, a inwestor potrafiący zaobserwować te odchylenia może osiągnąć ponadprzeciętne zyski. Powyższe stanowisko jest bezpośrednio związane z hipotezą efektywności rynku w sensie informacyjnym, występującą w trzech formach, w zależności od dostępnego zbioru informacji Φ_t w chwili t .

Efektywność rynków kapitałowych w sensie informacyjnym jest także powiązana z efektywnością alokacyjną tych rynków. Rynek kapitałowy stanowi miejsce, gdzie jego uczestnicy odzwierciedlają swoje opinie na temat przyszłości, np. tego, jakie projekty zostaną zrealizowane, jakie nowe technologie mają szanse się rozwinąć lub jakie produkty będą kupować konsumenci i jak firma będzie rozwijała się w przyszłości. Jeśli ceny aktywów finansowych odzwierciedlają te oczekiwania, jeśli rynek jest efektywny, to stanowią one wartościowy sygnał dla menedżerów dążących do maksymalizacji wartości swojej firmy. Z drugiej strony, jeśli ceny aktywów zawierają obecnie istotne systematyczne błędy, to decyzje menedżerów, a także inwestorów, oparte na tych informacjach, narażone są na istotne zakłócenia.

Artykuł ten ma na celu przedstawienie podstawowych anomalii rynku kapitałowego, opisywanych zarówno w literaturze polskiej, jak i światowej. Struktura artykułu została zaplanowana tak, aby czytelnik mógł możliwie najpełniej zapoznać się z poruszonymi zagadnieniami (warstwą teoretyczną omawianego zagadnienia, literaturą polską i światową), a następnie prześledzić omawiane anomalie rynku kapitałowego oraz najczęściej występujące próby ich wyjaśnienia.

Hipotezy efektywności rynków kapitałowych

Rozważania na temat efektywności rynku możemy rozpocząć od przedstawienia warstwy teoretycznej problemu. Teoria efektywności rynku jest jednym z kluczowych pojęć w nowoczesnej teorii finansów, a odpowiedzi na pytania dotyczące tego, czy rynek jest efektywny, w jakim stopniu jest efektywny, w jakiej formie jest efektywny, mają niezliczone implikacje dla rozważań nad istotnymi zagadnieniami wybiegającymi nawet poza główny nurt finansów. Pierwsza część artykułu umiejscawia hipotezę efektywności rynku w teorii finansów, a następnie poprzez dokonanie przeglądu literatury przedstawiającej wyniki badań na rzecz efektywności, jak i zaprzeczających tej hipotezie, wprowadza nas do głównego tematu rozważań.

Hipoteza efektywności rynku w sensie informacyjnym zalicza się do najważniejszych i wciąż aktywnie omawianych koncepcji w teorii finansów. Rynek kapitałowy jest *efektywny w sensie informacyjnym*, jeżeli zapewnia szybki transfer informacji do wszystkich uczestników rynku tak, że informacja ta jest w pełni i bezzwłocznie uwzględniana w wycenie papierów wartościowych, w związku z czym ceny instrumentów finansowych zawsze odzwierciedlają ich rzeczywistą wartość¹. W literaturze pojawiają się także dwa inne pojęcia efektywności, tj. efektywność alokacyjna i efektywność transakcyjna. Przyjrzyjmy się bliżej definicji tych pojęć. Rynek kapitałowy można nazwać *efektywnym w sensie alokacyjnym*, jeżeli stwarza możliwość pozyskiwania kapitału jedynie tym uczestnikom rynku, którzy są w stanie ulokować go w sposób przynoszący najwyższą stopę zwrotu z dokonanej inwestycji. Z kolei rynek jest *efektywny w sensie transakcyjnym*, jeżeli charakteryzuje się minimalnymi kosztami zawieranych transakcji, co jest spowodowane konkurencyjnością opłat oferowanych przez pośredników finansowych. Drugim czynnikiem zapewniającym efektywność transakcyjną jest możliwość zawarcia transakcji w bardzo krótkim czasie, co ułatwiają nowoczesne systemy transakcyjne. Jak pokazano we wstępie, przedmiotem niniejszego artykułu będzie hipoteza efektywności w sensie informacyjnym i na niej skupiam się w dalszej jego części.

Współczesne rozumienie teorii efektywnego rynku kapitałowego oparte jest na definicji E. Famy, według którego rynek efektywny to rynek, na którym ceny zawsze odzwierciedlają w pełni dostępną informację Φ_t . Według E. Famy², istnieją trzy formy hipotezy efektywności rynku, zakładające różne typy informacji, które mają znajdować odzwierciedlenie w cenach papierów wartościowych. *Słaba forma hipotezy efektywności rynku* głosi, że kursy powinny odzwierciedlać wszystkie informacje, które są zawarte we wcześniejszych (przeszłych) notowaniach cen (w cenach uwzględniony jest zbiór informacji Φ_I). *Średnia forma hipotezy efektywności rynku* mówi, że ceny papierów wartościowych powinny odzwierciedlać wszystkie publicznie dostępne informacje (zbiór informacji Φ_{II}). Są to nie tylko informacje, które można odczytać z szeregów czasowych notowań cen akcji, ale także informacje zawarte w raportach finansowych spółki i sprawozdaniach konkurentów, ogłoszone informacje, a także wszelkie inne dostępne dane, które mogą wywierać wpływ na wartość akcji. *Silna forma hipotezy efektywności rynku* głosi, że rynek jest efektywny, jeśli wszystkie informacje znajdują się w cenach akcji. Chodzi tutaj zarówno o informacje dostępne publicznie, jak i publicznie, niedostępne oraz poufne (zbiór informacji Φ_{III}).

Z definicji tych wynika, że skoro ceny zawsze odzwierciedlają dany zbiór informacji (są efektywne pod względem informacyjnym), to zmiany cen aktywów finansowych mogą mieć charakter losowy. *Jeśli rynek jest efektywny w sensie słabym*, to przestaje mieć zastosowanie analiza techniczna, posługująca się wykresami opracowanymi na podstawie przeszłych notowań cen akcji, a ściślej nie jest możliwe stworzenie strategii inwestycyjnej, przynoszącej ponadprzeciętne stopy zwrotu, opartej na założeniach AT i innych strategiach bazujących na analizie historycznych szeregów czasowych, takich jak modele ekonometrii finansowej, modele sieci neuronowych czy modele teorii chaosu. *Jeśli prawdziwa jest hipoteza o średniej efektywności rynku*, to żaden ze sposobów analizy opartych na publicznie dostępnych informacjach nie pomoże osiągnąć korzystniejszych stóp zwrotu, a więc wnioski wypływające z analizy fundamentalnej przestają mieć praktyczne znaczenie. *Jeśli rynek jest efektywny w sensie silnym*, to jakiegokolwiek wysiłki w celu zdobycia informacji tracą sens, a nawet uczestnicy rynku mający dostęp do informacji poufnej nie osiągną żadnych korzyści, ponieważ ceny instrumentów finansowych już ją uwzględniają³.

Tak wygląda warstwa teoretyczna problemu, jednak o wiele bardziej interesujące jest empiryczne podejście do tego tematu. Intrygująca jest odpowiedź na pytania o to, co sprawia, że teoria ta jest nieustannie badana w celu ustalenia, czy hipotezy te są prawdziwe lub które z nich są prawdziwe. Zagadnienie to można wytłumaczyć na różne sposoby:

¹ W.F. Sharpe *Investments*, Prentice Hall International, London 1995, s. 105-107.

² E.F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, „The Journal of Finance” 1970, np. 25, s. 383-417.

³ Prawdziwość silnej hipotezy efektywności jest bardzo interesująca z praktycznego punktu widzenia, kiedy to z ekonomicznego punktu widzenia przestaje być sensowne utrzymywanie niezliczonej rzeszy analityków, doradców inwestycyjnych i maklerów papierów wartościowych, zajmujących się analizą instrumentów finansowych, przetwarzaniem informacji w celu wyceny aktywów finansowych i rekomendowaniem ich kupna lub sprzedaży na podstawie dostępnych informacji.

- Pierwszym z nich jest niewątpliwie próba stworzenia strategii inwestycyjnej, pokonującej rynek (osiągającej wyższą przeciętną stopę zwrotu) w długim okresie, do czego pomocna będzie znajomość stopnia efektywności rynku. Dopiero znając stopień efektywności, rynku wiemy, z jakiego typu informacji możemy skorzystać w celu stworzenia strategii inwestycyjnej, pokonującej rynek, i czy to w ogóle jest możliwe.
- Po drugie, wiedza ta pozwala także menedżerom ocenić reakcję rynku na ich politykę dotyczącą spółki, a także opóźnienie, z jakim ceny dostosowują się do napływających na rynek informacji.
- Po trzecie, znajomość stopnia efektywności rynku jest nieocenioną informacją dla zarządzających funduszami na rynkach kapitałowych, stanowiącą jedną z kluczowych decyzji w procesie alokacji aktywów.

Przedstawiona powyżej teoria będzie stanowić punkt wyjścia w dalszej części pracy, gdzie zostaną opisane zarówno dokonania literatury światowej w temacie efektywności, jak i najczęściej pojawiające się odstępstwa od obowiązującej teorii.

Efektywność rynków kapitałowych w literaturze światowej

Badania weryfikujące hipotezę efektywności rynku w sensie informacyjnym przeżywały swój niewątpliwie rozkwit od początku lat 70. XX w. Wniosków z nich wypływających nie można jednak przedstawić jednoznacznie. Pomimo wielu niejasności obowiązujące podejście do tego zagadnienia jest następujące: hipoteza o silnej efektywności może zostać odrzucona, hipoteza o słabej efektywności rynku została generalnie zaakceptowana⁴ w finansowej społeczności, gdzie analiza techniczna nigdy nie miała wysokiej reputacji, natomiast wciąż bardzo kontrowersyjne jest podejście do weryfikacji prawdziwości hipotezy o średniej efektywności rynku, szczególnie wśród profesjonalnych inwestorów zajmujących się analizą fundamentalną⁵. Poniżej zostaną przedstawione najważniejsze badania dotyczące tego tematu, w podziale na prace weryfikujące hipotezę efektywności w formie silnej, średniej i słabej, ze szczególnym uwzględnieniem prac przedstawiających wyjątki od obowiązującej teorii.

Badania silnej formy hipotezy efektywności rynku

Silna forma hipotezy efektywności rynku nie wydaje się być prawdziwym, ani właściwym opisem rzeczywistości. Prywatne i poufne informacje nie mogą być uwzględnione w cenie, jeżeli nie dotarły jeszcze na rynek poprzez publiczne ogłoszenie lub zyskowe transakcje lepiej poinformowanego inwestora. Testy silnej efektywności rynku są przeprowadzane najczęściej na podstawie badania średniej stopy zwrotu inwestorów instytucjonalnych, gdzie zakłada się, że mają oni dostęp do informacji poufnej. Następnie wynik ten jest porównywany z jedną ze średnich rynkowych, np. dla rynku amerykańskiego byłaby to średnia stopa zwrotu dla indeksu S&P500. Przykładem badania dotyczącego silnej efektywności rynku jest praca Jaffe (1974) na temat wykorzystania informacji poufnej przed ogłoszeniem dotyczącym splitów akcji, zwiększenia dywidendy i połączenia firm. Badanie wskazywało na możliwość osiągnięcia istotnych zysków przy wykorzystaniu informacji poufnej. Podobne badanie zostało przeprowadzone przez Frienda (Friend, Brown, Herman, Vickers, 1962), oraz Cornella i Rolla (1981). Oczywiście, co jakiś czas pojawiają się także prace opowiadające się za silną efektywnością rynku, np. Jensen (1969). Badanie silnej efektywności zostało również przeprowadzone dla polskiego rynku kapitałowego (Czekaj, Woś, Żarnowski, 2001). Czekaj i inni badali m.in. umiejętności selekcyjne oraz wyczucie rynku zarządzających funduszami inwestycyjnymi, operującymi na polskim rynku. W podsumowaniu twierdzili, że nawet wiedza posiadana przez profesjonalnych zarządzających nie pozwala na wypracowanie ponadprzeciętnych zysków zarówno na drodze umiejętnego doboru akcji do portfela, jak i prognozowania ogólnej koniunktury.

⁴ Jednak problem ten nie jest tak oczywisty, ponieważ do chwili obecnej w czołowych, światowych czasopismach z dziedziny finansów pojawiają się nowe prace naukowe, opierające się na pewnym stopniu efektywności, a nie jednoznaczną negacją bądź potwierdzeniem prawdziwości tej hipotezy. Wszelkie odstępstwa określane są mianem anomalii rynku kapitałowego, a w wielu pracach o wiele większy nacisk położony jest na próbie ich wytłumaczenia na gruncie istniejącej teorii niż na jej modyfikację.

⁵ *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, The Macmillan Press Limited, London 1992.

Hipoteza o silnej efektywności jest jednocześnie najtrudniejsza do zbadania pod względem metodologicznym, z uwagi na istotny problem związany z weryfikacją przepływu informacji poufnej.

Weryfikacja średniej formy hipotezy efektywności rynku

Sytuacja jest mniej oczywista w przypadku badania **średniej efektywności** rynku. Co jakiś czas pojawiają się prace opowiadające się przeciw tej hipotezie, jednak praktyczne przykłady sugerują, że publiczne informacje są bardzo szybko po ogłoszeniu uwzględniane w cenie, uniemożliwiając wykorzystanie wskazówek wpływających z analizy fundamentalnej. Najciekawsze prace, badające średnią efektywność, dotyczą następujących zagadnień:

- reakcję rynku na nową ofertę akcji weryfikowali Kraus i Stoll (1972) – wyniki wskazywały na bardzo szybki powrót ceny do poprzedniej wartości świadczący o efektywności rynku,
- efekt podania do publicznej wiadomości faktu połączenia firm badali Patell i Wolfson (1984) – dostosowanie cen akcji następowało w ciągu kilkunastu minut, co potwierdzało średnią efektywność,
- wpływ stopy dywidendy na możliwość przewidywania przyszłych stóp zwrotu badali Fama i French (1988) oraz Campbell i Shiller (1988), pokazali oni, że około 40% zmienności przyszłych stóp zwrotu może zostać wyjaśnione na podstawie obserwacji początkowego poziomu tego wskaźnika. Malkiel (2003) powiązał występowanie efektu stopy dywidendy z poziomem stóp procentowych oraz dostosowaniem wyceny papierów wartościowych do warunków ekonomicznych, a ponadto zauważył wygasanie efektu stopy dywidendy od połowy lat 80.,
- efekt splitu na cenę papieru wartościowego powiązany ze zwiększeniem dywidendy badali Fama, French, Jensen i Roll (1969) – wnioski z tego badania wskazywały na potwierdzenie hipotezy o średniej efektywności,
- wpływ wielkości wskaźnika P/E na stopę zwrotu badał Basu (1977) – dowiódł on, że akcje o niższym wskaźniku P/E mają wyższą stopę zwrotu niż akcje o wyższym wskaźniku P/E, natomiast Banz (1981) dodał do tego fakt, że stopa ta jest jeszcze większa przy spółkach o niższej kapitalizacji, powyższe badania skłaniały się w kierunku odrzucenia hipotezy o średniej efektywności rynku,
- Kester (1990) w swoich badaniach dokumentuje „efekt małych firm”⁶ (*small-size firm effect*), pokazując, że dają one większą możliwość osiągnięcia ponadprzeciętnej stopy zwrotu niż firmy o wysokiej kapitalizacji,
- ogłoszenie niespodziewanych wyników badań Ball (1978) – otrzymał on stopę zwrotu istotnie różną od średniej, co świadczyło przeciw efektywności, jednak autor przypisał tę nieefektywność modelowi CAPM wykorzystanemu do porównania ryzyka, podobne wyniki otrzymali Watts (1978) oraz Rendleman, Jones i Latane (1982),
- strategie oparte na efektach P/E, kapitalizacji oraz P/BV zostały zweryfikowane dla polskiego rynku kapitałowego w okresie wrzesień 1994 r. – wrzesień 2000 r. (Czekaj, Woś, Żarnowski, 2001) – praca opowiadała się za efektywnością, wzrost stopy zwrotu został uznany za statystycznie nieistotny.

Ciekawe badanie weryfikujące średnią formę hipotezy efektywności rynku zostało przeprowadzone z wykorzystaniem metodyki studiów wydarzeń (Szyszka, 2003), jednak otrzymane wyniki nie pozwoliły na jednoznaczne wnioski dotyczące odrzucenia bądź przyjęcia hipotezy o średniej efektywności.

Słaba forma hipotezy efektywności rynku

Następną grupę stanowiły badania **słabej formy hipotezy efektywności**. Nurt badań weryfikujących słabą formę hipotezy efektywności rynku możemy podzielić na dwie zasadnicze części. W pierwszej z nich zawierają się prace weryfikujące pojęcie efektywności rynku na podstawie testów statystycznych, sprawdzających, czy ceny podlegają procesowi błędzenia losowego. Są to badania, których początek datujemy przed sformułowaniem hipotezy efektywności w latach 60., jednak wnioski z nich wypływające mają bardzo istotny wpływ dla rozwoju pojęcia efektywności w XX w. W drugiej

⁶ Efekt małych firm (ang. *small-size firm effect*) polegał na występowaniu ponadprzeciętnej stopy zwrotu dla firm charakteryzujących się niską kapitalizacją. Efekt ten często współwystępował z efektem stycznia lub z efektem P/E.

grupie zawierają się rozważania autorów badających sprawdzalność reguł inwestycyjnych, opracowanych na podstawie koncepcji analizy technicznej, bazującej na przeszłych szeregach czasowych.

Najważniejsze prace w literaturze światowej, zajmujące się procesami kształtującymi stopy zwrotu z aktywów na rynku kapitałowym, które w pewnym sensie stanowiły punkt wyjścia dla późniejszych dokonań na temat efektywności rynku, datujemy od początku XX w., poczynając od prac opublikowanych przez Bacheliera (1900) i Komisję Cowles'a w latach 30. w USA, przez kluczowe prace z lat 60. (Samuelson, 1965), po najnowsze opracowania publikowane w czołowych czasopismach finansowych pod koniec XX i na początku XXI w. (Brock i in., 1992). Przyjrzyjmy się w tym miejscu dokładniej trzem monografiom, w których autorzy weryfikowali słabą hipotezę efektywności na rynku polskim.

W roku 2001 pojawiła się praca wykorzystująca pewne koncepcje analizy technicznej w celu zweryfikowania hipotezy o słabej efektywności na polskim rynku kapitałowym dla lat 1994-2000 (Czekaj, Woś i Żarnowski, 2001). Badane były sygnały generowane przez średnie ruchome i oscylatory, a wyniki wskazywały, że badane narzędzia nie przynoszą ponadprzeciętnych, istotnych statystycznie stóp zwrotu. W pracy tej zostały także przeprowadzone formalne testy statystyczne, weryfikujące hipotezę błędzenia losowego (testy ilorazu wariancji, testy serii, testy obecności pierwiastków jednostkowych). W podsumowaniu autorzy twierdzili, że „polski rynek kapitałowy nie odbiegał w badanym okresie od zachodnich standardów efektywności. Ceny znacznej większości akcji i indeksy notowane w tym okresie charakteryzował proces błędzenia losowego z dryfem, o wysokim stopniu nieprzewidywalności, prowadzącej się do niemożliwości ustalenia na podstawie historycznych danych nawet wartości przeciętnej kursów”. W niniejszej pracy została również zweryfikowana hipoteza efektywności w średniej i silnej formie, jednak nie było podstaw do jej odrzucenia.

Kolejną pracą weryfikującą hipotezę o słabej efektywności rynku było badanie przeprowadzone dla polskiego rynku kapitałowego w latach 1994-2000 (Jajuga, Papla, 2000). Zostały tam zastosowane testy weryfikujące hipotezę błędzenia losowego dla dziennych, tygodniowych i miesięcznych logarytmicznych i tygodniowych stóp zwrotu: test autokorelacji, test Q Boxa Pierce'a, test serii, test ilorazu wariancji. Ponadto zostały zbadane stopy zwrotu przy wykorzystaniu metody filtra Aleksandra dla całego badanego okresu oraz przeprowadzono testy losowości w oparciu o test dwóch wariancji w celu weryfikacji efektów kalendarzowych. Wyniki testów błędzenia losowego były różne w zależności od stosowanego testu, a hipotezę o błędzeniu losowym mogliśmy w większości przypadków odrzucić dla dziennych stóp zwrotu. Analiza strategii opierającej się na filtrze Alexandra nie pozwalała odrzucić hipotezy o słabej efektywności polskiej giełdy, natomiast test dwóch wariancji wskazywał na fakt, że polska giełda pozbawiona jest (w statystycznie istotny sposób) efektu dnia tygodnia i miesiąca w roku.

Następne badanie słabej formy efektywności dla GPW w Warszawie (Szyszka, 2003) zostało przeprowadzone w dwóch okresach. Zaobserwowano, że rynek nie zachowywał się efektywnie we wczesnej fazie rozwoju (okres badań do 3 października 1994 r.). W kolejnych latach (3 października 1994 – 1 października 1999 r.) wielostronne analizy, obejmujące testy korelacji, testy serii, badanie rozkładu stóp zwrotu w czasie, nie dostarczyły jednoznacznych argumentów, na podstawie których można by odrzucić słabą formę efektywności dla GPW w Warszawie.

Anomalie rynku kapitałowego w świetle hipotezy efektywności rynku oraz próby ich wyjaśnienia

Na podstawie przedstawionych powyżej badań, kluczowych dla zagadnienia efektywności rynku w sensie informacyjnym, możemy sprecyzować kilka wspólnych wniosków, które były powtarzane przez dziesięciolecia, a ich końcowa forma wciąż wymaga właściwego zdefiniowania. Naprawdę interesująca jest przyczyna zdecydowanego dążenia do wyjaśnienia wszelkich odstępstw od efektywności rynku jedynie jako krótkookresowych anomalii. Na podstawie literatury przedmiotu spróbujemy wypunktować najistotniejsze czynniki i zjawiska wpływające na wyniki badań, a w konsekwencji na wnioski na temat efektywności wyciągane na ich podstawie:

- wysokość kosztów transakcyjnych (definiowanych na różnych poziomach dla inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych oraz dodatkowo graniczne koszty transakcyjne) – na podstawie

porównania poziomów kosztów możemy oceniać zdolności predykcyjne testowanych strategii inwestycyjnych,

- zjawisko niesynchronicznego zawierania transakcji, np. w analizie dla rynku walutowego (Neely, 2003),
- zachowania stadne (*herding behavior*) uczestników rynku kapitałowego (Chan i in., 2000),
- uwzględnienie wypłaconych dywidend i inflacji w testowanych szeregach stóp zwrotu, szczególnie długoterminowych (Ratner, 1999),
- szeregi danych nie podlegają rozkładowi normalnemu, także standardowe testy nie nadają się do badania istotności wyników – problem ten był rozwiązywany poprzez zastosowanie procedury bootstrapowej (Brock i in., 1992),
- charakter testowanych danych, tj. ich zakres czasowy (dane dzienne, tygodniowe, miesięczne lub intraday), miejsce pochodzenia (w sensie geograficznym, jak i instytucjonalnym), typ rynku (akcje lub indeksy giełdowe, towary, walutowy itp.),
- sposób doboru testowanych strategii AT, ich ilość, stopień złożoności oraz występowanie lub brak optymalizacji parametrów testowanych systemów inwestycyjnych,
- wpływ obserwowanego wolumenu transakcji (*trading volume information*) i powiązanie tego czynnika z obserwowanym poziomem ryzyka oraz z wynikami testowanych strategii,
- wpływ „mielenia danych” (*data-mining*).

Analiza najważniejszych czynników warunkujących wyniki prac weryfikujących hipotezę efektywności pozwoliła na sprecyzowanie najczęściej pojawiających się odchyłeń od tej hipotezy (zarówno w ujęciu słabym, średnim, jak i silnym), które w literaturze zostały określone mianem anomalii rynku kapitałowego. Poniżej przedstawiam i krótko opisuję najważniejsze z nich.

- Efekty kalendarzowe

Efekty sezonowe, występujące w analizowanych szeregach czasowych, były związane z następującymi efektami kalendarzowymi: efekt miesiąca w roku (*month-of-the year effect*), efekt tygodnia w miesiącu (*week-of-the month effect*), efekt dnia w tygodniu (*day-of-the week effect*) i efekt godziny w ciągu dnia (*hour-of-the day effect*)⁷. Każdy z tych efektów podważa hipotezę efektywności rynku w formie słabej, jednak ich sezonowość i zmienność w czasie zmniejsza ich znaczenie. Opisanie badania pokazuje anomalie, które świadczą o okresowych odchyleniach od hipotezy efektywności rynku. Jednak nawet jeśli nie nadamy odpowiedniej wagi trzem najkrótszym efektom, to efekt stycznia jest już na tyle istotny, że warto się zastanowić nad jego przesłaniem co do prawdziwości hipotezy o słabej efektywności rynku.

- Efekt miesiąca w ciągu roku (*month-of-the year effect*)

Jednym z najbardziej znanych efektów zaliczanych do pierwszej grupy jest *efekt stycznia*. Kinney i Rozeff (1976) pokazują, że średnia stopa zwrotu na NYSE w styczniu była istotnie większa niż stopa zwrotu z pozostałych miesięcy. Keim (1983) pokazał efekt stycznia w powiązaniu z efektem spółek o małej kapitalizacji, gdzie efekt ten odpowiadał za niemal połowę rocznej stopy zwrotu (Rozeff i Kinney [1976], Keim [1983], Haugen i Lakonishok [1988]).

- Efekt tygodnia w miesiącu (*week-of-the month effect*)

Przykładem pracy weryfikującej *week-of-the month effect* jest badanie Ariela (1987), przeprowadzone na danych dla lat 1963-1981. Podzielił on miesiąc na dwie równe części i zauważył, że skumulowana stopa zwrotu dla pierwszego okresu w ciągu tych 19 lat jest równa 2552%, podczas gdy skumulowana stopa dla drugiego okresu wynosi około 0% (Ariel [1987], Lakonishok i Smidt [1988]).

⁷ Badania tego typu weryfikowały sytuację, w której konkretny miesiąc w roku, tydzień w miesiącu, dzień w tygodniu lub godzina w ciągu dnia notowań generowały wyższą stopę zwrotu niż przeciętna dla danego okresu.

- Efekt dnia w tygodniu (*day-of-the week effect*)
French (1980) znalazł przykład *day-of-the week effect*. Odkrył on, że średnia stopa zwrotu w poniedziałki jest ujemna, podczas gdy pozostałe dni tygodnia mają dodatnią średnią stopę zwrotu (French [1980], Lakonishok i Maberly [1990]).
- Efekt godziny w ciągu dnia (*hour-of-the day effect*)
Ostatnim przykładem dotyczącym najkrótszego efektu (*hour-of-the day effect*) było badanie Harris (1986), który pokazał, że ceny mają tendencję do spadku w trakcie pierwszych 45 minut handlu w poniedziałek, podczas gdy w pozostałe dni na początku sesji wzrastają (Harris (1986), Smirlock i Starks [1985]).
- Strategie momentum (*momentum strategies*)
Polegały na kontynuacji przeszłego zachowania się stóp zwrotu w przyszłości – na zakupie akcji o najwyższej stopie zwrotu w ostatnich n-okresach i sprzedaży akcji, które osiągnęły najniższą stopę zwrotu w analizowanym okresie. W literaturze zaobserwowano ponadprzeciętną zyskowość tego typu podejścia w średnim okresie (Jegadeesh i Titman [1993], Rouwenhorst [1998]).
- Strategie kontrariańskie (*contrarian strategies*)
Strategie te są bezpośrednio związane z efektem momentum, ale koncepcja inwestycyjna w nich zawarta stanowi jego przeciwieństwo. Polegają na inwestycji w papiery wartościowe, które przyniosły niższe od przeciętnych średnie stopy zwrotu. Ponadprzeciętne stopy zwrotu były notowane dla tych strategii w krótkim i długim horyzoncie inwestycyjnym (Lehmann [1990], Jegadeesh [1990] – w okresie miesięcznym).
- Korelacja stóp zwrotu w krótkim okresie
Zjawisko pozytywnej statystycznie istotnej korelacji stóp zwrotu obserwowano głównie dla indeksów giełdowych i portfeli akcyjnych, podczas gdy w badaniach dla pojedynczych papierów wartościowych obserwowano nieistotne ujemne współczynniki autokorelacji (Jajuga i in. [2000], Szyszka [2003], Lo i MacKinlay [1988]).
- Korelacja długookresowych stóp zwrotu
W długim okresie zaobserwowano ujemną, istotną statystycznie korelację stóp zwrotu zarówno z indeksów, jak i portfeli akcyjnych. Ponadto pokazano związek tej anomalii z efektem małych spółek. (Poterba i Summers [1988], Fama i French [1988]).
- Efekty związane ze wskaźnikami finansowymi spółki
Efekty te należą do jednych z najczęściej testowanych reakcji rynku kapitałowego na napływające informacje. Zanotowano zarówno niedoszacowanie, jak i przeszacowanie wagi napływających informacji dotyczących sytuacji fundamentalnej spółki. Zobaczmy, jakie anomalie zostały wyróżnione w literaturze przedmiotu:
 - Efekt P/E (*price to earnings ratio*)
Na podstawie studiów rynku kapitałowego wykazano, że akcje charakteryzujące się niskim wskaźnikiem P/E notują ponadprzeciętne stopy zwrotu w porównaniu do średniej dla ogółu testowanych spółek. (Basu [1977], Banz [1981], Czekaj i in. [2001]).
 - Efekt BV/P (*book value to price ratio*)
W literaturze wyróżniono akcje o potencjale wzrostu i potencjale wartości, zakładając, że rynek wysoko wycenia spółki o świetlanych perspektywach i redukuje wartość spółek o niekorzystnych widokach na przyszłość przy danej wartości księgowej spółek. W związku z tym firmy o potencjale wzrostu charakteryzowały się niskim wskaźnikiem BV/P, podczas gdy firmy o potencjale wartości – wysokim. Badania przeprowadzone na bazie tych podziałów pokazały, że inwestycje w spółki o potencjale wartości przynosiły istotne ponadprzeciętne stopy zwrotu, nawet po dostosowaniu o związane z nimi ryzyko (Czekaj i in. [2001]).
 - Efekt niskiej kapitalizacji lub efekt małych firm (*small-firm effect*)
Jest to chyba najczęściej dokumentowany z tej grupy efektów, obrazujący istotnie wyższe stopy wśród spółek charakteryzujących się niską kapitalizacją w porównaniu do spółek z wysoką

wartością rynkową. Dodatkowo, efektem tym próbowano wytłumaczyć inne anomalie, występujące na rynku kapitałowym (Kester [1990], Czekał i in. [2001]).

- Efekty związane z podaniem do publicznej wiadomości następujących informacji dotyczących spółek:
 - Wyniki finansowe

Reakcje spółek na wyniki finansowe nie były już tak jednoznaczne. Obserwowano zarówno niedoszacowanie, jak i przeszacowanie wagi informacji dotyczących wyników. Pokazano, że prognozy analityków finansowych niedoszacowują wagę negatywnych informacji oraz przeszacowują wagę pozytywnych informacji, szczególnie w krótkim okresie, co w rezultacie zostaje odzwierciedlone w wycenie akcji w długim okresie (Abarbanell i Bernard [1992]).
 - Prognozy wyników finansowych

Podobna sytuacja dotyczyła prognoz finansowych, gdzie prognozy nie przywiązywały wystarczającej wagi do niekorzystnych wiadomości, jednocześnie skupiając się na czynnikach pozytywnych, co w rezultacie skutkowało niewłaściwą reakcją stóp zwrotu danych spółek (Ball [1978], Watts [1978], Rendleman i in. [1982]).
 - Wyplata dywidendy lub zmiany w polityce dywidendy

Informacja zawarta w komunikacie dotyczącym rozpoczęcia lub zaniechania wypłacania, a również zwiększenia lub zmniejszenia dywidendy także zostały zaobserwowane w stopach zwrotu. Spółki informujące o rozpoczęciu lub zwiększeniu wypłacanej dywidendy notowały średnio ponadprzeciętne stopy zwrotu w kolejnych latach w porównaniu do spółek informujących o zaniechaniu lub zmniejszeniu dywidendy (Michaely i in. [1995]).
 - Publiczna oferta akcji

Kolejna ciekawa anomalia związana była z informacją dotyczącą publicznej oferty (pierwszej lub kolejnej) i zachowaniem spółki bezpośrednio przed, jak i po dokonaniu emisji. Spółki, których dotyczyła ta sytuacja, notowały istotne anormalne stopy zwrotu w okresie następującym po emisji, a w przypadku spółek przeprowadzających kolejną emisję ponadprzeciętne dodatnie stopy zwrotu przed nową emisją akcji. Szybkie spojrzenie na zachowanie się kilkudziesięciu debiutantów w latach 2004-2005 pozwala przypuszczać, że ciekawych wniosków dostarczyłaby analiza tego efektu także na rynku polskim (Kraus i Stoll [1972], Loughran i Ritter [1995] i in.)
 - Podział akcji (*split*) oraz nabywanie własnych akcji

Dodatkowych wniosków dostarcza analiza zachowania się spółek, które dokonały podziału akcji lub ogłosiły zamiar nabycia własnych akcji. Obserwowano dodatnie anormalne stopy zwrotu z takich papierów wartościowych w kolejnych latach po ogłoszeniu wiadomości (Fama i in. [1969], Ikenberry i in. [1996], Lakonishok i Vermaelen [1990], Mitchell i Stafford [1999]).

Na przestrzeni lat 80. i 90. XX w. pojawiło się wiele anomalii pokazujących, że stopy zwrotu nie mają rozkładu losowego, które zdają się przeczyć hipotezie efektywności rynku. Oczywiście anomalie te z definicji są zazwyczaj krótkotrwałe, jednak należy pamiętać, że wyjątki od obowiązującej reguły mogą być do niej włączone i stać się jutrzejszą, „nową” teorią.

Po sprecyzowaniu występujących anomalii kolejnym krokiem podejmowanym w celu zrozumienia zachowania się stóp zwrotu na rynku kapitałowym były próby ich wyjaśnienia na gruncie przeprowadzonych badań. Spróbujmy na koniec przyjrzeć się, jak wyglądały te najczęściej prezentowane wyjaśnienia:

- Nadreaktywność (*overreaction*) uczestników rynku na napływające informacje

Odmienne zachowanie się stóp zwrotu w krótkim i długim okresie często wyjaśniane było poprzez dwie przeciwne reakcje uczestników rynku na napływające informacje (*over- and underreaction*). Istotne ujemne współczynniki korelacji stóp zwrotu, obserwowane w długim okresie, tłumaczone były nadreaktywnością uczestników rynku. Silna dodatnia (pozytywne informacje) lub ujemna (negatywne informacje) reakcja cen w krótkim okresie była następnie odwracana w długim okresie, pozwalając powrócić do długookresowej równowagi.

- Niedoszacowanie (*underreaction*) wagi napływających informacji
Występowanie efektu momentum tłumaczone było przez niedostateczną reakcję inwestorów na pojawiające się informacje dotyczące spółki, także proces uwzględniania jej w wycenie papierów wartościowych przesunął się w czasie. W związku z tym dostosowanie cen nie następowało natychmiastowo i możliwe było osiągnięcie ponadprzeciętnych stóp zwrotu z inwestycji w akcje „wygrywających” (*winner stocks*) i krótką sprzedaż „przegranych” spółek (*loser stocks*).
- Zachowania stadne (*herding behavior*)
Polegały na jednakowej (wspólnej) reakcji uczestników rynku na napływające informacje, niezależnie od indywidualnej oceny jej znaczenia. Tego typu zachowanie jest bezpośrednio związane z nadreaktywnością uczestników rynku, kiedy to napływająca informacja zostaje wielokrotnie odzwierciedlona w cenach poprzez powielanie zachowań innych uczestników rynku. Podobne zachowania możemy w chwili obecnej zobaczyć na polskim rynku kapitałowym, analizując portfele instytucji lokujących aktywa na rynku, np. otwartych funduszy emerytalnych.
- Dwoma najczęściej prezentowanymi wyjaśnieniami efektu styczniowego były: efekt podatkowy (*tax loss selling hypothesis*) oraz obowiązek przedstawiania klientom funduszy na koniec roku raportów zawierających m.in. skład portfeli. Ponadprzeciętne stopy zwrotu, występujące w styczniu, tłumaczone były tzw. czyszczeniem portfeli, związanym ze sprzedażą akcji, które w danym roku podatkowym przyniosły stratę, w celu zrealizowania straty podatkowej. Następnie w nowym roku te akcje po silnej korekcie pod koniec roku były odkupywane przez innych inwestorów, co mogło być bezpośrednią przyczyną ich silnego wzrostu na początku nowego roku. W podobny sposób efekt styczniowy możemy wyjaśnić poprzez konieczność sporządzania sprawozdań przez zarządzających funduszami. W celu przedstawienia najlepszego składu portfela inwestycyjnego na koniec roku, zarządzający sprzedawali spółki, na których odnotowali straty w danym roku podatkowym. Następnie były one odkupywane na początku nowego roku, jeśli dawały perspektywy silnego wzrostu kursu w długim terminie. W związku z tym, że zazwyczaj były to firmy o mniejszej kapitalizacji, a efekt styczniowy odpowiadał za znaczącą część rocznej stopy zwrotu, to w podobny sposób był m.in. wyjaśniany efekt niskiej kapitalizacji.
- Efekt niesynchronizacji transakcji, często powiązany z różnicami pomiędzy ofertami kupna i sprzedaży (*bid-ask spread*) wykorzystywano do wyjaśnienia ponadprzeciętnych stóp zwrotu (szczególnie dla spółek o niskiej kapitalizacji). Zyskowość strategii polegających na doborze do portfela spółek o niskiej kapitalizacji tłumaczono poprzez zwiększone ryzyko (dodatkowa premia za ryzyko), związane z faktem znacznie niższej płynności tych walorów, większej różnicy pomiędzy kwotowaniami kupna i sprzedaży, co w pośredni sposób wpływało także na wysokość kosztów transakcyjnych związanych z tymi akcjami.
- Na gruncie efektu niesynchronizacji transakcji tłumaczono również występowanie dwóch najkrótszych efektów sezonowych, kiedy to stopy zwrotu w poniedziałek (Lakonishok i Maberly, 1990), oraz w pierwszej godzinie handlu w poniedziałek (Harris, 1986) charakteryzowały się ujemną stopą zwrotu. Przyczynę upatrywano w napływie negatywnych informacji po zamknięciu sesji piątkowej przed rozpoczęciem poniedziałkowego otwarcia giełd.
- Zmienność ryzyka, reprezentowanego przez współczynnik beta z modelu CAPM w czasie
Występowanie ponadprzeciętnych stóp zwrotu ze strategii AT traktowane było jako anomalia jedynie wtedy, gdy związane było z jednoczesnym brakiem wzrostu ryzyka symbolizowanego przez zmienność osiąganych stóp zwrotu. Obecność tak rozumianej anomalii tłumaczona była również przez niedoskonałość składowych modeli tłumaczących powiązanie stóp zwrotu i zmieniającego się ryzyka, np. zmienność w czasie współczynnika beta z modelu CAPM lub brak dopasowania modeli ekonometrycznych, wyjaśniających zachowanie się stóp zwrotu.
- Brak efektywności rynku – wyjaśnienie odrzucone w większości przypadków!

Podsumowanie

Po uważnej analizie badań weryfikujących hipotezę efektywności rynku w jej trzech formach możemy wyróżnić cztery główne grupy, w których zawierają się najważniejsze anomalie rynku kapitałowego:

- efekty kalendarzowe, związane z możliwością osiągnięcia ponadprzeciętnej stopy zwrotu w danym okresie czasu,
- anomalie związane z występowaniem istotnych współczynników korelacji (pozytywnych i negatywnych) w różnych przedziałach czasowych (któtkim, średnim i długim okresie),
- efekty związane z podaniem do publicznej wiadomości istotnych informacji dotyczących spółek,
- anomalie związane ze wskaźnikami finansowymi spółek.

W trakcie badań przeprowadzonych w II poł. XX w. pojawiło się wiele anomalii pokazujących, że stopy zwrotu na rynkach kapitałowych nie mają rozkładu losowego, które zdają się przeczyć hipotezie efektywności rynku, jednak były one następnie wyjaśniane na wiele sposobów na gruncie obowiązującej teorii. Jak pokazały kolejne prace, niektóre z nich nie wytrzymały próby czasu i zanikały w długim okresie. Nie zmienia to jednak faktu, że te najlepiej udokumentowane anomalie świadczą niezaprzeczalnie o tym, że określony zbiór informacji nie jest uwzględniany w wycenie papierów wartościowych lub jest uwzględniany z dużym opóźnieniem, co jednocześnie prowadzi do możliwości osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu, bazując na powyższych informacjach.

Otwarte pozostaje pytanie o to, jak wykryte anomalie powinny następnie zostać odzwierciedlone w obowiązującej teorii zachowania się rynków kapitałowych. Warte uwagi staje się jednocześnie dążenie świata akademickiego do utrzymania w mocy założeń hipotezy efektywności, w przeciwieństwie do prób zdefiniowania nowego podejścia⁸, które mogłoby w przyszłości stać się „nową” teorią opisującą zachowanie się stóp zwrotu instrumentów finansowych.

Literatura

1. Abarbanell J., Bernard V., *Tests of Analysts' Overreaction/Underreaction to Earnings Information as an Explanation for Anomalous Stock Behavior*, „Journal of Finance” 1992, no. 47(3).
2. Ariel R.A., *A Monthly Effect in Stock Returns*, „Journal of Financial Economics” 1987, no. 18(1).
3. Bachelier L., *Theorie de la Speculation*, Gauthier-Villars, Paris, w: P. Cootner, *The Random Character of Stock Market Prices*, MIT Press, Cambridge, Mass. 1900.
4. Ball R., *Anomalies in Relationships Between Securities' Yields and Yield-Surrogates*, „Journal of Financial Economics” 1978, no. 6(2-3).
5. Basu S., *Investments Performance of Common Stock in Relation to Their Price-Earnings Ratio: A Test of the Efficient Market Hypothesis*, „Journal of Finance” 1977, no. 32.
6. Banz R., *The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks*, „Journal of Financial Economics” 1981, no. 9(1).
7. Brock W., Lakonishok J., LeBaron B., *Simple Technical Trading Rules and the Stochastic Properties of Stock Returns*, „Journal of Finance” 1992, no. 47(5).
8. Campbell J.Y., Shiller R.J., *Stock Prices, Earnings and Expected Dividends*, „Journal of Finance” 1988, no. 43.
9. Chan L.K.C., Jegadeesh N., Lakonishok J., *Momentum Strategies*, „Journal of Finance” 1996, no. 51.
10. Cornell B., Roll R., *Strategies for Pairwise Competitions in Market and Organizations*, „Bell Journal of Economics” 1981, no. 12(1).
11. Cowles A., *Can Stock Market Forecasters Forecast?*, „Econometrica” 1933, no. 1(3).
12. Czekaj J., Woś M., Żarnowski J., *Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce*, PWN, Warszawa 2001.
13. Fama E.F., French K., Jensen M., Roll R., *The Adjustment of Stock Prices to New Information*, „International Economic Review” 1969, no. 10(1).
14. Fama E.F., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, „The Journal of Finance” 1970, no. 25.

⁸ Obserwujemy znacznie mniej badań weryfikujących i rozwijających hipotezy rynku koherentnego i fraktalnego w przeciwieństwie do prac zajmujących się hipotezą efektywności rynku.

15. Fama E.F., French K.R., *Permanent and Temporary Components of Stock Prices*, „Journal of Political Economy” 1988, no. 96(2).
16. French K.R., *Stock Returns and Weekend Effect*, „Journal of Financial Economics” 1980, no. 8.
17. Friend I., Brown F., Herman E., Vickers D., *A Study of Mutual Funds*, US Government Printing Office, Washington DC 1962.
18. Harris L., *A Transaction Data Study of Weekly and Intradaily Patterns in Stock Returns*, „Journal of Financial Economics” 1986, no. 16.
19. Haugen R., Lakonishok J., *The Incredible January Effect*, Dow-Jones Irwin, Homewood 1988.
20. Ikenberry D., Rankine G., Stice E., *What do Stock Split Really Signal?*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1996, no. 31(3).
21. Jaffe J., *Special Information and Insider Trading*, „Journal of Business” 1974, no. 47.
22. Jajuga K., *Metody ekonometryczne i statystyczne w analizie rynku kapitałowego*, Wyd. AE, Wrocław 2000.
23. Jegadeesh N., *Evidence of Predictable Behavior of Security Returns*, „Journal of Finance” 1990, no. 45(3).
24. Jegadeesh N., Titman S., *Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency*, „The Journal of Finance” 1993, no. 48(1).
25. Jensen M., *Risk, the Pricing of Capital Asset, and the Evaluation of Investment Portfolios*, „Journal of Business” 1969, no. 42(2).
26. Keim D.B., *Size-Related Anomalies and Stock Return Seasonality: Further Empirical Evidence*, „Journal of Financial Economics” 1983, no. 12.
27. Kester G.W., *Market Timing with Small Versus Large-Firm Stocks: Potential Gains and Required Predictive Ability*, „Financial Analysts Journal” 1990, no. 46.
28. Kraus A., Stoll H., *Price Impacts of Block Trading on the NYSE*, „Journal of Finance” 1972, no. 27(3).
29. Lakonishok J., Smidt S., *Are Seasonal Anomalies Real?: A Ninety Year Perspective*, „Review of Financial Studies” 1988, no. 1.
30. Lakonishok J., Maberly E., *The Weekend Effect: Trading Patterns of Individual and Institutional Investors*, „Journal of Finance” 1990, no. 45(1).
31. Lakonishok J., Vermaelen T., *Anomalous Price Behavior Around Repurchase Tender Offers*, „Journal of Finance” 1990, no. 45(2).
32. Lehman B.N., *Fads Martingales and Market Efficiency*, „The Quarterly Journal of Economics” 1990, no. 105(1).
33. Lo A.W., MacKinlay A.C., *Stock Market Prices do not Follow Random Walks: Evidence from the Simple Specification Test*, „Review of Financial Studies” 1988, no. 1(1).
34. Loughran T., Ritter J., *The New Issue Puzzle*, „Journal of Finance” 1995, no. 50(1).
35. Malkiel B.G., *The Efficient Market Hypothesis and Its Critics*, CEPS Working Paper No. 91, Princeton University 2003.
36. Michaely R., Thaler R., Womack K., *Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift?*, „Journal of Finance” 1995, no. 50(2).
37. Mitchell M., Stafford E., *Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance*, Working Paper, CRSP, University of Chicago 1999.
38. Neely C.J., Weller P.A., *Intraday Technical Trading in the Foreign Exchange Market*, „Journal of International Money and Finance” 2003, no. 22.
39. Patell J., Wolfson M., *The Intraday Speed of Adjustment of Stock Prices to Earnings and Dividend Announcements*, „Journal of Financial Economics” 1984, no. 13(2).
40. Poterba J.M., Summers L.H., *Mean Reversion in Stock Prices: Evidences and Implications*, „Journal of Financial Economics” 1988, no. 22.
41. Ratner M., Leal R.P.C., *Tests of Technical Trading Strategies in the Emerging Markets of Latin America and Asia*, „Journal of Banking and Finance” 1999, no. 23.

42. Rendleman R., Jones C., Latane H., *Empirical Anomalies Based on Unexpected Earnings and the Importance of Risk Adjustments*, „Journal of Financial Economics” 1982, no. 10(3).
43. Rozeff M.S., W.R. Kinney, *Capital Market Seasonality: the Case of Stock Returns*, „Journal of Financial Economics” 1976, no. 3.
44. Rouwenhorst G., *International Momentum Strategies*, „Journal of Finance” 1988, no. 53(1).
45. Samuelson P., *Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly*, „Industrial Management Review” 1965, no. 6.
46. Sharpe W.F., *Investments*, Prentice Hall International, London 1995.
47. Smirlock M., Starks L., *Day-of-the-Week and Intraday Effects in Stock Returns*, „Journal of Financial Economics” 1986, no. 17.
48. Watts R., *Systematic ‘Abnormal’ Returns After Quarterly Earnings Announcements*, „Journal of Financial Economics” 1978, no. 6(2-3).
49. Szyszka A., *Efektywność giełdy papierów wartościowych w Warszawie na tle rynków dojrzałych*, Wyd. AE, Poznań 2003.
50. Ślepaczuk R., *Efektywność rynku instrumentów pochodnych notowanych na GPW w Warszawie*, „Ekonomia” 2004, nr 12.

dr Mieczysław Kowerski
Katedra Informatyki i Inżynierii Wiedzy
Wyższa Szkoła Zarządzania i Administracji
w Zamościu

Efekt wartości księgowej do rynkowej na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie

Wprowadzenie

Zgodnie z teorią efektywnego rynku kapitałowego ceny zawsze odzwierciedlają dostępne informacje, dlatego też inwestorzy nie mogą liczyć na dodatkowe korzyści finansowe, posiadając dane historyczne, dotyczące zmian cen akcji (hipoteza słaba), dane o sytuacji fundamentalnej spółek (hipoteza pól silna), a nawet informacje poufne (hipoteza silna)¹.

Ta jakże atrakcyjna teoria nowoczesnej nauki o finansach od wielu lat spotyka się z coraz większą krytyką. Coraz liczniejsze badania pokazują, że istnieją informacje (dane), które sprawiają, iż na giełdach można jednak uzyskiwać ponadprzeciętne dochody. Zwolennicy koncepcji efektywnego rynku kapitałowego takie sytuacje nazywają anomaliami, dając do zrozumienia, że są to tylko przypadkowe odchylenia od głównych założeń teorii². Przeciwnicy teorii utrzymują, że są to dowody jej nieprawdziwości³. Robert A. Haugen pisze: „Efektywność rynków jest skrajnym stanem w szeroki spektrum stanów możliwych”⁴.

Przeprowadzone na rozwiniętych rynkach kapitałowych badania wskazują m.in. na możliwość uzyskiwania ponadprzeciętnych stóp zwrotu na podstawie określonych charakterystyk fundamentalnych spółek, takich jak relacja bieżącej ceny do wypracowanych zysków, stopień zadłużenia firmy, wartość przepływów pieniężnych do wartości rynkowej, wielkość kapitalizacji czy w końcu relacja wartości księgowej do wartości rynkowej⁵. Wyniki tych badań mogą więc stanowić podstawę do podważenia prawdziwości hipotezy pól silnej teorii efektywnego rynku kapitałowego.

Szczególnie dużo uwagi poświęcono badaniu zależności pomiędzy relacją wartości księgowej do wartości rynkowej a stopą zwrotu. Badania rozwiniętych rynków kapitałowych pozwoliły stwierdzić, iż wyższe stopy zwrotu osiągają spółki, dla których relacja wartości księgowej do wartości rynkowej była wyższa. Zjawisko to nazwano efektem wartości księgowej do rynkowej (Book – to – Market Effect).

Celem prezentowanego artykułu jest próba sprawdzenia, czy efekt wartości księgowej do rynkowej występuje również na Giełdzie Papierów wartościowych w Warszawie.

Efekt wartości księgowej do rynkowej na rozwiniętych rynkach kapitałowych

Biorąc pod uwagę wielkość współczynnika wartości księgowej do wartości rynkowej, R.A. Haugen proponuje podział spółek na spółki o potencjale wartości, a więc te, których relacja wartości księgowej do rynkowej jest wysoka, oraz spółki o potencjale wzrostu, a więc te, których relacja wartości księgowej do rynkowej jest niska⁶. Taki podział wynika z przekonania, iż wartość księgowa, oparta

¹ *Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce. Z perspektywy dziesięcioleci*, red. J. Czekaj, PWN, Warszawa, s. 30-35.

² A. Szyszka dzieli anomalie na kalendarzowe, związane z nadreaktywnością i podreaktywnością rynku, a także anomalie związane z charakterystyką spółek. A. Szyszka, *Efektywność giełdy papierów wartościowych w Warszawie na tle rynków dojrzałych*, Wyd. AE, Poznań 2003, s. 61.

³ Przykładem może być praca: R.A. Haugen, *Nowa nauka o finansach. Przeciw efektywności rynku*, WIG Press, Warszawa 1999.

⁴ *Ibidem*, s. 1.

⁵ A. Szyszka, *op.cit.*, s. 60.

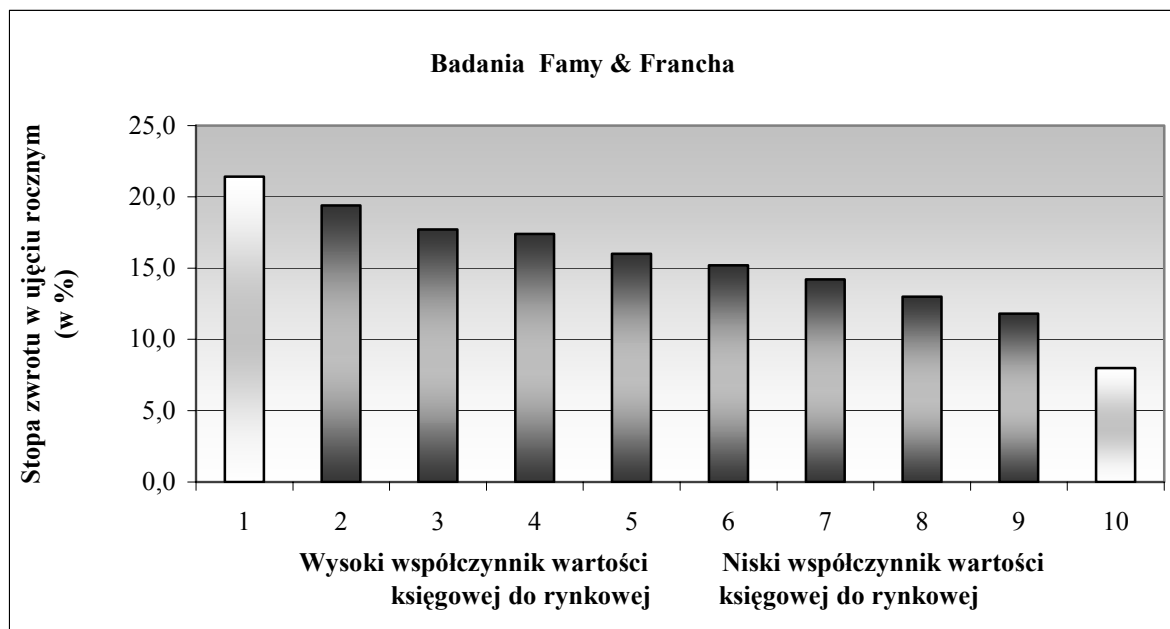
⁶ R.A. Haugen, *op.cit.*, s. 2.

w dużej mierze na danych historycznych, nie uwzględnia perspektyw firmy, natomiast wartość rynkowa takie perspektywy uwzględnia. Jeżeli perspektywy przyszłego wzrostu są większe niż w przypadku przeciętnej spółki (potencjał wzrostu), stosunek wartości księgowej do wartości rynkowej będzie relatywnie niewielki. Z odwrotną sytuacją mamy do czynienia w przypadku spółki o słabej kondycji finansowej, źle zarządzanej. Ogłaszane przez nią zyski były słabe i cena jej akcji spadła, ponieważ zakładano, że w firmie nadal będzie działało się źle (zła perspektywa). Wartość księgowa takiej spółki (historyczny koszt aktywów) jest stosunkowo duża w porównaniu z jej wartością rynkową.

Pewną ciekawostką może być tutaj fakt, iż najpełniejszego dowodu na istnienie dodatniej zależności pomiędzy współczynnikiem wartości księgowej do wartości rynkowej a stopą zwrotu dostarczył w napisanym wspólnie z K. Frenchem artykule sam twórca teorii efektywnego rynku kapitałowego – E. Fama⁷.

Badanie Famy i Frencha objęło okres od połowy roku 1963 do połowy 1990 r. i dotyczyło prawie wszystkich akcji notowanych na New York Stock Exchange (NYSE), American Stock Exchange (AMEX) oraz na rynku pozagiełdowym (NASDAQ). Fama i French postanowili zbadać wysokość przyszłych stóp zwrotu z akcji spółek, które dziś charakteryzują się różnymi wielkościami współczynnika wartości księgowej do wartości rynkowej⁸. W tym celu w połowie 1963 r. uporządkowali wszystkie spółki według relacji wartości księgowej do wartości rynkowej, układając spółki o potencjale wartości na górze, a o potencjale wzrostu – na dole⁹. Następnie uszeregowane spółki zostały podzielone na 10 grup – portfeli. Każdy z portfeli zawierał około 200 spółek. Portfele utrzymywane były przez rok – do połowy 1964 r., po czym obliczono roczne stopy zwrotu każdego z portfeli. W połowie roku 1964 procedura została powtórzona i utworzono nowe analogiczne portfele, i tak aż do połowy 1990 r. Na zakończenie obliczono przeciętne roczne stopy zwrotu dla każdego portfela. Przeciętna roczna stopa zwrotu dla spółek o potencjale wartości wyniosła 21,4%, a dla spółek o potencjale wzrostu – 8%, przy czym zaobserwowano regularny spadek stopy zwrotu wraz z przechodzeniem od portfeli o wyższych wielkościach współczynników wartości księgowej do rynkowej do portfeli o mniejszych wielkościach tych współczynników. Tak przeprowadzone badanie potwierdziło występowanie efektu wartości księgowej do rynkowej na giełdach nowojorskich.

Rys. 1. Rozkłady przeciętnych rocznych stóp zwrotu portfeli w zależności od relacji wartości księgowej do rynkowej.



Źródło: R.A. Haugen, *op.cit.*, s. 5.

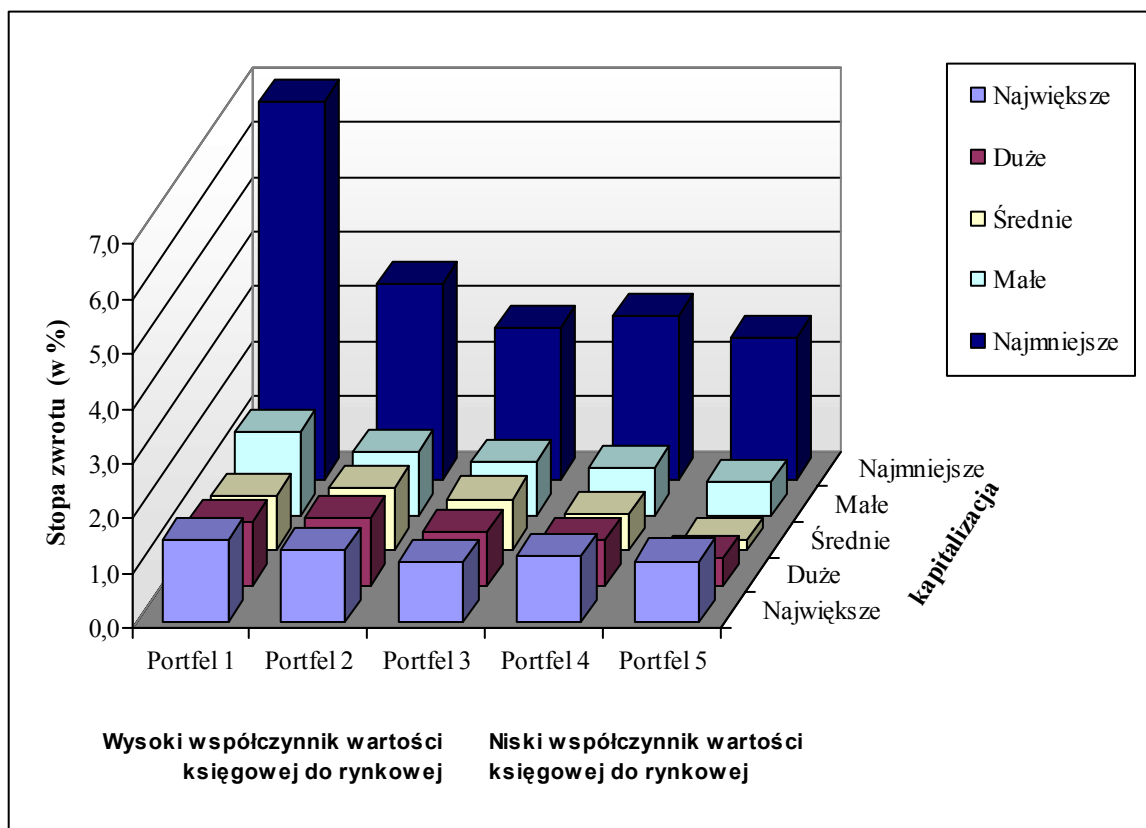
⁷ E. Fama, K. French, *The Cross-Section of Expected Stock Returns*, „Journal of Finance” 1992, vol. 47, issue 2, s. 427-465.

⁸ R.A. Haugen, *op.cit.*, s. 3.

⁹ Klasyfikację rozpoczęli od półrocza, ponieważ w tym okresie roku dostępne są już informacje o wartości księgowej spółki.

Stosując metodologię Famy i Frencha dla danych z lat 1982-1992, H. de Silva pokazał, że co prawda efekt wartości księgowej dotyczy spółek różnej wielkości, to najbardziej widoczny jest on dla spółek o najmniejszej kapitalizacji¹⁰.

Rys. 2. Rozkłady przeciętnych miesięcznych stóp zwrotu spółek giełd nowojorskich w latach 1982-1992 w zależności od relacji wartości księgowej do wartości rynkowej oraz wielkości spółki otrzymane przez H. de Silve.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych zamieszczonych w: R.A. Haugen, *op.cit.*, s. 4.

Występowanie efektu wartości księgowej do rynkowej zostało również udokumentowane poza Stanami Zjednoczonymi. Capaul, Rowley i Sharpe¹¹ potwierdzili jego występowanie w odniesieniu do międzynarodowego portfela, złożonego z akcji spółek pochodzących z sześciu krajów: USA, Japonii, Wielkiej Brytanii, Niemiec, Szwajcarii oraz Francji. Tse i Rijken¹² analizowali z kolei rynek holenderski, gdzie przewaga firm o wysokim współczynniku wartości księgowej do rynkowej była szczególnie widoczna podczas okresów hossy. Najszersze badania o charakterze międzynarodowym przeprowadzili Chan, Hamao i Lakonishok¹³ oraz ponownie Fama i French¹⁴. Udokumentowali oni wyższe stopy zwrotu dla spółek o potencjale wartości na 12 rynkach światowych. W Japonii, Australii i Singapurze zjawisko to było bardziej wyraźne niż w Stanach Zjednoczonych, natomiast w krajach europejskich –nieznacznie słabsze.

¹⁰H. de Silva, *What Underlies the Book-to-Market Effect*, Graduate School of Management, University of California, Irvine – materiał niepublikowany, za: R.A. Haugen, *op.cit.*, s. 4.

¹¹C. Capaul, I. Rowley, W. Sharpe, *International Value and Growth Stock Returns*, „Financial Analysts Journal” 1993, January/February, s. 27-36, za: A. Szyszka, *op.cit.*, s. 92.

¹²K.L. Tse, H. Rijken, *Does the Book-to-Market Equity Ratio Measure Risk? Some Evidence from the Dutch Stock Market*, Working Paper, Nijenrode University 1995, za: A. Szyszka, *op.cit.*, s. 92.

¹³L. Chan, Y. Hamao, J. Lakonishok, *Fundamentals and Stock Returns in Japan*, „Journal of Finance” 1991, vol. 46, issue 5, s. 1739-1764, za: A. Szyszka, *op.cit.*, s. 92.

¹⁴E. Fama, K. French, *Value Versus Growth: The International Evidence*, „Journal of Finance” 1998, vol. 53, issue 6.

Krytycy efektu wartości księgowej do rynkowej uważają, iż przyczyną wyższych stóp zwrotu spółek o potencjale wartości może być nieuwzględnianie w analizie tych spółek, które w badanym okresie zaprzestały działalności. Jednak szereg badań wykazał, że ta nieścisłość metodologiczna ma niewielkie znaczenie¹⁵.

Fama i French twierdzą, że zaobserwowane zjawisko wcale nie jest przejawem nieefektywności rynku. Ich zdaniem, wyższe stopy zwrotu ze spółek o wysokich współczynnikach wartości księgowej do rynkowej stanowią racjonalną premię za dodatkowe ryzyko, na jakie narażeni są inwestorzy takich firm. Spółki o wysokiej relacji wartości księgowej do rynkowej to na ogół przedsiębiorstwa o nienajlepszej kondycji, dlatego też można przypuszczać, że tej grupie walorów towarzyszyć będą wspólne elementy dodatkowego ryzyka, które nie są ujęte w premii rynkowej. Fama i French twierdzą, że owe dodatkowe ryzyka związane są z cyklami gospodarczymi, ale nie są w stanie precyzyjnie zidentyfikować tych czynników¹⁶.

Zdaniem Haugena, spółki o potencjale wartości przeprowadzają na ogół reorganizację lub zostają przejęte bądź są zmuszane do innowacji, co powoduje, iż ich kondycja finansowa ulega poprawie, a co się z tym wiąże – po pewnym czasie rośnie stopa zwrotu. Z kolei spółki wzrostowe mają do czynienia z rosnącą konkurencją innych firm, które wprowadzają na rynek podobne produkty i usługi, co po pewnym czasie ogranicza możliwości rozwojowe i zyski spółek wzrostowych, a co za tym idzie – z czasem stopy zwrotu tych spółek maleją lub rosną wolniej niż innych. Haugen podsumowuje powyższe wywody sobie właściwym, filozoficznym spostrzeżeniem: „W rezultacie to, co dobre, i to, co złe, staje się średnie szybciej, niż rynek jest w stanie to sobie uświadomić”¹⁷.

Z takim wytłumaczeniem nie zgadzają się coraz liczniejsi zwolennicy teorii finansów behawioralnych¹⁸, którzy uważają, że wyższe stopy zwrotu z akcji spółek o potencjale wartości w porównaniu do akcji firm o potencjale wzrostu są nieracjonalne i wynikają z tego, że inwestorzy przesadnie reagują na informacje o sytuacji fundamentalnej spółek. Ich zdaniem, rynek przypisuje słabym firmom nieracjonalnie niskie wartości, a firmy o dobrych fundamentach wycenia zbyt optymistycznie¹⁹. W przypadku spółek wzrostowych kolejne informacje o ponadprzeciętnych wynikach będą zgodne z oczekiwaniami i dlatego nie dochodzi do znaczącej, pozytywnej reakcji cenowej. Gdy jednak pojawią się informacje o gorszych wynikach, będzie to coś nieoczekiwanego, dlatego też rynek zareaguje korektą cen w dół. Odwrotnie dzieje się w przypadku akcji o potencjale wartości: gdy wyniki złych firm powracają do średniej, bo przeprowadziły skuteczną reorganizację lub wprowadziły innowacje produktowe, rynek jest przyjemnie zaskakiwany, dzięki czemu inwestorzy uzyskują wysokie stopy zwrotu²⁰.

Metodologia badania efektu wartości księgowej do rynkowej na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie

Badania zmian stóp zwrotu w zależności od relacji wartości księgowej do wartości rynkowej na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie przeprowadzone zostały w okresie od 30 czerwca 1995 r. do 30 czerwca 2005 r. zgodnie z metodologią zaproponowaną przez Famę i Frencha. Rozpoczęcie badań w połowie roku miało na celu zapewnienie inwestorowi, który chciałby przeprowadzać tę procedurę danych dla obu wartości (księgowej i rynkowej) potrzebnych do obliczenia współczynników. Dzisiejsza wartość rynkowa spółki jest dostępna już dziś, ale informacje o wartości księgowej są publikowane po kilku miesiącach od zakończenia roku. Na pewno będą już w końcu drugiego kwartału²¹. Z kolei objęcie badaniem lat 1995 – 2005 wynikało z dostępności odpowiednich informacji. To dopiero w 1995 roku liczba spółek na giełdzie w Warszawie była na tyle duża aby, zdaniem autora, można było dokonywać ich podziału na portfele. Dane zaczerpnięto z baz Ceduły giełdowej²².

¹⁵ A. Szyszka, *op.cit.*, s. 93.

¹⁶ *Ibidem*, s. 93.

¹⁷ R.A. Haugen, *op.cit.*, s. 95.

¹⁸ Np. N. Barberis, A. Shleifer, R. Vishny, *A Model of Investor Sentiment*, „Journal of Financial Economics” 1998, vol. 49, s. 307-343; K. Daniel, D. Hirshleifer, A. Subrahmanyam, *Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions*, „Journal of Finance” 1998, vol. 53, issue 6, s. 1839-1885, za: A. Szyszka, *op.cit.*, s. 93-94.

¹⁹ A. Szyszka, *op.cit.*, s. 93.

²⁰ R.A. Haugen, *op.cit.*, s. 96.

²¹ R.A. Haugen, *op.cit.*, s. 3.

²² www.gpw.com.pl.

Badaniem obejmowano tylko spółki, które w momencie przydzielania do portfela (klasyfikacji) posiadały dodatnią wartość księgową i były notowane na giełdzie przez najbliższy rok. Obliczenia rozpoczęto 30 czerwca 1995 r., szeregując spółki według malejącej wielkości współczynnika wartości księgowej do wartości rynkowej. Uszeregowane spółki przydzielano do pięciu równolicznych portfeli, przy czym portfel pierwszego zawierał spółki o największych wartościach współczynnika (spółki o potencjale wartości), natomiast spółki o najniższej wartości współczynnika przydzielano do portfela piątego (spółki o potencjale wzrostu)²³. Dla każdego portfela policzono kapitalizacje w końcu czerwca 1995 r. oraz podczas ostatniego notowania czerwcowego 1996 r. (28 czerwca), co umożliwiło policzenie procentowych stóp zwrotu postaci²⁴:

$$R_{it} = \frac{K_{it} - K_{it-1}}{K_{it-1}} * 100 \quad (1)$$

gdzie:

R_{it} – stopa zwrotu i -tego portfela w okresie t

K_{it} – kapitalizacja i -tego portfela w okresie t

Podobne postępowanie stosowano dla kolejnych lat aż do 30 czerwca 2004 r. Pozwoliło to dokonać 10 klasyfikacji i policzyć 10 rocznych stóp zwrotu każdego z 5 portfeli. Policzono również stopy zwrotu wszystkich podlegających badaniu spółek.

Dla każdego portfela, a także dla ogółu spółek, policzono również przeciętne roczne stopy zwrotu:

$$\bar{R}_i = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n R_{it} \quad (2)$$

oraz odchylenia standardowe stóp zwrotu:

$$s_i = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{t=1}^n (R_{it} - \bar{R}_i)^2} \quad (3)$$

Tab. 1. Charakterystyka spółek poddawanych klasyfikacji w latach 1995-2004.

Moment klasyfikacji	Liczba spółek poddanych klasyfikacji	Wartość księgową do wartości rynkowej					
		Portfel 1	Portfel 2	Portfel 3	Portfel 4	Portfel 5	Ogółem
30.IX.1995	52	0,9952	0,7265	0,5965	0,5217	0,3489	0,5535
28.VI.1996	75	1,3385	0,7609	0,5002	0,4298	0,2566	0,4521
30.VI.1997	118	1,3896	0,8983	0,5579	0,4584	0,2260	0,6326
30.VI.1998	178	2,1878	1,4115	0,9264	0,7912	0,3208	0,6627
30.VI.1999	203	2,7415	1,6365	1,1367	0,9496	0,3089	0,5364
30.VI.2000	213	2,3673	1,4522	0,9758	0,8153	0,2824	0,4895
29.VI.2001	217	3,0965	1,7921	1,2516	1,0701	0,4846	0,7835
28.VI.2002	196	7,3322	2,0418	1,4393	1,1572	0,4351	0,7699
30.VI.2003	186	6,6023	1,7756	1,2532	0,9650	0,4049	0,7363
30.VI.2004	182	2,1091	0,9299	0,6733	0,4811	0,2111	0,5419

Źródło: Obliczenia własne.

Przeprowadzono również analizę istotności różnic stóp zwrotu, dokonano oceny zróżnicowania stóp zwrotu portfeli w okresie bessy i hossy. Przeanalizowano także rozkłady średnich kapitalizacji zbudowanych portfeli.

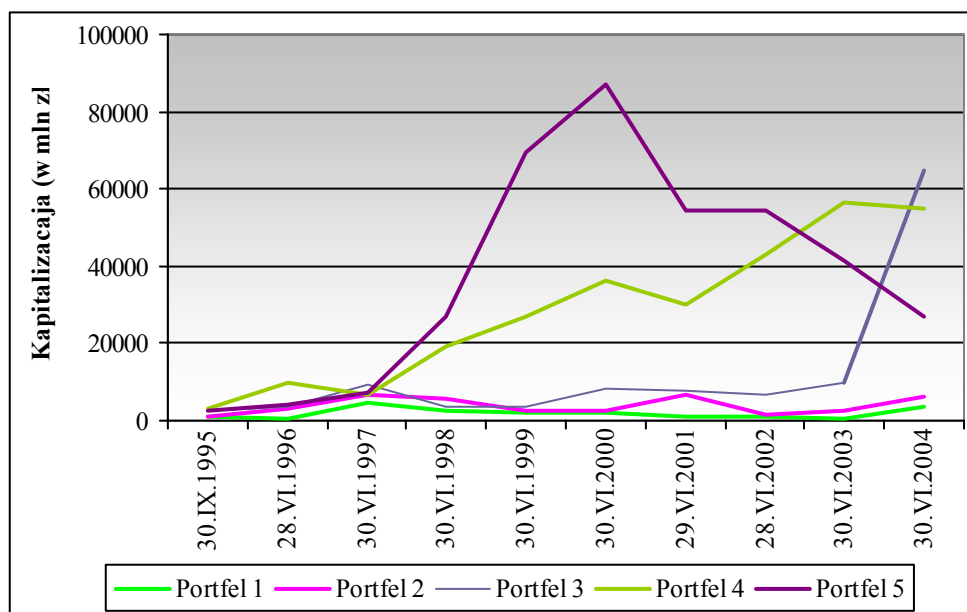
²³ Utworzenie pięciu, a nie dziesięciu, jak w przypadku badania Famy – Frencha, portfeli wynikało z wielokrotnie mniejszej liczby spółek notowanych na giełdzie warszawskiej w porównaniu z giełdami nowojorskimi.

²⁴ K. Jajuga, *Badanie rozkładów stóp zwrotu i cen akcji*, [w:] *Metody ekonometryczne i statystyczne w analizie rynku kapitałowego*, red. K. Jajuga, Wyd. AE, Wrocław 2000, s. 70.

Wyniki badania

Tworzone podczas kolejnych klasyfikacji portfele charakteryzowały się bardzo zróżnicowaną i zmieniającą się w czasie kapitalizacją. W całym analizowanym okresie zdecydowanie najmniejszą kapitalizacją charakteryzował się portfel pierwszy – spółek o potencjale wartości. Tylko nieznacznie większą kapitalizacją charakteryzował się portfel drugi. Portfel trzeci w ostatnim roku analizy posiadał najwyższą kapitalizację. Najczęściej jednak największą kapitalizacją charakteryzował się portfel piąty – spółek o potencjale wzrostu.

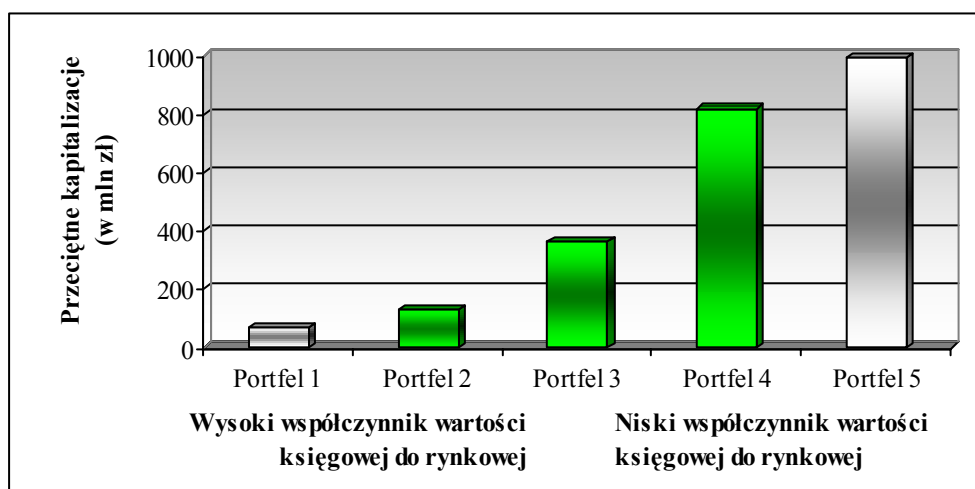
Rys. 3. Zmiany kapitalizacji tworzonych w latach 1995-2004 portfeli.



Źródło: Opracowanie własne.

Przeciętna kapitalizacja spółki wchodzącej w skład portfela pierwszego – spółek o potencjale wartości w okresie od 30 czerwca 1995 r. do 30 czerwca 2004 r. – wyniosła 68,9 mln, podczas gdy przeciętna kapitalizacja spółki wchodzącej w skład portfela piątego – spółek o potencjale wzrostu – wyniosła aż 994,9 mln zł. W tym czasie przeciętna kapitalizacja spółki na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych wyniosła 473,5 mln zł.

Rys. 4. Przeciętne kapitalizacje portfeli w latach 1995-2004 w mln zł.



Źródło: Opracowanie własne.

Zaobserwowane różnice w kapitalizacjach są na ogół istotne statystycznie, co potwierdzają wyniki testu t – Studenta różnic średnich dla prób zależnych. Na pozór zaskakujący wynik testu, wskazujący na nieistotność większej różnicy pomiędzy portfelem pierwszym oraz trzecim, i istotność mniejszej różnicy pomiędzy portfelem pierwszym i drugim, wynika z relatywnie wysokiej wariancji średnich kapitalizacji portfela trzeciego.

Tab. 2. Wyniki testu istotności różnic średnich kapitalizacji portfeli.

Wyszczególnienie		Różnice średnich				
		Portfel 1	Portfel 2	Portfel 3	Portfel 4	Portfel 5
Poziom istotności	Portfel 1	x	-60,4	-296,3	-749,2	-926,0
	Portfel 2	0,0058	x	-235,9	-688,7	-865,5
	Portfel 3	0,0809	0,1519	x	-452,8	-629,6
	Portfel 4	0,0007	0,0013	0,0115	x	-176,8
	Portfel 5	0,0018	0,0033	0,0520	0,4017	x

Uwaga: Kolorem czerwonym zaznaczono różnice istotne statystycznie na poziomie 0,05

Źródło: Opracowanie własne.

Biorąc pod uwagę cały dziesięcioletni okres badania, najwyższą stopą zwrotu charakteryzował się portfel drugi (33,96%), a nie portfel pierwszy, jak to wynika z hipotezy efektu wartości księgowej do rynkowej. Natomiast już zgodnie z hipotezą zachowuje się portfel piąty – spółek o potencjale wzrostu. Jego przeciętna roczna stopa zwrotu w analizowanym okresie jest najniższa (7,02%). Różnica pomiędzy przeciętnymi rocznymi stopami zwrotu portfeli drugiego i piątego w okresie od 30 czerwca 1999 r. do 30 czerwca 2005 r. wyniosła 26,94%. Różnica przeciętnych rocznych stóp zwrotu pomiędzy portfelem pierwszym – spółek o potencjale wartości, a portfelem piątym – spółek o potencjale wzrostu, była także duża i wyniosła 15,62%.

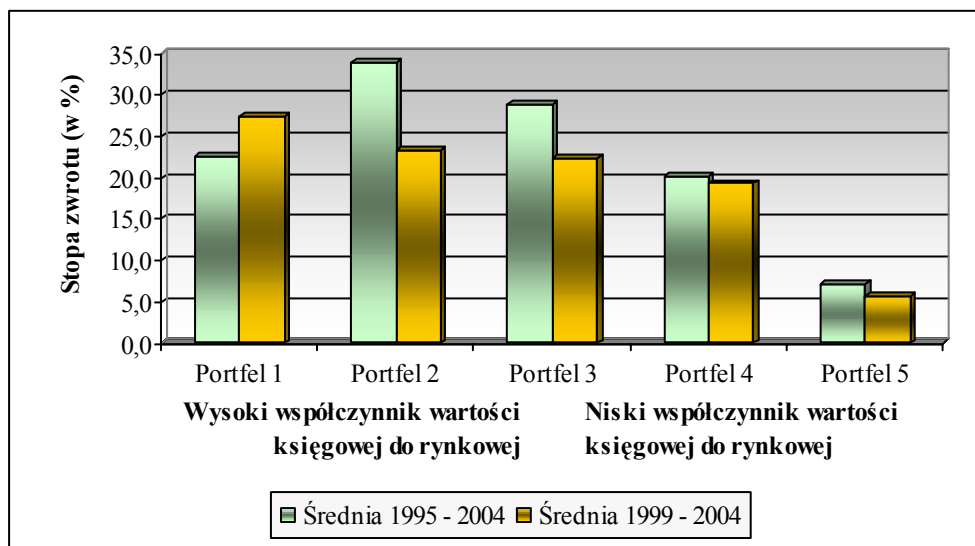
Tab. 3. Przeciętne roczne stopy zwrotu portfeli według wielkości współczynnika wartości księgowej do wartości rynkowej (w %).

Okres	Portfel 1	Portfel 2	Portfel 3	Portfel 4	Portfel 5	Ogółem	WIG	
30.VI.1995 – 28.VI.1996	67,50	117,05	76,67	78,47	23,09	67,24	57,55	
28.VI.1996 – 30.VI.1997	33,71	23,46	28,56	10,80	13,96	16,93	10,61	
30.VI.1997 – 30.VI.1998	-15,81	33,09	19,14	-1,34	-8,91	7,29	3,72	
30.VI.1998 – 30.VI.1999	-23,79	25,91	30,59	-2,02	8,59	6,78	6,97	
30.VI.1999 – 30.VI.2000	0,30	52,65	17,49	19,30	21,06	20,79	16,75	
30.VI.2000 – 29.VI.2001	-22,66	-7,23	-15,63	-3,27	-36,66	-25,67	-29,00	
29.VI.2001 – 28.VI.2002	1,57	12,69	1,61	38,84	-7,27	8,68	1,77	
28.VI.2002 – 30.VI.2003	-3,40	-5,72	9,63	10,68	-1,09	4,25	12,64	
30.VI.2003 – 30.VI.2004	177,08	87,78	86,18	34,10	60,90	50,92	49,80	
30.VI.2004 – 30.VI.2005	11,94	-0,05	34,37	16,14	-3,42	19,52	18,30	
30.VI.1995 – 30.VI.2004	Średnia	22,64	33,96	28,86	20,17	7,02	17,67	14,91
	Odchylenie	60,93	41,10	31,48	25,04	25,71	25,70	24,41
30.VI.1999 – 30.VI.2004	Średnia	27,47	23,35	22,28	19,30	5,59	13,08	11,71
	Odchylenie	60,93	41,10	31,48	25,04	25,71	25,70	24,41
Bessa	Średnia	-12,82	11,75	9,07	8,58	-9,07	0,27	-0,78
	Odchylenie	11,42	18,18	17,54	17,83	16,89	14,59	16,31
Hossa	Średnia	58,11	56,18	48,65	31,76	23,12	35,08	30,60
	Odchylenie	71,26	47,30	30,71	27,51	23,56	22,70	21,43

Źródło: Opracowanie własne.

Jednocześnie zwraca uwagę dużą zmienność w czasie stóp zwrotu budowanych portfeli. Szczególnie dużą zmiennością charakteryzuje się właśnie portfel pierwszy, co może być potwierdzeniem tezy Famy i Frencha, iż wyższa stopa zwrotu dla spółek o potencjale wartości jest premią za większe ryzyko, jakie ponoszą inwestujący w te spółki.

Rys. 5. Przeciętne stopy zwrotu portfeli w latach tworzonych w okresie 30 czerwca 1995 r. – 30 czerwca 2005 r. oraz 30 czerwca 1999 r. – 30 czerwca 2005 r.



Źródło: Opracowanie własne.

Dokładniejsza obserwacja obliczonych rocznych stóp zwrotu skłania do skrócenia badanego okresu do lat 1999-2005. W tym okresie efekt wartości księgowej do rynkowej na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych jest bardziej widoczny. Podobnie, jak w badaniu Famy i Frencha, widać wyraźnie, że wraz ze wzrostem numeru portfela spada jego przeciętna roczna stopa zwrotu. W okresie od 30 czerwca 1999 r. do 30 czerwca 2005 r. różnica pomiędzy przeciętną roczną stopą zwrotu portfela pierwszego (27,47%) a portfela piątego (5,59%) wyniosła 22,18%.

Tab. 4. Wyniki testu istotności różnic przeciętnych stóp zwrotu w okresie 30 czerwca 1995 r. – 30 czerwca 2005 r.

Wyszczególnienie		Różnice średnich				
		Portfel 1	Portfel 2	Portfel 3	Portfel 4	Portfel 5
Poziomy istotności	Portfel 1	x	-11,3	-6,2	2,5	15,6
	Portfel 2	0,4362	x	5,1	13,8	26,9
	Portfel 3	0,6198	0,4874	x	8,7	21,8
	Portfel 4	0,8831	0,1506	0,3005	x	13,1
	Portfel 5	0,2639	0,0125	0,0019	0,1420	x

Uwaga: Kolorem czerwonym zaznaczono różnice istotne statystycznie na poziomie 0,05

Źródło: Opracowanie własne.

W okresie od 30 czerwca 1995 r. do 30 czerwca 2005 r. istotne statystycznie na poziomie istotności 0,05 okazały się tylko różnice przeciętnych stóp zwrotu portfeli drugiego i piątego oraz trzeciego i piątego.

Tab. 5. Wyniki testu istotności różnic przeciętnych stóp zwrotu w okresie 30 czerwca 1999 r. – 30 czerwca 2005 r.

Wyszczególnienie		Różnice średnich				
		Portfel 1	Portfel 2	Portfel 3	Portfel 4	Portfel 5
Poziomy istotności	Portfel 1	x	4,1	5,2	8,2	21,9
	Portfel 2	0,8391	x	1,1	4,1	17,8
	Portfel 3	0,7778	0,9163	x	3,0	16,7
	Portfel 4	0,7768	0,7689	0,8182	x	13,7
	Portfel 5	0,3158	0,0337	0,0368	0,2514	x

Uwaga: Kolorem czerwonym zaznaczono różnice istotne statystycznie na poziomie 0,05

Źródło: Opracowanie własne.

Pewnym zaskoczeniem mogą być natomiast wyniki testu t – Studenta różnic przeciętnych stóp zwrotu portfeli w okresie od 30 czerwca 1999 r. do 30 czerwca 2005 r. Otóż nieistotna statystycznie na poziomie istotności 0,05 okazała się większa różnica stóp zwrotu portfeli pierwszego i piątego, natomiast istotne statystycznie okazały się mniejsze różnice stóp zwrotu portfeli drugiego i trzeciego z portfelem piątym. Jest to rezultat szczególnie dużej wariancji stóp zwrotu portfela pierwszego w badanym okresie.

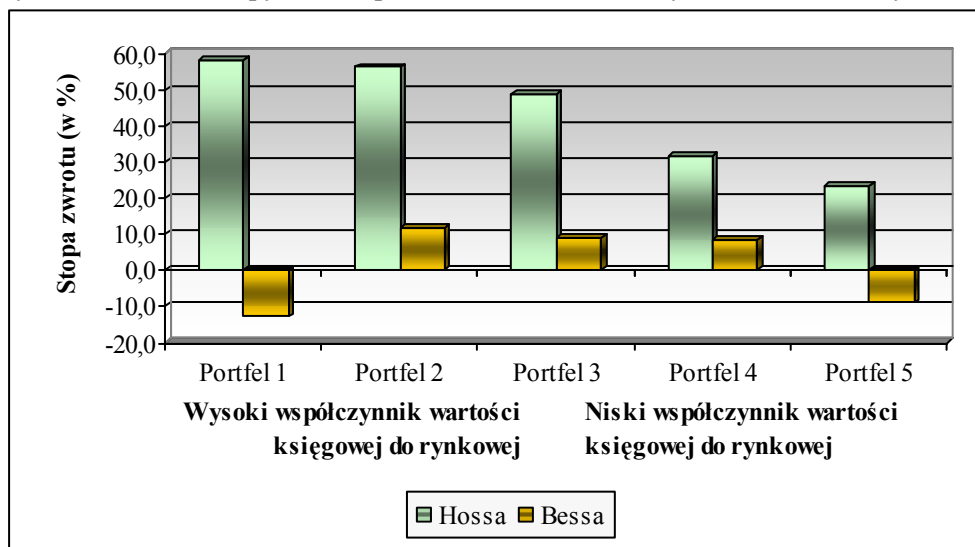
Tab. 6. Fazy rozwoju WGPW w okresie badania.

Okres	Faza rozwoju giełdy
30.VI.1995 – 28.VI.1996	hossa
28.VI.1996 – 30.VI.1997	hossa
30.VI.1997 – 30.VI.1998	bessa
30.VI.1998 – 30.VI.1999	bessa
30.VI.1999 – 30.VI.2000	hossa
30.VI.2000 – 29.VI.2001	bessa
29.VI.2001 – 28.VI.2002	bessa
28.VI.2002 – 30.VI.2003	bessa
30.VI.2003 – 30.VI.2004	hossa
30.VI.2004 – 30.VI.2005	hossa

Źródło: Opracowanie własne.

Idąc śladami badania Tse i Rijkena, poszczególnym rocznym okresom badawczym przyporządkowano fazy rozwoju Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych, a następnie obliczono przeciętne roczne stopy zwrotu w okresach bessy i hossy.

Rys. 6. Przeciętne stopy zwrotu portfeli w latach tworzonych w okresie hossy i bessy.



Źródło: Opracowanie własne.

Otrzymane wyniki zdają się potwierdzać wnioski otrzymane przez Tse i Rijkena dla giełdy holenderskiej. Otóż efekt wartości księgowej na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych widoczny jest tylko w fazie hossy, kiedy to najwyższą przeciętną roczną stopę zwrotu notował portfel pierwszy (58,11%), a stopy zwrotu kolejnych portfeli systematycznie spadały i najniższą stopę zanotował portfel piąty (23,12%). Różnica przeciętnych rocznych stóp zwrotu w okresie hossy pomiędzy portfelem spółek o potencjale wartości a portfelem o potencjale wzrostu wyniosła aż 34,99% na korzyść wartości. Warto również zwrócić uwagę na to, że w okresach bessy przeciętne roczne stopy zwrotu skrajnych portfeli są mniejsze niż pozostałych portfeli.

Zakończenie

Otrzymane wyniki wskazują na możliwość występowania efektu wartości księgowej do rynkowej na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych w okresach hossy. Jednak do zaprezentowanych obliczeń należy podejść z pewną ostrożnością ze względu na krótki okres, który objęto badaniami²⁵, jak również małą liczbę spółek notowanych na giełdzie warszawskiej²⁶. Ma to szczególnie wpływ na stabilność otrzymanych wyników, a co się z tym wiąże – i prawidłowość wniosków. Należy również zwrócić uwagę na bardzo dużą zmienność rocznych stóp zwrotu portfela spółek o potencjale wartości, co może potwierdzać tezę Famy i Frencha o tym, iż wyższa stopa zwrotu osiągnięta z takiego portfela jest premią za wyższe ryzyko inwestowania w ten portfel. Biorąc również pod uwagę duże zróżnicowanie zbudowanych portfeli pod względem kapitalizacji, można przypuszczać, że dobrym narzędziem analizy zmian stóp zwrotu na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych może być pozytywnie zweryfikowany na rozwiniętych rynkach kapitałowych, trójczynnikiowy model Famy – Frencha²⁷.

Przy okazji tego typu badań zazwyczaj pojawia się pytanie o praktyczne ich znaczenie dla inwestorów. Otrzymane wyniki skłaniają do następujących sugestii:

1. Jednym z kryteriów podejmowania decyzji na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych winien być współczynnik wartości księgowej do wartości rynkowej.
2. Z dużą ostrożnością należy inwestować w spółki o potencjale wzrostu, gdyż mogą one nie dać zadowalającej stopy zwrotu.
3. Należy natomiast poszukiwać spółek niedowartościowanych, a więc o wysokiej wielkości współczynnika wartości księgowej do wartości rynkowej. Jednak decydując się na inwestowanie w spółki o potencjale wartości (20% wszystkich spółek posiadających najwyższe wielkości współczynnika wartości księgowej do wartości rynkowej) warto dokładniej zapoznać się z ich sytuacją i perspektywami poprawy kondycji finansowej.
4. W przypadku Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie najrozsądniejsze wydaje się inwestowanie w spółki drugiego portfela – zazwyczaj też niedowartościowane, ale charakteryzujące się znacznie mniejszą zmiennością stóp zwrotu niż spółki pierwszego portfela a więc mniejszym ryzykiem. W okresie hossy portfel drugi da nieznacznie mniejszą niż portfel pierwszy przeciętną stopę zwrotu, ale w przypadku bessy przeciętna stopa zwrotu tego portfela powinna być wyższa niż średnia stopa zwrotu rynku.

Literatura

- Barberis N., Shleifer A., Vishny R., *A Model of Investor Sentiment*, „Journal of Financial Economics” 1998, vol. 49.
- Capaul C., Rowley I., Sharpe W., *International Value and Growth Stock Returns*, „Financial Analysts Journal” 1993, January/February.
- Chan L., Hamao Y., Lakonishok J., *Fundamentals and Stock Returns in Japan*, „Journal of Finance” 1991, vol. 46, issue 5.
- Daniel K., Hirshleifer D., Subrahmanyam A., *Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions*, „Journal of Finance” 1998, vol. 53, issue 6.

²⁵ Fama i French przeprowadzili swoje badania dla 27 lat.

²⁶ W badaniach Famy i Frencha jeden portfel liczył średnio około 200 spółek, a więc tyle, ile „w najlepszych latach” wynosiła łączna liczba badanych spółek na giełdzie w Warszawie.

²⁷ E. Fama, K. French, *Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns*, „Journal of Finance” 1995, vol. 50, issue 1, s. 131-155.

de Silva H., *What Underlies the Book-to-Market Effect*, Graduate School of Management, University of California, Irvine.

Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce. Z perspektywy dziesięcioleci, red. J. Czekaj, PWN, Warszawa.

Fama E., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, „Journal of Finance” 1970, vol. 25, issue 2, s. 383-417.

Fama E., French K., *Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns*, „Journal of Finance” 1995, vol. 50, issue 1.

Fama E., French K., *The Cross-Section of Expected Stock Returns*, „Journal of Finance” 1992, vol. 47, issue 2.

Fama E., French K., *Value Versus Growth: The International Evidence*, „Journal of Finance” 1998, vol. 53, issue 6.

Fama E., *The Behavior of Stock Market Prices*, „Journal of Business” 1965, vol. 38, issue 1.

Haugen R.A., *Nowa nauka o finansach. Przeciw efektywności rynku*, WIG Press, Warszawa 1999.

Jajuga K., *Badanie rozkładów stóp zwrotu i cen akcji*, [w:] *Metody ekonometryczne i statystyczne w analizie rynku kapitałowego*, red. K. Jajuga, Wyd. AE, Wrocław 2000.

Szyszka A., *Efektywność giełdy papierów wartościowych w Warszawie na tle rynków dojrzałych*, Wyd. AE, Poznań 2003.

Tse K.L., Rijken H., *Does the Book-to-Market Equity Ratio Measure Risk? Some Evidence from the Dutch Stock Market*, Working Paper, Nijenrode University 1995.

Lukasz Uruski
Wydział Ekonomiczny, Gospodarka Europejska
Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania w Rzeszowie

Small and Medium Enterprises – selected issues

Introduction

Small and medium enterprises are by many national governments and experts of economics called the most important elements of an economy. Big enterprises are in many countries very similar: they function on the global market, with global partners and in global realities. Small and medium enterprises, which are specific in every country, are more interesting. They function in different realities, struggle with other market opportunities and have to do everything unaided although they must suffer alone for any and all their mistakes. They are the most innovative part of an economy, the most flexible and subject to the biggest risk; at the same time, they accept a bigger risk than large companies. One of the most interesting issues is the diversity of small and medium companies in different countries, the ways of adapting to the market and their function in this market. Polish small companies started a “new” history and development 15 years ago after the political transformation. The change in politics made it possible to develop and found this sector of the economy. First of all, I would like to present Polish small and medium enterprises and their ways of developing and functioning on the market in Poland and elsewhere.

Small companies sector – in theory

What is it exactly?

Each country has its own definition and structure of the Small and Medium Enterprises sector, which depends on the institutional and historical context. They use many criteria, e.g.: legal status (France), ownership status (Hungary), the distinction between "industrial" and "craft" firms (Germany), independent or subordinate firms (Japan), and many others. In the EU recommendation a small enterprise is described as an independent economic entity, employing less than 50 employees. Aside from small enterprises, there also exist smaller entities, so-called ‘micro enterprise’ employing less than 10 employees.

The criterion to rate among companies of the SME sector in Poland is annual average employment in the enterprise. The number of employees in a small enterprise is less than 50, and in a medium-size it ranges from 50 to 249 employees. ‘Micro enterprises’ until 1999 were defined as entities which employ 5 or fewer employees, and at present are defined employing 10 or fewer workers.¹

Role in economy and some details

Currently, no less than 20 million small enterprises exist in the EU, which employ about 65 million people. They make up 99% of all enterprises and provide 60% of the jobs.

We should notice that the share of small and medium enterprises in the EU as early as the 1990s has remained on this same level: 99.8% for EU (as a whole) and 99.4 to 99.9 (for membership countries separately).

From research done in Western Europe and other mature economies, it is known that micro and small enterprises are making a very big contribution to the creation of new jobs and their abilities to generate jobs are almost constant.

Small and medium enterprises (SMEs) are the most numerous, the most frequently founded and a very specific group among all companies in Poland. On the basis of the European Poll of Small and Medium Enterprises it follows that:

¹ full criteria: <http://europa.eu.int/scadplus/leg/en/lvb/n26026.htm>

- most SMEs are run by owners
- most SMEs are one-man enterprises
- most of them are private companies
- many people have to work but cannot find a job so they try to found their own business
- most of them have only one location
- most of them do not have departments
- many of them use “mobile solutions” - although they do not have departments or many locations, they have employee representatives who work in the field and give information to the central location of the company
- most of them think that the common market makes running a company considerably easier (especially for export and import)
- most of them think that competition increases considerably
- most of them prefer to produce more but do not spend money on marketing campaigns or research. It follows that SMEs do not have much money to spend on these things.
- many of them have ambitious short-term plans
- most of them do not think about issuing stock
- most of them cooperate with other small companies, which often work in the same sector, have the same profile (the best partners)
- during the last decade, a lack of skilled employees was a really big problem, but other problems are caused by not having enough money to employ the right kind of workers; therefore, many young people work for a lower salary when they finish their studies .

Small and medium enterprises had and still make a large contribution to the successful development of almost all industrialised countries. They have served as an experimental laboratory for a market economy. They are innovative with regard to their products and technologies, and are flexible with regard to their customers, capital resources and employees. The small firm sector gains competitive virtues if the offered service or products needs to be provided close to the customers. SMEs are also important customers and subcontractors of some big companies in market economies.

After years of fascination with big and bigger companies in market economies and in centrally planned economies particularly since the 1980s, we can observe a growing interest in the development and existence of smaller entities. Some experts of economics call this phenomenon a re-birth of small enterprises. There are many reasons for the re-birth of SMEs. In transition economies, such as Poland, the development and the influence of SMEs depends on the implementation and design of privatisation policies, political and economic stability, access to financial resources, for example bank loans. In Poland, the small enterprise sector is the fastest growing sector in the economy. It is the most important job creator, which at the same time accounts for the constant increase of its share of Poland's GNP.

Polish small and medium enterprises

- **SME**

Small and medium private enterprises make up over 95 % of all enterprises and they employ more than 50 % of all employed in Poland. They are a separate segment of the market, which is at the same time a specific and separate segment of the working class and labour relations.

The establishment of private SMEs (with over 10 employees) started in the last years of socialism, especially between 1985-1989. The majority of enterprises were founded during the first stage of political transformation between 1990-1994, although the pace later slowed down.

Most of the Polish SMEs are less than 10 years old and many of them still exist and function. This shows that the rate of survival for the small enterprise increases with the time and it increases the function of a more stable business environment in Poland. It was also a great lesson the enterprises have learnt about operating in a market economy over the last 10 years. The majority of SMEs were established during or just after the beginning of market reform as a result of an individual initiative of their proprietors.

The small business sector played a really important role during transformation in Poland. Many experts expected that the founding of many private small and medium enterprises would be the first step to insure economic independence for Polish families and the first step in changing the Polish political system. In Poland, many small companies were founded but the biggest problem was the foundation of

too many small firms. Many of their expectations were met but the changes in the political system were connected also with other, not directly economic causes.

The employees in private SMEs differ considerably from the employees of public companies, particularly from the staff of state-owned enterprises. Some Polish sociologists even distinguish between two separate working classes. Young people are usually employed in private companies rather than in public enterprises and private companies, which employ people with a lower educational background offer lower payment than those in public enterprises. In private companies there is a wider range of wages. The salary of workers with a higher educational background is higher than the salary of such workers in public enterprises. The pay of workers with primary education is over one-third lower than the pay of such workers in public enterprises.

The majority of private SMEs are run in a traditional way and only 10% of them use new techniques of human resource management.

Over the last four years, the Polish economy has faced a number of crisis situations which had an enormous impact on private SMEs. Domestic demand has been reduced, the currency value has been too high, hampering exports, taxes have been high, credit costs have increased, etc.

SMEs represent mainly the private sector of the economy and only a small percentage belong to the public sector. Almost all of them use only Polish capital and only a small percent of enterprises use 100% foreign capital or combined foreign and internal capital.

The most popular organisational forms of small enterprises are: sole trader and partnerships. Like in other countries in transition, for example in Slovakia, Polish private firms tend to be very small with the majority of family-based businesses and self-employment. The organisational forms and legal types of small enterprises are constant. Most of them are still operating in the same form that they have been used to for several years.

The owners commonly finance with their own resources. Not many of them use external financial support for their development including that from either Polish government-based institutions, or industrial associations, EU programmes, etc.

The rate of investment since the beginning of market reforms, which started in 1990, was always relatively high in Polish enterprises. Small enterprises prefer to invest in machinery, means of transport and equipment. To invest, small enterprises use primarily their own generated profits.

In many countries so-called “unionisation” in the population of small enterprises is lower than in medium or big companies. That issue was exemplified by the table below.

Table 1 –“unionisation” in the population of small enterprises.

Japan (in 1985)	
employees in company	in how many of them exist or existed “unionisation”
more then 500	60%
100 to 499	24%
30 to 99	7%
1 to 29	0,5%
Great Britain	
small companies in private sector	less then 25%
France	
small companies in private sector	less then 10%
Poland	
small companies in private sector	about 14%

- data from: analysis – author’s elaboration

Small companies in Poland derive income from:

- revenues from selling goods and services
- bank loans
- shares and bonds
- government and other kinds of subsidies
- other

- **Obstacles**

The main obstacles of growth and development for companies in Poland were

- the nature of transition
 - No-one had ever created such a company before and few knew how to do it. We can find examples of how to change a free-market economy to a centrally-planned economy, but we cannot find examples how to do this inversely. The World Bank suggested using similar examples, but it makes a difference whether you are attempting to transform centrally-planned economies to free-market economies or to transform total centrally-planned economies to free-market. All these problems were connected with small companies and ideas on how to found and run them in the first year after transformation.
- poverty and low income
 - Poland had poor institutions and infrastructure, including those which were necessary to found and develop companies. Banks were not ready to give loans, they were terrified of losing money, so not many people could open a business and they tried to find money in their own families. Spin-off type companies were founded at the very beginning, which meant that there was a mother firm in part employing people who knew the risk and market realities. High interest, inflation, high demand but without the ability to satisfy it, etc. were big problems in the first years of system transformation.
- policy mistakes
 - corruption problems which were a danger after transformation are still common. Not enough liberalization of economic policy, high taxes and a very bad system of Social Security have been threats to the economy.

The biggest obstacles to get bank loans for small companies are:

- too many documents which need to be submitted with a credit application form
- too restrictive bank policy in relation to the reliability of the applicant.

The entrepreneurs still complain that the greatest obstacle to running a business is the social insurance tax, which can amount to 50% - 90 % of net pay. Other obstacles are excessively high loan costs, tax regulations, high income tax and decreasing domestic demand. In this case many entrepreneurs think about the existence of the so-called “grey economy” where they can evade taxes and, as a result, have very low costs.

SMEs in Poland expect lower taxes and a lower load connected with social security, which would make their products and services more competitive in a global market. Next, a lower interest rate, is promising which could make bank loans more available to small enterprises. Small enterprises attract a larger proportion of highly-educated people in comparison to the average for the whole economy.

- **At present**

Presently, SME is a growing market segment, particularly in Poland, with a distinctively different character. SMEs are dynamic in the sense that they invest, modernise, and their pursuit of profit is expanding while risk is decreasing. Many of them are active in the international markets and supply final consumers, but most of them are suppliers for international companies.

Many “good” (dynamic, competitive, modernising) small, medium and large firms contribute to economic revival including foreign trade. On the other side, “losers” include firms of all sizes which cooperate and trade together. This dualism requires different policy instruments and strategies.

- **Polish SMEs**

To function more efficiently on the common market, Polish companies use some basic strategies:

- They prefer markets which are historically closer to them, where the country has close relations, for example because of war, occupied territory, common policy, etc.
- they try to collaborate in networks, consortiums, or clubs to eliminate weakness, as they do not have experts, financial resources, product resources. They do not need consortiums con-

sisting of large powers in some business or associating many members. The most important is to work together as efficiently as possible, so it is good if they complement one another.

- they try to find partners on local markets, not on national markets.

- **Statistics**

Table 2 – Enterprises registered within the REGON system (1999 – 2003)

Listing	In absolute numbers				
	1999	2000	2001	2002	2003
Entities registered at year-end (total)	2 904 687	3 162 546	3 348 124	3 495 314	3 617 346
Public sector	82 383	92 596	105 077	117 217	125 806
Private sector	2 822 304	3 069 950	3 243 047	3 378 097	3 491 539
New entities	390 923	351 546	359 057	285 270	273 346
○ Public sector	16 415	15 290	18 280	13 864	12 880
○ Private sector	374 508	336 256	340 777	271 406	260 466
	Preceding year = 100%				
Entities registered at year-end (total)	107,1	108,9	105,9	104,4	103,5
Public sector	120,0	112,4	113,5	111,6	107,3
Private sector	106,8	108,8	105,6	104,2	103,4
New entities	81,4	89,9	102,1	79,4	95,8
Public sector	-	93,1	119,6	75,8	92,9
Private sector	-	89,8	101,3	79,6	96,0

- data from: „Raport o stanie sektora MSP w Polsce w latach 2003-2004”, Ministry of Economy, Entrepreneurship Development Department, Warsaw 2005

Table 3 – Entities of the national economy recorded in the REGON register (2000 - 2004)

Listing	In absolute numbers				
	2000	2001	2002	2003	2004
Entities registered at year-end	3 185 040	3 325 540	3 468 218	3 581 593	3 576 830
state owned enterprises	2 268	2 054	1 951	1 736	1306
commercial companies (total)	159 660	177 085	196 681	208 753	220162
of which with foreign capital participation	43 737	45 765	47 352	48 973	51503
co-operatives	19 011	18 812	18 682	18 548	18435
person conducting economic activity	2 500 952	2 600 127	2 714 118	2 795 860	2 763 380

- data from Central Statistical Office

Table 4 – Active enterprises by size (1999 – 2003)

Enterprise category	Number of enterprises				
	1999	2000	2001	2002	2003
TOTAL	1 819 200	1 766 073	1 657 630	1 735 424	1 709 542
number of employees					
○ 0 - 9	1 760 619	1 709 757	1 601 964	1 682 473	1 654 094
○ 10 - 49	41 129	39 018	39 439	37 142	39 453
○ 50 - 249	14 268	14 227	13 419	13 086	13 330
○ 249 and more	3 184	3 071	2 808	2 723	2 665

- data from: „Raport o stanie sektora MSP w Polsce w latach 2003-2004”, Ministry of Economy, Entrepreneurship Development Department, Warsaw 2005

Table 5 – Survival ratio among enterprises established in the years 1995-2003

Year of establishment	Registered companies	First-year survival ratio (%)	Survival ratio until 2004 (%)
1995	374 092	60,0	-
1996	607 692	63,3	-
1997	485 614	67,9	-
1998	453 044	61,7	-
1999	337 897	60,2	-
2000	293 435	59,0	-
2001	209 384	64,5	39,2
2002	176 492	61,5	44,5
2003	176 867	64,4	64,4

- „Stan sektora MSP w 2003 roku, tendencje rozwojowe w latach 1994 – 2003”, Assistant professor Józef Chmiela, Warsaw 2005

Table 6 – Employed in grey economy in the years 2000-2003

Listing	Thousands of persons				
	1999	2000	2001	2002	2003
Total	368	389	399	429	432
Industrial processing	56	58	60	61	62
Construction	80	92	93	95	96
Commerce and repairs	202	201	209	237	238
Hotels and restaurants	6	6	7	7	7
Transport, storage and communications	12	14	14	14	14
Real estate and business services; education	8	10	10	9	9
Other services	2	4	2	2	2

- data from: „Raport o stanie sektora MSP w Polsce w latach 2003-2004”, Ministry of Economy, Entrepreneurship Development Department, Warsaw 2005

Difference between big and small enterprises

We can clearly see many differences between small and big companies, for example big companies have a formal organization structure, they employ more workers, they have higher profits ... But all this is obvious. If we try to name other differences we will certainly find some new interesting facts.

Big companies stay big but small companies strive for success and the business models are written in stone. Nowadays, a story about business success is old news in tomorrow's newspapers. Nowadays, you can be a small player but you can attain huge success with one good idea. The business “turn-arounds” could help to create a big company but at the same time create problems which are connected with customer loyalty, government, supplies, investor confidence, etc. Many things in small companies are easier. It is easier to control and feel that we are in charge, and not only shareholders.

Small companies are more flexible and buoyant enough to reinvent themselves continuously as they work to dodge obstacles and seize opportunities. In the demand era in which companies are living now, success is only possible as long as companies can transform themselves. If they can cope with that, they will be able to sell everything they may offer. Not all the big companies can do this quickly enough. Flexible business models are at the heart of this new, buoyant organization. They allow companies to dodge incoming threats and seize new opportunities with minimal trauma to employees, stockholders and business partners. The small enterprises may be small in terms of profits, but not in terms of ingenuity.

The next thing is that small enterprises do not have hundreds of employees, or make billions of euros. The range of employees is less than 10. The companies are often run by the same people that founded them in a garage and who have the same bank account for the company and for buying children's clothes. Representations of small company owners are reserved when it comes to operations and miserly when it comes to expenditures. Small enterprises can be as crafty about how to develop business as large companies, but a small enterprise is at a bigger risk. They know much better than the bigger companies how to keep costs low and what to do to save money.

Small companies – in practice

All companies are similar but of course not identical. If we will analyze only Polish companies at this same time we analyze companies all over the world. They function alike and feel similar opportunities. All of them have similar problems and have to face almost the same problems. In this part of the paper, I will try to describe some ways of small companies function and how they should function.

Those are topics, which of course do not guarantee success but about which we should always remember because it can help in real business. There are also suggestions on running a business and which way to choose. Of course those are not all the ideas and topics connected with this subject, we can always try to analyze other functional areas, but I think that the topics presented below are the most important for a young, growing company, or for a company to simply maintain.

Financial liquidity to survive

Unfortunately, it is true that real financial liquidity in a company is one of the most important things. It enables a company to do carry out its operations in production, service or distribution of products. No contracting party wants to connect with a company which is not insured by contract. This is the reason why knowledge of financial liquidity is key.

Financial liquidity is the ability of a company to ensure short-term commitment, which means the kind of commitment that should be paid during one year. It is the ability of the company to settle all current obligations with a deadline. This means the ability to repay all liabilities in urgent situations. We can do this using the company's own financial resources or liquid current assets.

We should consider financial liquidity :

- in a static depiction - with reference to a specific moment, for example to daily financial balance, using basic financial reports like balance, profits and loss account and a traditional index of financial liquidity
- in a dynamic depiction - with reference to a specific period of time, on the basis of cash-flow report

To measure financial liquidity we can use: current liquidity index, fast index.

Financial liquidity is one of the most important criteria to estimate and edit capacity, especially for banks. Lack of this liquidity leads to the limits of financial disposition and sometimes to bankruptcy.

Bigger or smaller financial liquidity depends on the time that a company needs to turn assets (material and financial) into cash. The faster we can get cash, our financial liquidity, the better for us. It does not always depend on what kind of assets we have but also where these assets are invested. Sometimes some assets can be temporarily blocked or can be used as insurance for other contracts with other companies. Then finding a way to use these assets needs more time.

Too great financial liquidity is also not so good because it freezes too much money in current assets and ruins the chance to increase company profit by effectively using external capital.

Ways to finance a company

How much money we have when we want to run our business is one of the crucial things. We have methods of financing a company that are: bootstrapping and outsourcing

- **Bootstrapping**

This is when we use our own, family's, friend's , colleague's financial sources. It is one of the most probable sources because banks and investors are only willing to loan money later – after we use this method of finding money. It is very important to estimate our financial needs before we organise a business. Then we can avoid a situation where we will feel a lack of cash which can result in bankruptcy and loss of capital. The first step is to plan expenditures with a small reserve. Time and judiciousness will help to calculate and evaluate the quantity of money needed to run a business. Try to understand that initial capital will be needed not only to run the business but also to circulate the capital and reserves.

The cost of starting a business includes all expenses for legal services, stamp duties, licences, debts, furniture, offices, etc.

Circulating the capital in all financial resources, which are needed to run a company (salary, repayment of debts, instalments, etc.)

Reserves that are needed to cover any mistakes or bad decisions.

E. Tyson proposes an estimate using one specific method:

- to sum up all expenses which you have to cover before starting a business
- to sum up all you expect in account expenses (also instalments and interest)
- to sum up the financial sheet with all expenses which are expected in the first year (purchase of materials, furniture, equipments, etc.)
- to establish a financial reserve; to do this we have to sum up the first three points and increase the result by 25%
- to establish the demand for our capital; to do this we have to sum all of the first four points

Now when we know how much money we need, we need to have time to find financial sources.

This method to estimate how much money we need to run a business has been used by hundreds of people who wanted to run a business. According to a poll of 396 owners of small companies we see:

- 79% of them used their own capital
- 16% of them borrowed money from family
- 14% of them got money from partners in business
- 10% of them used private credit cards
- 7% of them borrowed money from friends
- 7% of them took a bank loan
- only 3 % used external financial sources
- the remaining 17% found capital in other places

(the sum is not equal to 100% because sometimes companies use several sources at the same time)

Bootstrapping is a commonly used way to finance a company and external financial sources are in the second place. When we do not have many of our own financial resource, we cannot spend more money and buy something that is not needed. This means financial discipline for us. It is obvious that people more easily spend money that belong to other people than to themselves. Thanks to hard work, persistence and saving money, we can gather the money to run a business.

Steps of bootstrapping:

- order your assets and liabilities
- very carefully approach loans offered by family
- ask for advice from friends
- try to find a partner to run the business
- if you do not have other way to find money, try to get a bank loan or try to find an investor

Of course bootstrapping includes the way to find money connected with credit cards and collateral. Credit cards offer fast money but very high interest. Collateral in case of failure can mean loss of home.

• **Outsourcing**

It is a way to find money using external financial sources like banks and investors. Unfortunately, banks are trying to find only that kind of company that they suppose will be successful. To gain investors is also not an easy way to find money.

Outsourcing is often used in those companies that have a good or stable situation, and are trying to find money to commit new investments and development of companies. The institution or person who lends you the money can be your creditor (credit in a bank) or co-owner of your company (investor).

Banks do not like loaning money to small companies. Those kinds of companies have to have credit good enough for protection by collateral, securities, or investment account.

Provided a bank gives you a loan which is based on possession of assets, they usually offer a loan of 75% of all company receivables and 50% of the value of durable assets. It is a good way to open a credit line which can provide the chance to finance some activity. It is a good idea if the company is in good shape because then we can negotiate better conditions.

- **Good business plan**

A Business Plan is a document which serves to find the way to gain money to run a business or to invest in our company. This is the main reason why we start thinking about it and writing it. The second reason why we write a Business Plan should be understanding our idea of the company and one more time trying to analyze all aspects, think more about costs, money, accounting measures, profits, loss, risk, etc. This is like a road map for the entrepreneur who will use this map to answer his questions: “Where am I going?”, “How will I get there?”, “What opportunities and problems am I to run into along the way?” and “How will I deal with them?”

A Business Plan includes:

- presentation of enterprise structure
- marketing plan
- clarification and outlines of financial needs
- identifies recognized obstacles, risk and way of solutions
- serves as a communication tool for all financial and professional sources

A Business Plan has to be in order and complete. The detailed version depends on our company. If we do not have a company yet we will present only our plans connected with running a new business, but if we have a business plan and we need money for a new investment, for example to buy machines, then the business plan will look a bit different. According to this, we can distinguish 10 main segments in a Business Plan:

- executive summary
 - This is a short description of the future enterprise. It should be as interesting for a reader possible while presenting our venture. It should include basic information and characteristics about our plan, marketing, estimated performance of our company. This part should be well-written because it can be a guarantee that the rest of the plan will be read.
 - Answer all fundamental questions: WHAT, HOW, WHY, WHERE connected with the venture
 - Write a maximum 3 pages. The reader has to be interested in reading the rest of the business plan
 - End this part after finishing the Business Plan
- description of the business
 - This is a part that includes more details about the venture, for example a short history about the enterprise, some of our experience if we do not have a company yet. Some details about products, service, etc. and at the end goals and milestones presented as clearly as possible.
 - Name your business
 - Describe the potential of the new enterprise or present history of your enterprise if you already have one.
- marketing
 - This part includes two components. First, about research and analysis, all “connected with” the customer. It describes who will buy our product or service. All sizes like market, competition, trends have to be measured and estimated; the second, perhaps the most important in a business plan, includes preparation of a marketing plan. The plan should encompass market strategy, sales, distribution, advertisement, pricing, promotion and a PR plan.
 - Use and disclose market studies
 - Present all market sources and assistance used for this part
 - Show pricing strategy since your price must penetrate and maintain a market share to produce profits

- Show your advertising plans with cost
- Present target market, position on market and share of market
- Present your opinion and analysis of competition presently on the market
- research, develop, design
 - This part is important in the case of a production company, not so important in service and trade. Its should include a plan of how we will do research, etc. and estimated costs.
 - Present estimated cost for start-up, continue or end research, testing or develop
 - Mention insurance if you have connection with this part of your company
- manufacturing
 - Include costs of production, location of our venture, costs of transports connected in all details encompassing this part of the company.
 - Present advantages connected with your location for example taxes, wage rates, etc.
 - Present access to transportation
 - Try to estimate cost of production
- management
 - This part explains organization of work, structure of company, employees, stock plans, partners, directors, owners, etc.
 - Present organization structure, about who the boss will be, employees, owners, partners, etc.
- critical risk
 - Analysis of risk deals with probable problems which can influence a company. Problems have to be described before they appear. We should use tools to measure them. Risk should be identified and described and then we may try to find a way to control it.
 - Show your opinion and consideration of risk, for example: competition, employees problems, financial problems, supplies problems, sales problems, etc.
 - Present some alternatives and solutions of problems.
- financial forecasting
 - We will present our budget and plans on how to finance our company, plans on how to do it and plans on how it will influence our capital. We can use cash-flow, indexes, financial values, or break-even point analysis. It is important to present how we will control our capital and company in the first few years.
 - Give actual estimated statement
 - Describe the necessary sources for your funds and the uses you intend for the money
 - Develop and present your budget, and a way to gain funds
 - Present periods of time and changes in your capital, profits etc.
- millstone schedule
 - This segment presents our determination of goals and timing of their accomplishment. Deadlines should be estimated in a realistic way.
 - Describe deadlines of investments, plans, etc.
 - Show when all investments are complete
- appendix
 - Here we can present other information that we did not present before, for example some contracts, agreements, documents, a bibliography, etc.

Now, when we know what we should include in a Business Plan we can start preparing one. But we have two more important questions: “How do I begin?” and “How should it look ?”

A Business Plan has to be interesting for the reader and give him/her a first impression about our venture. The document should be without grammatical, spelling, etc. errors. It should have max. 40 pages, include the address of company or private person if it is not a company yet, and the date of presentation of the Business Plan.

On the first 2-3 pages there should be information about owners, company, customers, financial needs, investors etc.

We should remember that a Business Plan is a formal and official document. We have to use formal language, professionally estimated measures, tables, etc. Of course, we are not experts e.g. in finance but we should try to prepare this document as professionally as we can. Remember that this is your Business Plan because this is your business. Do not write this document only for banks or investors, but also for you because it will be very helpful when you start working in your enterprise. Everything in a Business Plan has to be realistic, describing everything that could possibly influence your business. Be flexible, show indexes and measures, present deadlines and plans.

How to avoid failure in business?

If something is going bad in our companies, most think that it is the fault of money, bad location, bad management. But many owners and experts think that the reason of this is owner loneliness. Then he starts to use the 'trial and error' method and often experiences failure.

So what can we do to do not suffer failure?

- still learn
 - Read as much as you can about business, other companies, rivals. Use internet, books, magazines. Just be in touch with the business world.
- keep contact with other owners
 - Contact with other owners will make you aware of problems of other companies. Thanks to the experience of your friends in other companies, and contacts with other owners you can learn and find solutions to your problems.
- make an "expert team"
 - Ask some experts what they think about particular problems and maybe they will give you some ideas on how to solve it. It is very important that:
 - Members of this 'team' should be not connected with the company
 - Customers are also like experts
 - Analyze ideas which experts give you, do not believe randomly
- try to find a partner
 - partnership companies sometimes are not as durable as individual companies, but almost always they win when competing with individual companies. Why?
 - good partners complement one another, people will work as a good team with a wider knowledge of resources
 - new partner will bring new capital
 - partner will think differently - it will be useful to verify ideas and opinions of both of you
 - less risk because both of you participate in profits but also in loss

Some Polish small companies, especially after the first 2-3 years (mainly for 1-2 years) of working try to use the method "80/20" in the process of taking financial and marketing decisions. It is connected with 5 groups of topics and consists of:

- customers:
 - 20% of customers generate 80% of profits – a firm concentrates on those customers who bring profits
- employee problems:
 - 80% of employee problems concern 20% of employees in a company – a firm concentrates on these employees using training, motivation or dismissal
- expenses:
 - 20% of cost sources generate 80% of expenses - a firm concentrates on these 20% of costs
- payables:
 - 80% of not paid on time payables generate only 20% of customers - a firm tries to find a way of eliminating this problem, not always by ending cooperation with these companies
- success:
 - 80% of success depends on 20% of efforts – a firm tries to find a way to use their talents and manage effectively available time

Bibliography and source of information

- Eric Larson, *“The Best-Laid Plans” Inc.*, February 1987
- Joseph R. Mancuso, *“How To Write A Winning Business Plan”*, 1985
- *Statistical Yearbook 1998, 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005*
- Edward Elgar Publ. Ltd., *“Small Firms and Economic Growth”*, 1996
- Agmon T., Drobnick R., *“Small Firms in Global Competition”*, “Oxford University Press”, 1994
- Central Statistical Office, *“Economic Activity of Small Enterprises in 1997”*, Warsaw 1998
- Central Statistical Office, *“Economic Activity of Small Enterprises in 1998”*, Warsaw 1999
- Ministry of Economy, Entrepreneurship Development Department, *„Raport o stanie sektora MSP w Polsce w latach 2003-2004”*, Warsaw 2005
- Assistant Professor Józef Chmiela, *„Stan sektora MSP w 2003 roku, tendencje rozwojowe w latach 1994 – 2003”*, Warsaw 2005
- Lukasz Uruski - Individual research in small and medium enterprises sector in 2003, 2004 and 2005 - 2003, 2004, 2005
- <http://europa.eu.int/scadplus/leg/en/lvb/n26026.htm>

Mgr Marta Czyżewska
Zakład Rachunkowości
Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania w Rzeszowie

**Rola funduszy *venture capital/private equity*
w działalności innowacyjnej przedsiębiorstw.
Prezentacja wyników badań**

Wstęp

Celem artykułu jest prezentacja wyników badań przeprowadzonych wśród funduszy *venture capital* prowadzących działalność w Polsce oraz przedsiębiorstw portfelowych tych funduszy. Motywem przeprowadzonych badań wśród funduszy *venture capital* było przede wszystkim zebranie opinii funduszy na temat warunków funkcjonowania w Polsce, identyfikacja istniejących barier oraz wskazanie pożądaných przez fundusze zmian. Powodem badań prowadzonych wśród przedsiębiorstw innowacyjnych, niekorzystających z *venture capital*, była identyfikacja poziomu znajomości istoty *venture capital* wśród menedżerów polskich przedsiębiorstw oraz zamiarów jego wykorzystania w finansowaniu działalności. Badaniami objęto także przedsiębiorstwa z udziałem *venture capital* i tu głównym celem było zebranie opinii wartościujących *venture capital* jako źródło finansowania działalności przedsiębiorstw oraz ocena współpracy przedsiębiorców (menedżerów) z funduszami *venture capital*, zwłaszcza pod względem jakości pomocy doradczej, świadczonej dla tych przedsiębiorstw, oraz roli tego źródła w kreowaniu wartości przedsiębiorstw.

Wywiady zostały przeprowadzone w 2003 r. i 2005 r.¹ w formie ankiety pocztowej lub wywiadu bezpośredniego. Badaniami objęto następujące podmioty: fundusze *venture capital* działające w Polsce, przedsiębiorstwa innowacyjne, należące do portfeli funduszy *venture capital*, przedsiębiorstwa prowadzące działalność innowacyjną, niewykorzystujące *venture capital*. Zebrano 25 ankiet od funduszy, 211 – od przedsiębiorstw wdrażających innowacje oraz 38 zwrotów od przedsiębiorstw z udziałem *venture capital*.

Tendencje na rynku *venture capital* w Polsce – kilka spostrzeżeń

W Polsce *venture capital*, rozumiany jako inwestycje w przedsiębiorstwa znajdujące się we wczesnych fazach rozwoju, praktycznie zanika. Bardziej adekwatne dla specyfiki polskiego rynku jest szersze pojęcie *private equity*, obejmujące inwestycje kapitałowe w przedsiębiorstwa nienotowane na giełdzie papierów wartościowych. Inwestycje tego typu mogą być dokonane w celu rozwoju nowych produktów i technologii, zwiększenia poziomu kapitału obrotowego w przedsiębiorstwie, dokonania fuzji lub przejęć albo wzmocnienia bilansu przedsiębiorstwa².

Z przeprowadzonych badań wynika, iż fundusze *venture capital* w Polsce są mniej skłonne do inwestowania w małe firmy, swoją uwagę skupiają głównie na przedsiębiorstwach średnich, zatrudniających od 50-250 pracowników. Tylko co trzecie badane przedsiębiorstwo z udziałem *venture capital* istnieje na rynku nie dłużej niż 5 lat. Fundusze inwestujące środki o krajowym pochodzeniu

¹ W 2005 r. powtórne badania przeprowadzono wśród przedsiębiorstw portfelowych funduszy *venture capital*, badanych w I turze, tj. w 2003 r.

² Definicja European Private Equity and Venture Capital Association, www.evca.com.

przeważnie inwestowały nie więcej niż 1 mln USD w jedno przedsięwzięcie, zwykle w przedsięwzięcia znajdujące się w początkowych stadiach rozwoju: fazie zasiewów bądź uruchomienia. Fundusze zarządzające kapitałami pozyskanymi z międzynarodowych instytucji (m.in. EBOR, IFC) w jedno przedsięwzięcie inwestują znacznie większy kapitał (ok. 10 mln USD).

Przedsiębiorstwa z udziałem *venture capital* częściej niż niekorzystające z tego źródła finansowania współpracują z zagranicznymi kontrahentami i eksportują swoje wyroby i usługi.

Sytuacja przedsiębiorstw pod względem uzyskiwanych wyników – zwłaszcza z udziałem *venture capital* – w latach 2002-2003 nie była najlepsza. 37% badanych nie osiągało zysków, a co trzecie deklaroowało niski ich poziom. Nieco lepiej sytuacja przedstawiała się w przedsiębiorstwach bez *venture capital*.

Przeprowadzone badania potwierdziły wysoką podatność rynku *venture capital* na wahania koniunktury (*boom and bust industry*) – przedsiębiorstwa z udziałem tego źródła kapitału prosperują wyjątkowo dobrze w okresie wzrostu gospodarczego, natomiast w sytuacji dekoniunktury ich sytuacja często bywa wyjątkowo dramatyczna.

Najwięcej przedsiębiorstw z udziałem *venture capital* przyznało, iż ma niską płynność finansową (56%), tylko co czwarte twierdziło, że jest ona dobra. Dla porównania – w przedsiębiorstwach wdrażających innowacje, ale niekorzystających z *venture capital* dobrze i średnio oceniło płynność 3/4 badanych przedsiębiorstw.

Rola funduszy *venture capital* w działalności przedsiębiorstw.

Ocena współpracy przedsiębiorstw z funduszami

O znaczącej roli *venture capital* – co rozumiałe – dużo bardziej są przekonane przedsiębiorstwa, którym udało się zdobyć ten kapitał (89%), przy czym żadne z nich nie neguje znaczenia tego sposobu finansowania rozwoju przedsiębiorstw. W przypadku przedsiębiorstw innowacyjnych, niewykorzystujących *venture capital*, o wyjątkowej wadze tych funduszy jest przekonana ponad połowa badanych.

Zasadniczym problemem, który należy podkreślić, jest bardzo niska znajomość istoty *venture capital* wśród przedsiębiorców niefinansujących działalności z tego źródła. Respondenci (zatrudnieni na stanowiskach prezesa, dyrektora finansowego lub głównego księgowego) niejednokrotnie nie posiadali żadnej wiedzy na ten temat, a pojęcie *venture capital* bywało mylone np. ze spółkami *joint venture*. Potrzeba intensywnego informowania o działalności funduszy okazuje się więc działaniem koniecznym, by interesujące pomysły trafiły do oczekujących inwestorów. Przedsiębiorstwa posiadające udziały zagranicznych inwestorów przed pozyskaniem kapitału z funduszu *venture capital* były lepiej poinformowane o potencjalnych źródłach finansowania, zwłaszcza iż zainwestowany w nich kapitał pochodził z krajów, gdzie rynek *venture capital* jest dobrze rozwinięty (m.in. USA, Niemcy, Wielka Brytania, Holandia). Prawie wszystkie przedsiębiorstwa korzystające z *venture capital* zamierzają ponownie starać się o pozyskanie tego kapitału w przyszłości.

Fundusze *venture capital* – zdaniem badanych menedżerów przedsiębiorstw – w istotny sposób wpływają na wartość finansowanych przedsiębiorstw w Polsce. Wnoszone przez nie *know-how* badani menedżerowie przedsiębiorstw z udziałem *venture capital* określili jako: „pełen profesjonalizm i zaangażowanie”, „pomoc i pilnowanie”, „bardzo dobra znajomość zasad zarządzania finansami”, „pozytywne podejście”, „tempo zmian, precyzja w działaniu”, „znaczną głębokość kontroli bieżącej; choć czasami r stwierdzali, iż otrzymali „za mało pomocy organizacyjnej”.

9 na 10 badanych przedsiębiorstw jest zadowolonych ze współpracy z funduszem *venture capital*, w tym zdecydowanie taką opinię wyraziło aż 62% badanych.

Podczas drugiej tury badań prowadzonych w 2005 r. w większości przedsiębiorstw (w 18 z 26) fundusz nie był już obecny, zatem możliwe było dokonanie kompleksowej i bardziej wiarygodnej oceny współpracy z funduszami oraz ich wkładu „doradczego” w tworzenie wartości przedsiębiorstwa. Nieznacznie zwiększył się poziom niezadowolenia w stosunku do ocen w pierwszej serii badań, tj. na ocenę mierną, czyli 2 w skali 1-5, oceniły współpracę z funduszem 4 przedsiębiorstwa, tj. 15,4%, dostatecznie – 11,5%, zaś bardzo dobrze i dobrze – aż 61,5%,

Spośród 24 respondentów, którzy udzielili odpowiedzi na to pytanie, 19 poleciłoby „swoj” fundusz innym przedsiębiorcom, uzasadniając odpowiedź następująco: „elastyczność działania, efektywny nadzór”, „fachowość i szybkość decyzji”, „dobry fundusz”, „duże kompetencje, kompetentne, szybkie decyzje”, „pełen profesjonalizm i zaangażowanie w wybrane projekty organizacyjne oraz zaufanie”, „pomoc i doświadczenie”, „dobrzy i wartościowi ludzie, elastyczni”, „uczciwi, postępują według zasad etyki, nie uczą unikania płacenia podatków”. Jednakże 4 respondentów zdecydowanie nie poleciłoby innym „swego” funduszu konkludując, iż „lepiej szukać innych źródeł kapitału”³.

Najważniejsze elementy, które – zdaniem doświadczonych we współpracy z funduszami *venture capital* przedsiębiorców – powinny stanowić atuty przedsiębiorstw planujących starać się o *venture capital* w przyszłości, to: solidnie przygotowany realistyczny biznesplan, kierownictwo (wykształcone i odnoszące sukcesy w branży), przedstawienie możliwości i sposobu wyjścia, a przede wszystkim oryginalny pomysł.

Warunki rozwoju rynku *venture capital*

65% badanych funduszy pozytywnie oceniło warunki inwestowania w Polsce, negatywnie zaś postrzega je 17% menedżerów zarządzających funduszami *venture capital*. W uzasadnieniu pozytywnej oceny respondenci wskazywali przede wszystkim na duży potencjał gospodarczy Polski, stabilizację gospodarczą (niska inflacja, oczekiwany duży wzrost gospodarczy przy podobnym do krajów zachodnioeuropejskich ryzyku), możliwość zatrudnienia wykształconych i względnie tanich pracowników. Szans własnego rozwoju fundusze upatrują w znacznej liczbie przedsiębiorczych podmiotów o wysokim potencjale wzrostu i dużym zapotrzebowaniu na kapitał, dostrzegając m.in. możliwości wzrostu i budowy przewagi konkurencyjnej w różnych niszach rynkowych, a także przeniesienia niektórych, sprawdzonych w Europie Zachodniej „wzorców”.

Wśród negatywnych ocen warunków inwestowania w Polsce wskazano na niską konkurencyjność polskiej gospodarki, niedorozwój rynku kapitałowego jako potencjalnego miejsca dla wyjść z inwestycji, wiele niedoskonałości i zawiłości w przepisach prawnych, skomplikowane procedury administracyjne, a także niski popyt konsumpcyjny oraz niedobór interesujących projektów inwestycyjnych. Fundusze zagraniczne twierdzą, iż prowadzona polityka nie zachęca inwestorów zagranicznych do inwestowania w Polsce.

Czynniki podnoszące atrakcyjność dla działalności funduszy *venture capital* w Polsce to (zwłaszcza dla zagranicznych) możliwość zatrudnienia kadry menedżerskiej (43%) oraz kwalifikacje kadry zarządzającej w polskich przedsiębiorstwach (48%).

³ Por. Heterogeniczne zachowania funduszy *venture capital* (w zależności od fazy inwestycji, wielkości zainwestowanego kapitału, czasu spędzonego w radzie nadzorczej) potwierdzają badania przeprowadzone przez L. Bottazzi i M. Da Rin. Pokazują one, iż fundusze, inwestując w przedsiębiorstwa „w przededniu” ich wejścia na giełdę, szukają tylko okazji do „szybkich zysków”, nie wnosząc znacznego wkładu we wzrost przedsiębiorstw (zob. L. Bottazzi, M. Da Rin, *When do Venture Capitalists Add Value?*, Università degli Studi del Piemonte Orientale Amedeo Avogadro, May 2003, <http://www.eco.unipmn.it/eventi/innovarepercompetere/bottazzi-darin-vcav.pdf>).

Tab. 1. Warunki prowadzenia działalności przez fundusze *venture capital*
– ocena wpływu wybranych czynników.

Czynnik	wpływ negatywny (w %)			wpływ pozytywny (w %)		
	ważny	mniej ważny	nieważny	nieważny	mniej ważny	ważny
	-3	-2	-1	1	2	3
możliwość zatrudnienia kadry menedżerskiej				4,35	17,39	43,48
kwalifikacje menedżerów polskich spółek			13,04		4,35	47,83
zachęty inwestycyjne	13,04	13,04	4,35	13,04	4,35	13,04
koszty pracy	13,04	8,70		4,35	26,09	17,39
koszty inne, niż koszty pracy	13,04	13,04	4,35	4,35	8,70	21,74
przepisy prawne	47,83	4,35	4,35			4,35
funkcjonowanie rynku kapitałowego	17,39	4,35		4,35	26,09	8,70
potencjał badawczo-rozwojowy		4,35	4,35	21,74	17,39	8,70
dostęp do rynku polskiego	8,70	8,70		4,35	4,35	30,43
ryzyko inwestowania	30,43	8,70		4,35	4,35	13,04
interwencjonizm państwowy	30,43	17,39	4,35	4,35		4,35
przepisy podatkowe	56,52	4,35				4,35
klimat inwestycyjny	17,39	13,04		8,70	4,35	13,04
poziom innowacyjności polskiej gospodarki	21,74	13,04		4,35	13,04	13,04
współpraca między jednostkami B+R a przedsiębiorstwami	13,04	17,39	4,35	8,70	4,35	8,70
współpraca z administracją centralną	13,04	17,39	17,39	4,35	4,35	4,35
współpraca z administracją lokalną	8,70	17,39	21,74		17,39	

Źródło: Opracowanie własne.

Zachęty inwestycyjne, koszty pracy i inne koszty to czynniki, w przypadku których respondenci prezentowali bardzo rozbieżne opinie, zarówno co do kierunku wpływu (pozytywny, negatywny), jak i wagi w działalności funduszy *venture capital*. Koszty pracy częściej oceniane są pozytywnie (jako względnie niskie), choć zdaniem co czwartego funduszu jest to czynnik mniej ważny. Inne koszty, niż koszty pracy, to bardzo ważny czynnik wpływający jednakże korzystnie na warunki prowadzenia działalności *venture capital* w Polsce. Dostęp do rynku polskiego jest ważny (zwłaszcza dla funduszy o zasięgu międzynarodowym) – pozytywnie ocenia go 30% badanych. Mimo dostrzeganych niedoskonałości funkcjonowanie rynku kapitałowego oddziałuje pozytywnie, zdaniem 35% badanych, ale co czwarty respondent twierdzi, iż jest to czynnik drugorzędny. Badania potwierdzają⁴, iż funkcjonowanie aktywnego rynku kapitałowego jest warunkiem koniecznym, ale niewystarczającym dla rozkwitu rynku *venture capital*.

⁴ R. Becker, T. Hellmann, *The Genesis of Venture Capital: Lessons from German Experience*, „Research Paper Series” 2000, July.. Zob także: B.S. Black, R.J. Gilson, *Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets*, „Journal of Financial Economics” 1998, no. 47(3), s. 247-277; B.S. Black, R.J. Gilson, *Does Venture Capital Require an Active Stock Market?*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1999, no. 36-38.

Potencjał badawczo-rozwojowy został przez 21% respondentów oceniony jako nieważny czynnik, natomiast pozytywnie, ale jako mniej ważny – przez 17%.

Fundusze najczęściej krytykują przepisy prawne (52%), w tym podatkowe (61%). Interwencjonizm państwowy, czyli ingerencja państwa w postaci wszelkich działań w sferze kreowania warunków dla inwestowania *venture capital*, jest oceniany negatywnie przez 48% funduszy. Poziom innowacyjności polskiej gospodarki – choć ważny – jest postrzegany negatywnie przez 35% badanych. Prawie co trzeci badany podkreśla niekorzystny wpływ nieefektywnie funkcjonującego systemu transferu technologii z jednostek prowadzących działalność B+R do przedsiębiorstw, a także brak współpracy i pomocy ze strony instytucji publicznych (administracji), zarówno szczebla centralnego, jak i – choć nieco rzadziej – lokalnego.

Bariery rozwoju rynku *venture capital* i innowacyjności w Polsce oraz pożądanе kierunki zmian

Najczęstsze przeszkody, z którymi na co dzień zmagają się badane przedsiębiorstwa, to silna konkurencja, brak środków finansowych oraz ściągalność należności. Ta ostatnia wskazywana jest najczęściej wśród przedsiębiorstw bez udziału *venture capital*. Bariery rozwoju rynku *venture capital* w Polsce, zidentyfikowane przez reprezentantów badanych funduszy, można usystematyzować następująco:

- **prawne** (niestabilne, niespójne i zagmatwane przepisy):
 „niemożność pozyskania kapitału od polskich funduszy emerytalnych i inwestycyjnych”,
 „żaden z funduszy nie jest zarejestrowany w Polsce, w rachubę wchodzi USA, Holandia, różne raje podatkowe⁵”,
 „kodeks spółek handlowych, ustawa o obligacjach (np. kwestie przekształceń spółek osobowych w kapitałowe – wiele metod, brak metodologii)”,
 „skomplikowane procedury prywatyzacyjne”,
 „niekorzystna sytuacja inwestorów mniejszościowych”,
- **rynkowe**:
 „jeszcze stosunkowo słabo rozwinięty rynek kapitałowy, ograniczający możliwości wyjścia poprzez ofertę publiczną (brak dostatecznej liczby inwestorów strategicznych, trudny placement, wysokie koszty, nieefektywna wycena na GPW)”,
 „wysoki stopień ryzyka inwestycyjnego regionu CEE”,
 „niski poziom edukacji inwestorów krajowych oraz kadry zarządzającej”,
 „nadpodaż kapitałów w stosunku do ilości ciekawych projektów (zainteresowanie nie przekłada się na biznes plany, problem nieumiejętności skryzalizowania strategii działania)”,
 „niski poziom znajomości istoty *venture capital* i *private equity*”,
 „brak sprzyjającego klimatu dla inwestycji”,
- **instytucjonalno-administracyjne**:
 „niewydolność systemu sędziowskiego i egzekucji prawnej”,
 „zbyt duża biurokracja⁶”,
 „brak refinansowania z budżetu państwa, gwarancji, państwo nie stymuluje gospodarki”,
 „wysoki poziom interwencjonizmu państwowego”.

⁵ W przypadku funduszy o międzynarodowym zasięgu ich rejestracja w jurysdykcjach „przychylnych” podatkowo jest elementem planowania podatkowego.

⁶ Dla porównania, według badań EBOiR, menedżerowie polskich firm poświęcają około 9,5% swojego czasu na kontakty z administracją, rosyjscy natomiast 9%, węgierscy i słowaccy – 7%, a czescy – zaledwie 2,5%. (EBRD, *Transition Report 2002*, London 2002, za: R. Woodward, M. Górzyński, *Wpływ otoczenia instytucjonalno-prawnego na rozwój Gospodarki Opartej na Wiedzy w Polsce*, <http://www.case.com.pl/plik--2242416.pdf?nlang=19>).

Badanych menedżerów zarządzających funduszami poproszono także o zasugerowanie propozycji zmian, które mogłyby, ich zdaniem, ułatwić funkcjonowanie funduszy *venture capital* w Polsce. Propozycje te w głównej mierze były postulatami o zwiększenie jasności przepisów i zmniejszenie biurokracji. Najczęściej postulowano dopuszczenie do inwestowania w fundusze *venture capital* i ułatwienia dla Otwartych Funduszy Emerytalnych, banków i instytucji ubezpieczeniowych, zwiększenie dostępu do rynku kapitałowego, uproszczenie procedur związanych z zakładaniem nowych przedsiębiorstw, procedur administracyjnych i sądowych, poprawę ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych i etyki w zarządzaniu, utworzenie zachęt podatkowych (na wzór BES w Wielkiej Brytanii⁷).

Poprawie innowacyjności – w opinii badanych menedżerów funduszy *venture capital* – najlepiej służyć będzie wzrost edukacji społeczeństwa (35%), zwiększenie wydatków na działalność B+R w przedsiębiorstwach (30%), a także tworzenie sieci instytucji ułatwiających współpracę sektora B+R, przedsiębiorstw i instytucji finansowych. Wydatki państwa na działalność B+R czy import technologii są również potrzebne, aczkolwiek metody te wymieniane były przez badanych rzadziej.

Fundusze najlepiej – spośród badanych grup respondentów – uświadamiają sobie rolę nauki i wiedzy we wdrożeniu innowacyjności podmiotów gospodarczych. Ich zdaniem, poprawie innowacyjności najlepiej służyć będzie wzrost edukacji społeczeństwa (35%), zwiększenie wydatków na działalność B+R w przedsiębiorstwach (30%), a także tworzenie sieci instytucji ułatwiających współpracę sektora B+R, przedsiębiorstw i instytucji finansowych. Wydatki państwa na działalność B+R czy import technologii są również potrzebne, aczkolwiek sposoby te respondenci wymieniali w dalszej kolejności.

Podsumowując, do najważniejszych warunków rozwoju rynku *venture capital/private equity*, a w przypadku naszego kraju – także potrzebnych kierunków zmian w obszarze tworzenia sprzyjających warunków dla rozwoju rynku *venture capital* w Polsce, należy zaliczyć przede wszystkim:

- rozwinięte i dynamiczne rynki kapitałowe⁸, umożliwiające swobodne „wyjście” funduszu *venture capital* poprzez ofertę publiczną, możliwość „wyjścia” jest najsilniejszą determinantą podejmowania inwestycji przez fundusze *venture capital*⁹,
- mobilizację wewnętrznych źródeł kapitału – tworzenie regulacji związanych z dopuszczeniem funduszy emerytalnych do inwestowania w *venture capital* (na wzór amerykańskiej *prudent man principle, Employment Retirement Income Security Act* przyjętej w 1974 r.),
- zliberalizowanie regulacji dotyczących funduszy *venture capital* (jak np. w *Small Business Incentive Act*)¹⁰,
- zapewnienie formy prawnej dla funduszy, spełniającej warunek przezroczystości podatkowej (obojętności, transparentności podatkowej),
- spopularyzowanie akcjonariatu pracowniczego i mechanizmów opcyjnych oraz wprowadzenie zachęt podatkowych dla opcji menedżerskich (zob. np. *Incentive Stock Option Act*), co doprowadziłoby do

⁷ Od 1994 r. Enterprise Investment Scheme (EIS) – ulgi dla osób inwestujących w spółki nienotowane na giełdzie. Inwestorzy uzyskują 20-procentową ulgę podatkową od zainwestowanego kapitału oraz zwolnienie z podatku od zysków kapitałowych, uzyskanych na tych inwestycjach pod warunkiem niewycyfowania z niej kapitału przez 5 lat. System ponadto daje możliwość kompensowania strat poniesionych na inwestycjach w nienotowane spółki z zyskami uzyskanymi w danym roku. Kolejną zachętą w EIS jest ulga w przypadku tzw. rolloowania, czyli zwolnienie z podatku zysków kapitałowych w przypadku wycofania kapitału z jednej spółki, a zainwestowania go w drugą – również nienotowaną na giełdzie. Inwestorzy mogą przeznaczyć na EIS 200 tys. £ rocznie. Przy inwestycjach za pośrednictwem tzw. *venture capital trusts* (VCTs) można uzyskać 40-procentową obniżkę podatku od zysków kapitałowych pod warunkiem utrzymywania inwestycji przez min. 3 lata; 20-procentową ulgę podatkową od zainwestowanego kapitału; zwolnienie od podatku wszelkich zysków kapitałowych, dywidend, do czasu sprzedania udziałów.

⁸ B. Black, R. Gilson, *Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Bank versus Stock Markets*, „Journal of Economics” 1998, vol. 47.

⁹ L.A. Jeng, Ph.C. Wells, *The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries*, „Social Science Research Network” 1998, May, <http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/98070210.pdf?abstractid=103948>.

¹⁰ *Ibidem*.

wykształcenia bogatej klasy średniej, która mogłaby inwestować jako *business angels*, wypełniając powiększającą się lukę Macmillana, lukę tę powinien przede wszystkim wypełnić kapitał ze źródeł publicznych (np. system dotacji i poręczeń dla funduszy *venture capital*, jak np. w *Small Business Innovation Research*),

- zachęty dla prowadzenia działalności badawczo-rozwojowej w przedsiębiorstwach,
- intensyfikację działań informacyjnych z uwagi na wciąż dużą nieznaną specyfikę *venture capital* wśród polskich przedsiębiorców.

O powodzeniu publicznych form wsparcia bezpośrednich, a zwłaszcza pośrednich (regulacji), decyduje ich trwałość i niezmiennosc, w tym zwłaszcza w odniesieniu do programów podatkowych. „Żeby podjąć decyzję o tym, czy uczestniczyć w rynku, inwestor musi znać obecną i przyszłą wielkość podatku od zysków kapitałowych, transferów kapitałowych itd.” – precyzuje Prezes Copernicus Finance – P. Gieryński.

Tworzenie w warunkach globalizacji i doskonałej mobilności kapitału, sprzyjającego klimatu dla rozwoju rynku *venture capital* w Polsce stanowi kluczowe wyzwanie dla twórców polityki dążących do budowania innowacyjnej i konkurencyjnej opartej na wiedzy gospodarki.

Literatura

Becker R., Hellmann T., *The Genesis of Venture Capital: Lessons from German Experience*, „Research Paper Series” 2000, July.

Black B.S., Gilson R.J., *Does Venture Capital Require an Active Stock Market?*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1999, no. 36-38.

Black B.S., Gilson R.J., *Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Bank versus Stock Markets*, „Journal of Economics” 1998, vol. 47.

Bottazzi L., Da Rin M., *When do Venture Capitalists Add Value?*, „Universita degli Studi del Piemonte Orientale Amedeo Avogadro” 2003, May.

EBRD, *Transition Report 2002*, London 2002.

Galante S.P., *An Overview of the Venture Capital Industry & Emerging Changes*, Venture Capital Institute, <http://www.vcinstitute.org/materials/galante.html>, kwiecień 2004.

Jeng L.A., Wells Ph.C., *The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries*, „Social Science Research Network” 1998, May, <http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/98070210.pdf?abstractid=103948>.

Woodward R., Górczyński M., *Wpływ otoczenia instytucjonalno-prawnego na rozwój Gospodarki Opartej na Wiedzy w Polsce*, <http://www.case.com.pl/plik--2242416.pdf?nlang=19>.

Mgr Dorota Krupa*
Katedra Zarządzania Finansami
Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu

Mgr Tomasz Koźliński**
Katedra Zarządzania Finansami
Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu

Investment Funds in Poland and the USA – Selected Aspects

Introduction

According to K. Geert Rouwenhorst, the investment fund concept dates back to Europe in the late 1700s, when, as he describes in *The Origins of Mutual Funds*, “a Dutch merchant and broker, Adriaan van Ketwich, invited subscriptions from investors to form a trust (...) to provide an opportunity to diversify for small investors with limited means”¹. Nowadays, investment funds are one of the most popular common savings-products in the world. This form of financial investment is directed both at private, and institutional investors. Investing in funds seems to be a perfect solution for those who do not feel familiar with the workings of financial markets, or do not have enough time to find the best way of investing their savings but, on the other hand, wish to allocate corporate and personal funds.

This article is an attempt to present some aspects of the investment fund industry in Poland and in the USA. The selection of the American market for comparison was determined by the fact that American funds’ assets are the highest in the world. The Polish fund industry has existed for only 13 years. The authors focused on the assets of investment funds and channels of distribution in these countries.

The Structure of Household Savings

Since 2002 a considerable decrease in retail deposits has become evident in the Polish banking sector. Changes in consumer preferences, the flow of all kinds of interest rates set by the National Bank of Poland, taxation of income from interest, as well as the fast and complex development of alternative forms of investments, have caused a continuous decrease in household preference for traditional deposits. The structure of household savings has changed in favor of investment funds, bonds, insurance (especially with built-in investment funds or semi-bank deposits) and stocks (Figure 1). Those alternative forms are preferred by clients due to higher interest and for tax reasons.

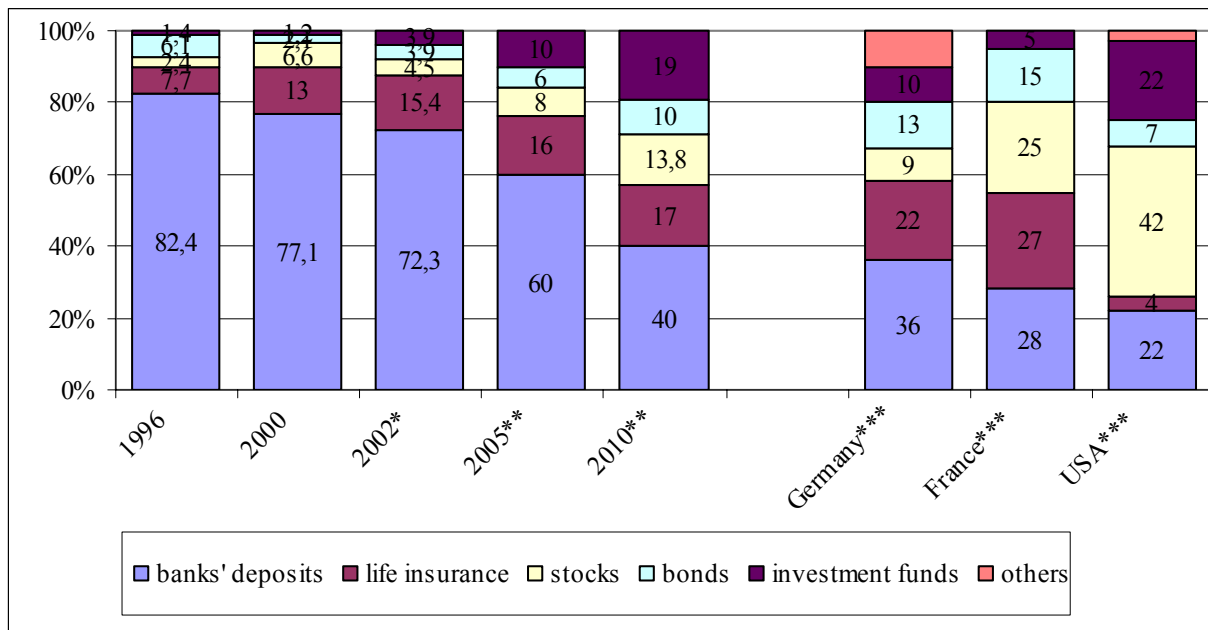
The paper contains some theses of the speech presented at the 9th International Conference of Doctoral Students *Plenty of Domains, One Aim, One Economy* on 4-6 July 2005 in the Nicolaus Copernicus University in Torun, Poland

* M.A., Dorota Krupa, Ph.D. student at Nicolaus Copernicus University in Torun, Faculty of Economic Sciences and Management, Department of Finance Management, ul. Gagarina 13a, 87-100 Toruń, Poland; e-mail: dorota.krupa@wp.pl

** M.A., Tomasz Koźliński, Ph.D. student at Nicolaus Copernicus University in Torun, Faculty of Economic Sciences and Management, Department of Finance Management, ul. Gagarina 13a, 87-100 Toruń, Poland;
e-mail: tomasz.kozlinski@wp.pl

¹ K.G. Rouwenhorst, *The Origins of Mutual Funds*, „Yale International Center for Finance Working Paper” 2004, No. 04-48, p. 1.

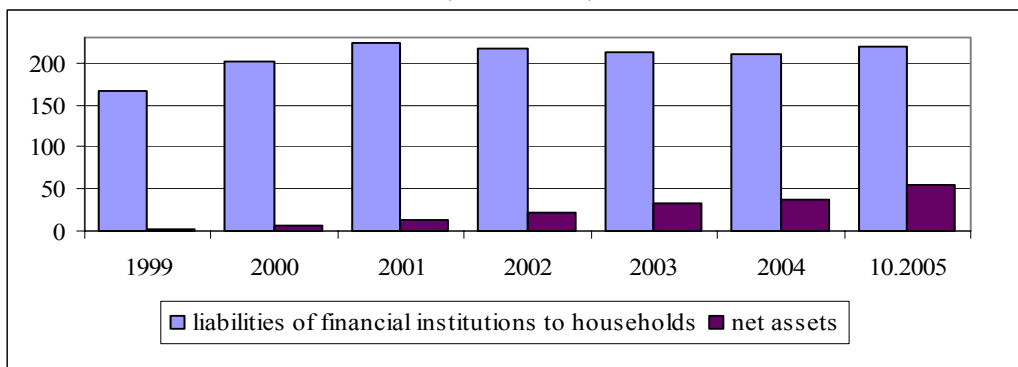
Figure 1. Structure of Household Savings in Poland and Selected Countries



Source: worked out by the authors on the basis of: *Fundusze przez Internet*, Educational Seminar, mBank, Warsaw 2003. * data on 30 VI 2002; ** forecast, *** actual data [sources:] GUS, NBP, PUNU, Rzeczpospolita.

Investment funds have gained about 54.2 billion PLN in retail savings as of the end of October 2005 (whereas liabilities of financial institutions to households amounted to over 200 billion PLN), and their assets continually grow faster than the whole Polish market (Figure 2)².

Figure 2. Net Assets of Investment Funds and Liabilities of Financial Institutions to Households in 1999-2005 (PLN billions)



Source: worked out by the authors on the basis of: *Raport 2004*, Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, p. 10 and NBP.

It is very difficult to predict the development path of the Polish savings market structure. More predictable changes are expected within channels of distribution of investment funds units and certificates.

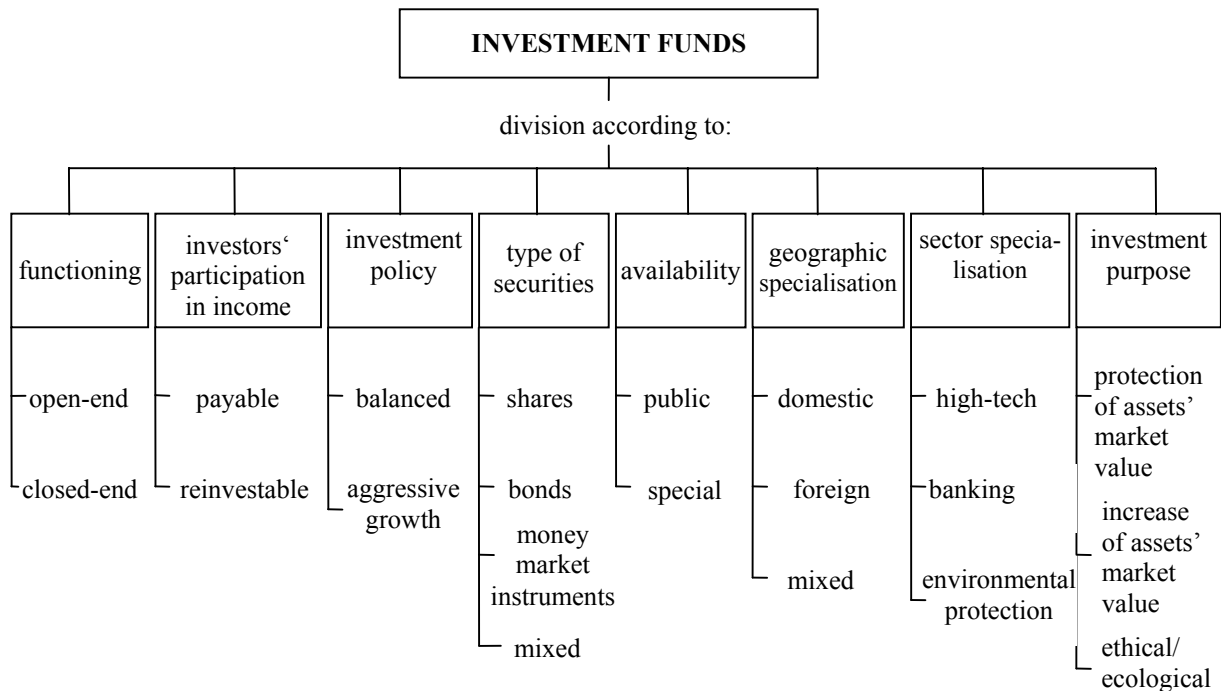
Types of Investment Funds

The range of investment funds provides investors various opportunities to invest on the financial market, taking into consideration individual investment preferences in the sphere of such risks as

² http://www.izfa.pl/dane/raport_2004.pdf

the expected return rate, operation line, geographical area and financial instruments, etc³. Their variety is an unquestioned advantage on the investment fund market (Figure 3).

Figure 3. Investment Funds Classification



Source: L. Dziawgo, *Eco-offers of Banks and Investment Funds. Poland & International Trends*, Wydawnictwo UMK, Toruń 2003, p.42.

Investment funds in the USA are highly regulated financial entities that must comply with federal laws and regulations. In particular, the Securities and Exchange Commission regulates investment funds under the Investment Company Act of 1940. The types of investment companies available to investors in the USA can be categorized into four main types:

- mutual funds (open-end investment funds),
- closed – end funds,
- exchange-traded funds (ETFs),
- unit investment trusts.

American “mutual funds” are management companies that (1) invest in diversified portfolios of assets; (2) are “open-end” in that they will redeem their shares at net asset value (NAV) at any time upon shareholder request. In other countries different names and definitions are used for similar businesses. The European Union, in an attempt to create a harmonized fund industry, has adopted a common definition of “Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities” or UCITS.

UCITS are - by definition – the only open-end investment funds that are marketed to the public and can adopt the contractual, or the corporate guise. Outside the UCITS directive, Member States may allow other types of investment funds in their jurisdiction, which do not benefit from the European passport⁴. Among these the so-called “non-harmonized” investment funds (non-UCITS) are, in particular, closed-end funds. The Polish Act on Investment Funds is based on UCITS III directives⁵.

³ L. Dziawgo, *Eco-offers of Banks and Investment Funds. Poland & International Trends*, Wydawnictwo UMK, Toruń 2003, p. 41.

⁴ See: D. Krupa, *Investment funds in Poland against the European investments' funds market* (in Polish), Ph.D. Students Conference *Contemporary Tendencies in Economics*, Nicolaus Copernicus University in Torun, Torun 15 IV 2005.

⁵ UCITS III directives: the European directive 85/611/EEC of 20 XII 1985 and two directives: 2001/107/EC, 2001/108/EC of 21 I 2002.

The first investment fund in Poland was established in 1992⁶. The new Act on Investment Funds was passed on the 27th May, 2004. According to this Act, an investment fund is “a legal entity whose sole area of activity is the collective investment of capital raised from the public – and also through private offerings, in instances defined in the Act – of offering the sale of units or investment certificates, in the securities, money market instruments and other property rights defined in the Act”⁷.

The types of investment funds available to investors in Poland can be categorized according to the formal legislation. An investment fund may be formed as:

- an open-end investment fund;
- a specialized open-end investment fund;
- a closed-end investment fund.

Investment Fund Industry

An investment fund is created by a management company, which manages it and represents it in relations with third parties. In the first half of 2005 there were 20 management companies (TFI), and 159 investment funds in Poland. They accumulated 13.5 billion USD. Most of the assets were UCITS funds (net assets of non-UCITS accounted for about 5%). U.S.-registered investment companies managed 8.6 trillion USD at year-end 2004. Mutual funds, managing nearly 95% of total investment company assets, 8.1 trillion USD. By year-end 2004 closed-end fund assets totaled 254 billion USD, exchange-traded funds (ETFs) 226 billion USD, and unit investment trusts (UITs) 37 billion USD.

Mutual funds in the USA accumulate over 50% of the world’s open-end funds’ assets. In the second quarter of 2005 mutual funds in the USA managed over 8.2 trillion USD and the total amount of assets of open-end investment funds in Poland was 12 billion USD (Figure 4).

Figure 4. Total Net Assets of Open-End Fund by Type in the Second Quarter 2005 (USD millions)

	Total	Equity	Bond	Money Market	Balanced/Mixed	Other
World	16 405 558	7 129 020	3 334 099	3 080 296	1 456 554	213 503
United States	8 218 120	4 472 429	1 335 355	1 865 389	544 947	-
France	1 328 669	344 138	243 291	461 310	279 930	-
Germany	282 684	124 974	93 562	41 644	20 393	2 112
United Kingdom	492 721	365 587	81 911	4 602	40 622	-
Poland	12 908	1 415	5 157	1 857	4 460	19

Source: *Worldwide Investment Funds Assets and Flows. Trends in the Second Quarter 2005*, International Statistical Release, EFAMA 2005, p. 4.

In October 2005 the combined assets of mutual funds in the USA were 8 496 billion USD. A decrease of 92.5 billion USD has been observed since September⁸. The most popular funds in the USA are: stock funds, taxable money market funds, and taxable bond funds (Figure 5).

⁶ Exactly: 28th VII 1992, but earlier (28th II 1992) the Commission of the Securities and Stocks allowed the foundation of the first funds trust and accepted the regulations of the first fund managed by that trust.

⁷ *The Act on investment funds of 27 V 2004*, „Journal of Laws” 2004, No. 146, item 1546.

⁸ According to the Investment Company Institute’s official survey of the mutual fund industry, www.ici.org/stats/mf/trends_10_05.html#TopOfPage (2 XII 2005).

Figure 5. Total Net Assets of Mutual Funds in the USA (USD billions)

	October 2005	September 2005	% change	December 2004
Stock Funds	4 662,7	4 759,5	-2,0	4 384,1
Hybrid Funds	552,1	561,6	-1,7	519,3
Taxable Bond Funds	1 007,3	1015,6	-0,8	962,6
Municipal Bond Funds	337,6	339,6	-0,6	327,7
Taxable Money Market Funds	1 611,5	1 592,5	1,2	1 602,8
Tax-Free Money Market Funds	325,2	320,1	1,6	310,3
Total	8 496,4	8 588,9	-1,1	8 106,9

Source: Investment Company Institute, *Trends In Mutual Fund Investing October 2005*, ICI Statistics & Research, Washington, D.C., [HThttp://www.ici.org/stats/mf/trends_10_05.html](http://www.ici.org/stats/mf/trends_10_05.html) (29 XI 2005).

Shares which are offered by American mutual funds can be categorized into three main share classes (A, B, C), which differ in their combination of front-end and assets-based commissions. Strong competition has led to the decrease of sales loads and fees by 60% for equity fund share classes and 43% for bond fund share classes between 1980-2001⁹. Assets-based distribution fees (Rule 12b-1) consist of 48-49% of distribution costs for investors¹⁰. In the case of the advisory channel, one-time sales charges or annual 12b-1 fees account for 1-2% of assets per year. Some advisors charge an hourly fee. The supermarket channel, or a discount broker, is a non-transaction-fee program, which started in 1992. In addition, mutual funds pay these brokers for recordkeeping, a basic level of advice to customers and marketing.

A Shares class represents load-based shares. Commission is paid by the customer for the fund's distribution, and reaches up to 5% depending on the fund's type. A Shares do not charge fees in the money market funds, but in case of conversion they are deducted. Some funds can take an additional percent from reinvested dividends and capital gains. The Security Exchange Commission allows them to charge annually a maximum 100 basis points in assets-based fees. Typically, they set an annual commission of 25-35 basis points. Hypothetical total annual returns are shown in Figure 6.

B Shares class does not use front-end fees, but an annual 12b-1 fee (about 100 basis points) and a contingent deferred sales load (CDSL), which is usually 5% in the first year, 1% in the fifth year and 0% in the sixth or seventh year. Later B Shares are converted to A Shares, which allows them to decrease annual asset-based fees to 0.25-0.35%.

C Shares class has an annual 12b-1 fee amounting to 1%, and contingent deferred sales load (CDSL) of 1% only in the first year. Loads are served to fund distribution every year. This kind of mutual fund is appealing to investors, who prefer to have a chance to move easily between funds.

⁹ *Ibidem*, p.2.

¹⁰ *Ibidem*, p.3.

Figure 6. Hypothetical Total Annual Return on A, B and C Shares (in %)¹

Holding Period	A Shares²	B Shares³	C Shares⁴
1	2.64	3.08	7.08
2	5.72	6.21	8.08
3	6.77	7.21	8.08
4	7.30	7.48	8.08
5	7.62	7.78	8.08
6	7.83	7.96	8.08
7	7.98	8.08	8.08
8	8.10	8.08	8.08
9	8.19	8.17	8.08
10	8.26	8.24	8.08
11	8.32	8.30	8.08
12	8.36	8.35	8.08
13	8.40	8.39	8.08
14	8.44	8.43	8.08
15	8.47	8.46	8.08

¹Assumptions for all share classes: before expense return – 10%, non-distribution expense ratio, 0.75%; redemptions occur at end of holding period; ²front-end sales load – 5.75%; 12 b-1 fee – 0.25%. ³CDSL: 5% in year 1, 4% in year 2; 3% in year 3, 2% in year 5, 1% in year 6, 0% thereafter; 12b-1 fee – 1%; ⁴CDSL: 1% in year 1, 0% thereafter; 12b-1 fee – 1%.

Source: J. D. Rea, B. K. Reid, *Mutual Fund Distribution Channels and Distribution Costs*, “Perspective” 2003, No. 3, p. 12, by: Securities and Exchange Commission, www.sec.gov/investor/tools/mfcc/mfcc-int.htm

Models of Distribution Channels

A greater choice of available distribution channels through which fund companies can sell their products to retail investors is likely to have a positive influence on the size of the investment fund sector.¹¹

Investment fund units and certificates are usually distributed through traditional channels, for example: bank branches, financial institutions, brokerage houses, agent networks, and post offices. Within the next few months, post offices will be a new "street-side" distribution channel of investment funds in Poland. Recently, more and more units have been sold on the Internet by management companies, banks and independent brokers.

The offering of investment funds units or certificates on the Internet is dependent on national or European regulations. The *Directive concerning the remote marketing of consumer financial services* covers all financial services liable to be provided at a distance, e.g. by telephone, the Internet, fax, or mobile phone. By definition, a financial service is any service of a banking, credit, insurance, personal pension, investment or payment nature (article 2.b)¹². According to the same directive, a remote contract means any contract concerning financial services concluded between a supplier and a consumer under an organized remote sales or service-provision scheme run by the supplier, who, for the purpose of that contract, makes exclusive use of one or more means of remote communication up to, and including the time at which the contract is concluded¹³. Means of remote communication refers to any means which, without the simultaneous physical presence of the supplier and the consumer, may be used for the remote marketing of a service between those parties¹⁴.

Generally, discount brokers do not provide investment advice, and investors must undertake their own research when choosing a fund. However, discount brokers provide a variety of products and tools to assist client decision-making. They provide a convenient platform through which investors can research funds, obtain fund literature, and purchase fund shares. Discount brokers and all

¹¹ See: A. Khorana, H. Servaes, P. Tufano, *Explaining the Size of the Mutual Fund Industry Around the World, Negotiation, Organization and Markets Harvard University*, “Harvard University Working Paper” 2004, No. 03-23. p. 18.

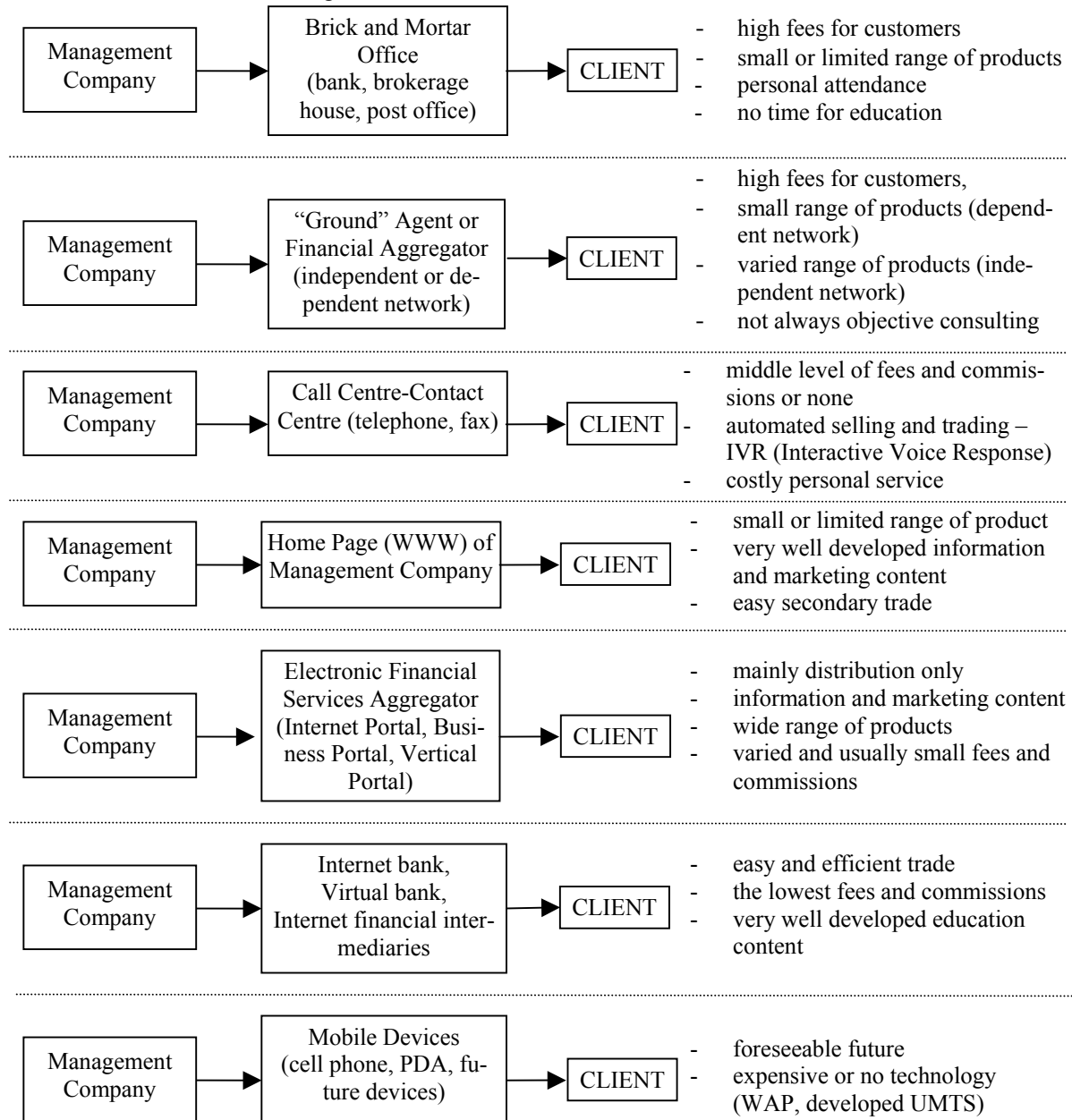
¹² DIRECTIVE 2002/65/EC, op. cit., p.19.

¹³ *Ibidem*, p.19.

¹⁴ *Ibidem*.

other kinds of online aggregators of financial services have natural transaction cost advantages for a management company, distributors and clients¹⁵.

Figure 7. Channels of Investment Fund Distribution



Source: worked out by the authors.

Distribution Channels in Poland

Almost all funds in Poland are distributed by traditional channels. Brokerage houses are most popular in selling investment funds and have gained about 50% of the market¹⁶. This is due to the fact that stock brokers are professionals who usually advise customers on this kind of investment in a bear market. Investment funds are also the easiest investment alternative for trading directly in the stock exchange, and do not require as much time and knowledge as stocks. The clients of investment funds

¹⁵ See: T. Kozlinski, *Transaction Cost Economics of Creators and Aggregators of Financial Services in the Internet* (in Polish), Ph.D. Students Conference *Contemporary Tendencies in Economics*, Nicolaus Copernicus University in Torun, Torun 15 IV 2005.

¹⁶ *Fundusze przez Internet*, Educational Seminar, mBank, Warsaw 25 III 2003., *Supermarket funduszy inwestycyjnych – nowa jakość w finansach osobistych*. Open Finance mBank, Educational Seminar, mBank, Warsaw 19 V 2004.

also include professionals, rich families, and wealthy individuals. Those groups have much in common with the clients of private banking, and personal contact is crucial in the investment service model. About 28% of funds are sold in traditional bank branches, mainly of the same capital group. Ground agents of independent or dependent networks distribute about 20% of all investment funds units or certificates. Remote channels of distribution, such as the Internet and contact centers, are not popular in Poland yet. In 2003 only about 2% of funds were sold this way. This situation will have to change soon because mBank Funds Supermarket and other Internet channels captured nearly 5% of shares in new total assets for the year 2004¹⁷.

Figure 8. The Internet Channels of Distributions of Polish Investment Funds

Management Company	Management Company Home Page - Selling	Internet/Virtual banks			Internet Financial Intermediaries
		mBank Funds Supermarket	MultiBank Saving Center	VOLKSWAGEN BANK direct	Obsługa Funduszy Inwestycyjnych Sp. Z o.o. iNetTrade
AIG	Transaction and Information Service STI				
BPH	Internet Bank System Sez@m	+	+		
BZ WBK AIB					
CU	+				+
Copernicus Capital					
DWS Polska	+	+	+		+
GTFI	+	+	+	+	+
ING	+				+
KBC	+	+	+		+
Millennium					
Opera					
Pionier PEKAO					
PKO/CS	Internet Bank System Inteligo				+
SEB	+	+	+	+	+
SKARBIEC	Transaction and Information Service STI	+	+		
ALLIANZ	+	+	+	+	+
BH		+	+		
PZU		+	+		
SKOK					
Union-Investment	Transaction and Information Service UniSieć				

Source: worked out by the authors (2 VII 2005).

Internet-based channels of distribution usually don't involve fees or commissions for clients. This is the most convenient way of trading and converting funds for active and qualified investors. In traditional channels all customers have to pay a special distribution fee (about 2-5%), and in addition a 2-3% annual fee for asset management. Aggregators and financial intermediaries also charge fees, covered by management companies or clients. Fees for management are usually added to the daily price of investment fund units. Traditional brokerage houses take almost all distribution fees (1-2%)

¹⁷ Ibidem.

and about a third of the fee for management. This explains why the costs of distribution by remote channels are so low, and why rational customers prefer this way of investing. Moreover, this method of offering products is also very profitable for management companies. MBank Funds Supermarket is a successful venture, which has attracted over 100 thousand investors and gained 400 million PLN in assets within 2.5 years of its activity, as of the end of the first half of 2005¹⁸.

Mutual Fund Distribution Channels in the USA

In the 1980s and 1990s, funds in the USA were sold mainly through personal selling or directly to investors. There has been a considerable decrease in the average cost of distribution services caused by strong competition between mutual funds, beneficial retirement regulations of the 401(k) plan and a wider range of professional advice offered to customers. There are five main types of distribution models in the USA: the direct channel, the advisory channel, the retirement plan channel, the discount brokerage channel and the institutional channel¹⁹. The first four are dedicated to retail, and the last to institutional investors. In the direct channel, investors deal directly with mutual funds by mail, phone, the Internet (contact centre – personal or IVR) or customer service centers. In other models investors can use third party intermediaries' networks or software tools. Third party specialized organizations could also be hired by mutual funds to distribute products. Advisers could work for all types of financial institutions: securities firms, banks, insurance agencies and financial planning firms. Their income is constituted by sales commissions (loads) and asset-based fees. The retirement plan channel of distribution is a long-term investing program for individuals, where funds are continually deducted by an employer from salary. The supermarket channel in the USA means an independent broker, who sells a large number of funds without transaction charges or sales loads at a discount. The institutional channel of distribution is provided to businesses, trusts, financial institutions, foundations and charities. Open-end funds can be categorized into five types, which are presented in Figure 9.

¹⁸ *Biuletyn użytkowników SFI 2005*, No 3, p. 1-2.

¹⁹ J.D. Rea, B.K. Reid, *Mutual Fund Distribution Channels and Distribution Costs*, "Perspective" 2003, No. 3, p. 2.

Figure 9. Principal Features of Mutual Fund Distribution Channels

Channel	Principal Investors Using the Channel	Companies or Organizations Providing Transaction Services	Method of Conducting Share Transactions	Mutual Funds Offered in the Channel	Investor Services
Direct	Individual investors	Mutual fund companies	Transaction orders placed directly with mutual fund companies by mail, telephone, Internet or at customer-service centers	Mutual funds of the fund company offering direct transactions	Investment information
Advice	Individual investors	Full-service securities firms, registered investment advisor firms and insurance agencies	Transaction orders placed with representatives of firms providing transaction services who transmit orders to fund companies	Mutual funds from a large number of fund companies	Investment information, advice, and ongoing assistance, access to funds from different companies within one account
Retirement Plan	Participants in defined contribution plans	Plan sponsor or employer	Transaction orders placed with plan administrators who transmit orders to fund companies	Limited number of mutual funds selected by plan sponsor	Investment information
Supermarket	Individual investors and registered investment advisers acting on behalf of individual investors	Discount brokers	Transaction orders placed with discount brokers who transmit orders to fund companies	Mutual funds from a large number of fund companies	Investment information, access to funds from different fund companies within one account
Institutional	Trusts, businesses, financial institutions, endowments, and other institutional investors	Mutual fund companies	Direct contact with mutual fund companies or with agents of the fund companies	Mutual funds of the fund companies offering direct transactions	Investment information

Source: worked out by the authors on the basis of: J.D. Rea, B.K. Reid, *Mutual Fund Distribution Channels and Distribution Costs*, "Perspective" 2003, No. 3, p. 4.

The most popular ways of purchasing funds are the advisory channel (55%), the retirement plan system (16%, about 1 trillion USD), the institutional channel (13%), direct sales (12%), and finally the supermarket channel (5%) as of the end of 2002²⁰. From the household point of view the participation in funds takes place mostly through the retirement plan (48%), the advisory channel (37%), the direct channel (10%) and supermarket channel (5%).

Mutual fund distribution channels in the USA are related to various classes of shares offered by mutual funds. In 2002, more than half of all mutual funds had two or more share classes with different distribution, service and expense arrangements. These multi-class mutual funds give investors several ways to pay for the services provided by financial advisors.

Summary

Assets of investment funds are sharply increasing in Poland and the USA, and this kind of common investment is becoming more and more important. There are about 200 investment funds in Poland, and several thousands in the USA.

The changes in the distribution of investment funds during the last few years have allowed investors to choose from a wider range of services, and provided better access to investment funds than ever before. Internet channels of distribution will probably not dominate traditional ways of selling investment funds, but nonetheless have a great potential for the future. Strong competition results in a considerable decrease of commissions and asset-based fees, yet this system becomes more complicated and less transparent for investors.

References

1. *Biuletyn użytkowników SFI 2005*, No. 3.
2. *Directive 2000/31/EC of 8 VI 2000 on certain legal aspects of information society services, in particular electronic commerce, in the Internal Market (Directive on electronic commerce)*, Official Journal of the European Communities L 178, 17 VII 2000
3. *Directive 2002/65/EC of 23 VIII 2002 concerning the distance marketing of consumer financial services and amending Council Directive 90/619/EEC and Directives 97/7/EC and 98/27/EC*, Official Journal of the European Communities L 271, 9 X 2002.
4. Dziawgo L., *Eco-offers of Banks and Investment Funds. Poland & International Trends*, Wydawnictwo UMK, Toruń 2003.
5. *Fundusze przez Internet*, Educational Seminar, mBank, Warsaw 25 III 2003.
6. Khorana A., Servaes H., Tufano P., *Explaining the Size of the Mutual Fund Industry Around the World, Negotiation, Organization and Markets Harvard University*, "Harvard University Working Paper" 2004, No. 03-23.
7. Kozlinski T., *Transaction Cost Economics of Creators and Aggregators of Financial Services in the Internet* (in Polish), Ph.D. Students Conference *Contemporary Tendencies in Economics*, Nicholas Copernicus University in Torun, Torun 15 IV 2005.
8. Krupa D., *Investment funds in Poland against the European investments' funds market* (in Polish), Ph.D. Students Conference *Contemporary Tendencies in Economics*, Nicholas Copernicus University in Torun, Torun 15.04.2005.
9. *Raport 2004* (in Polish), Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, 2005.
10. Rea J.D., Reid B.K., *Mutual Fund Distribution Channels and Distribution Costs*, "Perspective" 2003, No. 3, Investment Company Institute.
11. Rea J.D., Reid B.K., Lee T., *Mutual Fund Costs 1980-1998*, "Perspective" 1999, No. 4, Investment Company Institute.
12. Rouwenhorst K.G., *The Origins of Mutual Funds*, "Yale International Center for Finance Working Paper" 2004, No. 04-48.
13. *Supermarket funduszy inwestycyjnych – nowa jakość w finansach osobistych. Open Finance mBank*, Educational Seminar, mBank, Warsaw 19 V 2004.
14. *The Act on investment funds of 27 V 2004*, "Journal of Laws" 2004, No. 146, item 1546.
15. <http://www.izfa.pl>
16. <http://www.mbank.pl>
17. <http://www.sec.gov>

²⁰ *Ibidem*, p.3.

Dr Małgorzata Paszkowska
Katedra Prawa
Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania w Rzeszowie

**FINANSOWANIE SYSTEMU OPIEKI ZDROWOTNEJ
W WYBRANYCH PAŃSTWACH UE**

W sytuacji trwającego od lat kryzysu polskiego systemu opieki zdrowotnej oraz przystąpienia Polski 1 maja 2004 r. do Unii Europejskiej należy uznać za ważne przybliżenie problematyki finansowania świadczeń zdrowotnych w UE. Przedmiotem analizy niniejszego artykułu są modele finansowania systemu zdrowotnego w wybranych krajach „starej” UE (tj. Wspólnoty tworzonej przez państwa przed ostatnią akcesją, czyli przed 16 kwietnia 2003 r.). Po przybliżeniu podstaw prawnych polityki UE w ochronie zdrowia i przedstawieniu teoretycznych, klasycznych modeli finansowania opieki zdrowotnej omówiono przyjęty w Polsce model finansowania świadczeń zdrowotnych. W artykule przedstawiono też finansowanie ochrony zdrowia w Niemczech, Wielkiej Brytanii, Szwecji i Francji.

Systemy zdrowotne w powyższych państwach UE uważane są za najefektywniejsze – zapewniają one szeroki zakres usług medycznych wysokiej jakości. Jednakże i te systemy przechodzą stale ewolucję, gdyż nie obce są im kryzysy o podłożu ekonomicznym i społecznym. Jednym z coraz powszechniej występujących problemów opisanych krajów są np. niedobory personelu medycznego (zarówno lekarzy, jak i pielęgniarek). W konsekwencji zatrudniani są profesjonalści medyczni z innych krajów członkowskich UE, w tym z Polski. Polscy lekarze i pielęgniarki w coraz większej liczbie z przyczyn ekonomicznych decydują się na wyjazd do pracy do państw UE. W efekcie w niedalekiej przyszłości polski system zdrowotny będzie borykał się z problemem niedoboru personelu medycznego. Jedynie zmiany w systemie finansowania opieki zdrowotnej w Polsce mogą zapobiec temu niekorzystnemu zjawisku.

WPROWADZENIE

Na początku należy wyjaśnić, iż nie można mówić o jednolitej polityce UE w zakresie finansowania opieki medycznej w jej krajach członkowskich, gdyż takiej polityki po prostu nie ma. Brak odpowiednich regulacji unijnych w powyższym zakresie wynika z zasad polityki UE w ochronie zdrowia. UE nie odgrywa istotnej, formalnej roli w zakresie opieki zdrowotnej¹. Wyraźne kompetencje WE w zakresie ochrony zdrowia mają bardzo ograniczony zakres i dotyczą właściwie tylko dziedziny zdrowia publicznego. Od lat 90. XX w. UE zaczyna zaznaczać coraz wyraźniej swoją rolę w zakresie zdrowia publicznego. Związane jest to, z jednej strony, z posiadaniem przez UE kompetencji formalnych w dziedzinie zdrowia publicznego, z drugiej zaś – z intensywnym rozwojem tej dziedziny. Ponadto za czynniki wpływające na powyższą politykę należy uznać czynniki epidemiologiczne (m.in. pojawienie się epidemii BSM i ptasiej grypy, zwiększenie liczby zachorowań na AIDS wśród Europejczyków) i ekonomiczne (z uwagi na kryzys większości europejskich systemów finansowania opieki zdrowotnej zwrócono większą uwagę na promocję zdrowia i zapobieganie chorobom, które to działania w dalszej perspektywie przynoszą duże oszczędności dla budżetów, z których pochodzą środki na leczenie).

Zdrowie publiczne, jako dziedzina wiedzy, ukształtowało się w Stanach Zjednoczonych. Kluczową pozycję w koncepcji zdrowia publicznego zajmuje promocja zdrowych stylów życia i działania prewencyjne. Jego rozwój w Europie przypada na lata 70.-80. XX w. Zdrowie publiczne obejmuje szeroki obszar działań, dotyczy wielu aspektów zdrowia społeczeństwa, wpływa na kształt polityki społecznej i zdrowotnej państwa oraz współdziała ze wszystkimi sektorami społeczno-gospodarczymi, organizacjami społecznymi oraz ludźmi. Zdrowie publiczne jest zatem szeroko pojętą dziedziną obejmującą działania dotyczące stanu zdrowia pewnej zbiorowości, natomiast klasyczna definicja zdrowia publicznego, sformułowana przez Winslowa, a ujęta w dokumentach WHO, określa zdrowie publiczne jako wiedzę i sztukę służącą zapobieganiu chorobom, poprawie oraz przedłużaniu życia, zdrowia i vitalności fizycznej, a także psychicznej jednostek².

Najkrócej można zdefiniować zdrowie publiczne jako system wiedzy i działań służących utrzymaniu oraz pomnażaniu stanu zdrowia w skali społecznej. Jednym ze strategicznych elementów zdrowia publicznego jest administrowanie i zarządzanie opieką zdrowotną (dodanym do definicji

¹ Szerzej o polityce UE w zakresie ochrony zdrowia: P.J. Belcher, *Rola UE w ochronie zdrowia*, Ignis Warszawa 2001; P. Saganek, *Ochrona zdrowia*, [w:] *Prawo Unii Europejskiej. Prawo materialne i polityki*, red. J. Barcz, Prawo i Praktyka Gospodarcza, Warszawa 2003, s. 413 i n.

² A. Czupryna, S. Paździoch, A. Ryś, C. Włodarczyk, *Zdrowie publiczne*, t. I, Vesalius, Kraków 2001, s. 13.

przez WHO w latach 70. XX w.)³. Działania UE sprowadzają się przede wszystkim do tworzenia i realizacji programów w zakresie zdrowia publicznego, w aspekcie promocji zdrowia i zapobiegania chorobom, pomijając zasadniczo problematykę administrowania opieką zdrowotną⁴. Odpowiedzialnymi za wdrożenie programów w życie są administracje krajów członkowskich, a Wspólnota jedynie wspiera i koordynuje działania na szczeblu międzynarodowym, nie naruszając jednakże kompetencji państw członkowskich.

PODSTAWY PRAWNE POLITYKI UE W ZAKRESIE OCHRONY ZDROWIA

Analizując źródła, w szczególności prawa pierwotnego Wspólnot, bardzo trudno doszukać się regulacji w zakresie ochrony zdrowia. Najwcześniejsze odniesienie do szeroko rozumianej ochrony zdrowia w prawie pierwotnym UE znajduje się w traktacie rzymskim, następne zaś dopiero w Jednolitym Akcie Europejskim, a tak naprawdę konkretne i znaczące – w traktacie z Maastricht, przeniesione następnie do traktatu z Amsterdamu⁵. Podstawowe regulacje w zakresie ochrony zdrowia dotyczyły:

- 1) traktat paryski z 1951 r. – działań w zakresie bezpieczeństwa i higieny pracy,
- 2) traktat rzymski z 1957r. – zakładał jako jeden z podstawowych celów Wspólnoty poprawę warunków pracy i życia,
- 3) traktat z Maastricht z 1992 r. – zawierał zapis w art. 129. o dążeniu do wysokiego poziomu ochrony zdrowia, stanowi on obecnie treść art. 152. traktatu z Amsterdamu.

Obecnie art. 152. traktatu amsterdamskiego stanowi podstawową regulację w zakresie ochrony zdrowia w prawie UE. Nakłada on na Wspólnotę obowiązek zapewnienia wysokiego poziomu ochrony zdrowia ludzkiego przy określaniu i urzeczywistnianiu wszelkich polityk i działań oraz wyznacza kierunek działań Wspólnoty, mając na celu zapobieganie chorobom i dolegliwościom ludzkim oraz usuwanie źródeł zagrożeń dla zdrowia ludzkiego. Wspólnota uzupełnia działania państw członkowskich w celu zmniejszenia szkodliwych dla zdrowia skutków narkomanii. Działania Wspólnoty w dziedzinie zdrowia publicznego mają w pełni respektować obowiązki krajów członkowskich, dotyczące organizacji i dostarczania świadczeń zdrowotnych oraz opieki medycznej⁶. Analizując regulacje prawne UE, można stwierdzić, iż działalność Unii Europejskiej w zakresie organizacji opieki zdrowotnej ogranicza się zgodnie z treścią art. 152. traktatu z Amsterdamu (obowiązującego od 1 maja 1999 r.) w zasadzie do:

- 1) środków ustanawiających wysokie standardy jakości i bezpieczeństwa narządów, substancji pochodzenia ludzkiego, krwi i jej pochodnych,
- 2) środków podejmowanych w celu ochrony zdrowia publicznego w obszarach weterynarii i ochrony roślin,

³ Por. I. Wrześniewska-Wal, *Wspólnotowe regulacje prawne w dziedzinie zdrowia publicznego*, „Prawo i Medycyna” 2004, nr 4, s. 100.

⁴ Najważniejsze programy UE w zakresie zdrowia publicznego, obrazujące jej politykę zdrowotną to:

- **program zwalczania AIDS i innych chorób zakaźnych na lata 1996-2000**, Decyzja nr 647/96/WE Parlamentu Europejskiego i Rady Europejskiej z 29 marca 1996 r.,
- **program zwalczania nowotworów na lata 1996-2000**, Decyzja nr 96/646/WE Parlamentu Europejskiego i Rady Europejskiej z 29 lipca 1996 r.,
- **program zwalczania uzależnień lekowych na lata 1996-2000**, Decyzja nr 102/97/WE Parlamentu Europejskiego i Rady Europejskiej z 16 grudnia 1996 r.,
- **program promocji zdrowia na lata 1996-2000**, Decyzja nr 645/96/WE Parlamentu Europejskiego i Rady Europejskiej z 29 marca 1996 r.,
- **program monitorowania stanu zdrowia na lata 1997-2001**, Decyzja nr 1400/97/EC Parlamentu Europejskiego i Rady Europejskiej z 30 czerwca 1997 r.,
- **program zwalczania chorób związanych z zanieczyszczeniem środowiska na lata 1999-2001**, Decyzja nr 1296/1999/EC Parlamentu Europejskiego i Rady Europejskiej z 29 kwietnia 1999 r.,
- **program zapobiegania wypadkom i urazom na lata 1999-2003**, Decyzja nr 372/1999/EC Parlamentu Europejskiego i Rady Europejskiej z 8 lutego 1999 r.,
- **program dotyczący chorób rzadko występujących na lata 1999-2003**, Decyzja nr 1295/1999/EC Parlamentu Europejskiego i Rady Europejskiej z 29 kwietnia 1999 r.,

nowy wspólnotowy program zdrowia publicznego 2003-2008, Decyzja nr 1786/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady Europejskiej z 23 września 2002 r.

⁵ Por. M. Paszkowska, *Ochrona zdrowia w UE*, „Prawo i Medycyna” 2004, nr 3, s. 107.

⁶ Por. art. 152. traktatu z Amsterdamu z 1997 r.

- 3) ochrony i poprawy zdrowia ludzi, wyłączając harmonizację jakichkolwiek przepisów prawa państw członkowskich⁷.

Finansowanie i zapewnienie opieki zdrowotnej (świadczeń zdrowotnych) stanowi wyłączny obowiązek krajów członkowskich, a nie Unii Europejskiej. Nie istnieją bowiem normy unijne, nakładające na UE taki obowiązek. Organizacja służby zdrowia i systemu ubezpieczeń zdrowotnych należy do wyłącznej kompetencji krajów członkowskich. Państwa członkowskie UE we własnym zakresie kształtują systemy ochrony zdrowia w swoich krajach.

MODELE FINANSOWANIA SYSTEMU ZDROWOTNEGO

System zdrowotny (ochrony zdrowia) jest wyodrębnioną, całością, złożoną z wielu różnorodnych elementów, między którymi zachodzą różnorodne relacje i który realizuje cel związany ze zdrowiem⁸. System zdrowotny wyróżnia rzeczywistość ochrony zdrowia określonego kraju w stosunku do innych krajów. Systemy ochrony zdrowia poszczególnych krajów UE różnią się między sobą. Różnica ta dotyczy przede wszystkim sposobu finansowania ochrony zdrowia w danym kraju. Generalnie można wyróżnić 2 systemy (modele) finansowania krajowego systemu zdrowotnego:

- 1) ubezpieczeniowy (oparty na ubezpieczeniu zdrowotnym obywateli),
- 2) podatkowy (oparty na podatkach ogólnych).

Ubezpieczeniowe systemy opieki zdrowotnej funkcjonują we Francji, Holandii, Luksemburgu i Niemczech, natomiast oparte na podatkach ogólnych działają w Danii, Finlandii, Hiszpanii, Irlandii, Szwecji, Portugalii i Wielkiej Brytanii. Poza dwoma powyższymi modelami finansowania systemu zdrowotnego można wyróżnić jeszcze model mieszany, zawierający w sobie elementy ubezpieczeniowego i podatkowego. Model ten jest najmniej popularny w praktyce (obowiązuje w Belgii i Grecji).

W krajach Unii Europejskiej zasadniczo funkcjonuje jeden z 2 klasycznych modeli organizacyjnych systemu opieki zdrowotnej – Bismarcka lub Beveridgea. Wyróżnia się jeszcze model Siemaszki (funkcjonował on w Polsce do 1999 r.) jednakże z uwagi na jego podobieństwo do modelu Beveridgea będą one traktowane jako jeden model – narodowej służby zdrowia (zwany też budżetowym). Model organizacyjny systemu opieki zdrowotnej przekłada się bezpośrednio na sposób (model) finansowania opieki zdrowotnej danego kraju.

Model ubezpieczeniowy jest najstarszym z klasycznych i wywodzi się z rozwiązań przyjętych w ustawie o ubezpieczeniu na wypadek choroby, z pakietu ustaw socjalnych, zainicjowanych przez kanclerza Rzeszy Niemieckiej, Otto von Bismarcka, i nazywany jest z tego powodu „modelem bismarckowskim”⁹. Model ten oparty jest na ubezpieczeniach, których celem jest ochrona ludzi (pracowników) przed nieprzewidywalnym zdarzeniem (chorobą) i wynikająca z niego utrata bezpieczeństwa materialnego rodziny¹⁰. Płatnicy Kasy Chorych zawierają kontrakty z instytucjami opieki zdrowotnej na świadczenie usług zdrowotnych ubezpieczonej populacji. W ujęciu klasycznym ubezpieczenie jest obowiązkowe tylko dla osób o niższych dochodach (np. w Polsce uczestnictwo w systemie jest dotychczas obowiązkowe dla wszystkich), natomiast osoby o wyższych dochodach mogą dobrowolnie uczestniczyć w funduszach lub przystąpić do prywatnych programów ubezpieczeniowych. Do cech charakterystycznych tego modelu można zaliczyć:

1. powołanie ustawowych instytucji ubezpieczeniowych – kas chorych,
2. utworzenie ze składek na ubezpieczenie funduszy przeznaczonych na finansowanie określonych świadczeń przysługujących ubezpieczonym,
3. współpłacenie składek w określonej partycypacji przez pracownika i pracodawcę,
4. zarządzanie funduszami przez niezależne od administracji państwowej zarządy, kontrolowane także przez reprezentantów ubezpieczonych,
5. zawieranie kontraktów ze świadczeniodawcami ochrony zdrowia na realizację świadczeń dla ubezpieczonych,
6. szeroka możliwość wyboru ubezpieczyciela (regionalny bądź branżowy),

⁷ Por. art. 152., ust. 4. traktatu z Amsterdamu z 1997 r.

⁸ C. Włodarczyk, S. Paździoch, *Systemy zdrowotne*, Wyd. UJ, Kraków 2001, s. 6.

⁹ M. Balicki, Z. Koronkiewicz, *System organizacji i finansowania opieki zdrowotnej*, [w:] *Prawo medyczne*, red. L. Kubicki, Wyd. Medyczne & Urban Partner, Wrocław 2003, s. 134.

¹⁰ Por. M. Kautsch, J. Klich, M. Whitfeld, *Zarządzanie w opiece zdrowotnej*, Wyd. UJ, Kraków 2001, s. 33.

7. zwrot kosztów świadczeń zdrowotnych lub finansowanie zrealizowanych świadczeń na rzecz ubezpieczonych¹¹.

Charakterystyczne dla modelu Bismarcka jest uczestnictwo w decydowaniu o finansowaniu świadczeń zdrowotnych szerszego gremium, obejmującego zarówno przedstawicieli medycznych organizacji zawodowych, samorządów lokalnych, jak i pracodawców. Ubezpieczenie pokrywa zazwyczaj wydatki na świadczenia zdrowotne i niektórych wypadkach zwrot utraconych zarobków.

Po II wojnie światowej ukształtował się model angielskiej narodowej (państwowej) służby zdrowia, wprowadzony w 1948 r. w Wielkiej Brytanii przez lorda Beveridge'a. Beveridge wyłączył z systemu ubezpieczeń społecznych opiekę medyczną, tworząc dla niej specjalny fundusz finansowany z podatków ogólnych. Służba zdrowia zyskała także odrębność w sferze zarządzania i organizacji, a powszechne świadczenia zdrowotne uzyskały finansowanie z budżetu państwa. Charakterystyczne dla tego modelu jest świadczenie usług wszystkim bez względu na status społeczny¹². Państwo jest odpowiedzialne na powszechny dostęp do usług zdrowotnych i realizuje ten obowiązek za pośrednictwem państwowej służby zdrowia. Środki na opiekę zdrowotną pochodzą z podatków ogólnych (centralnych) lub lokalnych.

Głównymi cechami charakterystycznymi modelu Beveridge'a są:

1. wydzielenie i ustawowe określenie wielkości środków finansowych budżetu państwa, przeznaczonych na finansowanie opieki zdrowotnej,
2. państwowa organizacja udzielania świadczeń (publiczne zakłady opieki zdrowotnej),
3. nadzór i kontrola administracji państwowej (rządowej i samorządowej) nad systemem ochrony zdrowia,
4. uprawnieni do świadczeń są wszyscy obywatele lub mieszkańcy kraju (wyłączenia na podstawie listy negatywnej),
5. kontrakty (oparte na zakupie przez państwo świadczeń zdrowotnych na rzecz obywateli) z dysponentem środków publicznych¹³.

Model Beveridge'a występuje obecnie w zasadniczo klasycznej postaci w Wielkiej Brytanii, natomiast Bismarcka w Niemczech. Przedstawione klasyczne modele systemu opieki zdrowotnej mają zalety i wady, a w praktyce funkcjonują najczęściej ich zmodyfikowane wersje. Systemy zdrowotne większości krajów „starej” Unii uległy ponadto w praktyce konwergencji-idee jednego z modeli adaptowane są przez inne modele.

Kraje postkomunistyczne, które także po II wojnie światowej wprowadziły państwową i powszechną służbę zdrowia (choć nie na podstawie modelu angielskiego, lecz tzw. modelu Siemaszki), wracają do systemów ubezpieczeniowych. Powojenny model to tzw. scentralizowany model organizacji i finansowania ochrony zdrowia, nazwany potem „siemaszkowskim”. Zakładał on m.in.:

1. finansowanie ochrony zdrowia z budżetu państwa, oparte na zasadzie centralnego planowania,
2. państwową organizację udzielania świadczeń (państwowe są jednostki służby zdrowia, pracownicy są urzędnikami państwowymi),
3. brak sektora prywatnego w ochronie zdrowia, wszyscy uprawnieni do świadczeń są pracownikami zarobkowymi,
4. kontrakty oparte na zakupie przez Państwo świadczeń zdrowotnych na rzecz obywateli¹⁴.

Analiza systemów zdrowotnych krajów członkowskich UE wykazuje, iż mimo wielu podobieństw nie można ich wszystkich zakwalifikować do określonych „klasycznych” modeli, a istniejące rozwiązania mogą pochodzić w różnym zakresie i proporcjach z innych – modelu Bismarcka czy Beveridge'a. Z przyjętego modelu systemu zdrowotnego w danym kraju wynika bezpośrednio metoda finansowania opieki zdrowotnej, dlatego też można wyróżnić dwa główne źródła

¹¹ S. Golinowska, *Funkcjonowanie systemu ustawowych kas chorych w Niemczech*, „Prawo i Medycyna” 2001, nr 3, s. 92-104.

¹² Por. M. Kautsch, J. Klich, M. Whitfeld, *op.cit.*, s. 31.

¹³ Por. M. Dziubińska-Michalewicz, *System opieki zdrowotnej. Modele ubezpieczeń zdrowotnych w systemie ubezpieczeń społecznych*, „Studia i Materiały Instytutu Pracy i Spraw Socjalnych” 1993, z. 3 (376), s. 51.

¹⁴ G. Jasiński, *Wybrane aspekty organizacji i metod finansowania systemów ochrony zdrowia w państwach europejskich*, „Biuletyn Kas Chorych” kwiecień 2001, nr 3-4, s. 16-22.

finansowania, tj. podatki i ubezpieczenia. W praktyce występuje również współpłatność pacjenta za usługi medyczne, jednakże nie jest to źródło o dominującym ekonomicznym znaczeniu (niewiele pieniędzy wpływa w ten sposób do systemu). Dominującymi źródłami zasilania systemu zdrowotnego są podatki lub obowiązkowe składki ubezpieczeniowe, natomiast uzupełniającymi – dobrowolne ubezpieczenia prywatne oraz opłaty bezpośrednie. W systemach płatności dominują dwie alternatywne formy: opłata za usługę (*fee-for-service*) oraz kapitacyjna (ustalona kwota za każdą osobę objętą opieką)¹⁵. Finansowanie systemu opieki zdrowotnej było i będzie dla wielu krajów jednym z podstawowych problemów ekonomiczno-społecznych.

FINANSOWANIE SYSTEMU ZDROWOTNEGO W POLSCE

Zgodnie z art. 68. Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej z 1997 r., „każdy ma prawo do ochrony zdrowia”. Ponadto powyższy przepis przyznaje obywatelom prawo równego dostępu do świadczeń opieki zdrowotnej, finansowanych ze środków publicznych¹⁶. Zasady zawarte w art. 68. Konstytucji są fundamentalnymi dla systemu ochrony zdrowia w Polsce.

Proces reformowania polskiego systemu zdrowotnego został zapoczątkowany w 1989 r. w związku z zasadniczymi zmianami ustroju politycznego i gospodarczego państwa, jednakże zmiany samego systemu opieki zdrowotnej postępowały wolno. Duże znaczenie dla procesu reform miało uchwalenie ustawy z 30 sierpnia 1991 r. o zakładach opieki zdrowotnej, która do chwili obecnej ma podstawowe znaczenie dla organizacji ochrony zdrowia w Polsce. Konsekwencją ustawy o ZOZ było m.in. usamodzielnienie większości zakładów opieki zdrowotnej (z zakładów budżetowych). Ponadto zaczął się rozwijać rynek prywatnych dostawców usług medycznych. 6 lutego 1997 r. uchwalono ustawę o powszechnym ubezpieczeniu zdrowotnych¹⁷. Zrewolucjonizowała ona system zdrowotny w Polsce i przesądziła na dłuższy czas o sposobie finansowania usług medycznych. Po raz pierwszy w Polsce do systemu zdrowotnego wprowadzono rachunek ekonomiczny w miejsce zasady wykonywania przydzielonego budżetu¹⁸. Ustawa wprowadziła powszechne ubezpieczenie zdrowotne w oparciu o model Bismarcka (z modyfikacjami). Od 1 stycznia 1999 r. (tj. od momentu wejścia w życie ustawy) polski system zdrowotny zmienił się z modelu narodowej służby zdrowia (w wersji Siemaszki) na model ubezpieczeniowy. Finansowanie przedmiotowe (zakontraktowanej usługi) zastąpiło podmiotowe (budżetowanie ZOZ). Działanie nowego systemu ubezpieczeń zdrowotnych realizowane było przez instytucje ubezpieczenia zdrowotnego, zwane kasami chorych (powołano ich 17). Funkcjonowanie kas chorych w latach 1999-2002 spowodowało w skali kraju zróżnicowanie oferowanego zakresu i dostępu do świadczeń zdrowotnych, a także indywidualne kreowanie polityki zdrowotnej¹⁹.

Remedium na pogłębiający się kryzys ochrony zdrowia miała być ustawa z 23 stycznia 2003 r. o Narodowym Funduszu Zdrowia, która zastąpiła ustawę o powszechnym ubezpieczeniu zdrowotnym. W praktyce nowa ustawa niewiele różniła się od swej poprzedniczki. Wprowadzona została nowa instytucja ubezpieczenia zdrowotnego – Narodowy Fundusz Zdrowia (jeden z oddziałami wojewódzkimi w miejsce 17 kas chorych). Zasady gospodarki finansowej NFZ w porównaniu z kasami chorych nie zostały istotnie zmienione poza wprowadzeniem funduszu zapasowego (zwiększanego lub zmniejszanego w zależności od wyników finansowych za dany rok obrotowy). Ustawa z 27 sierpnia 2004 r. o świadczeniach opieki zdrowotnej, finansowanej ze środków publicznych zastąpiła ustawę o NFZ, uznaną przez Trybunał Konstytucyjny w grudniu 2003 r. za niezgodną z Konstytucją. W istocie ustawa niewiele się różni od poprzedniej, nie ma w niej bowiem spisu świadczeń gwarantowanych, a jedynie tzw. koszyk negatywny, na podstawie którego należy się domyśleć, że wszystko, co poza nim – jest dostępne w ramach powszechnego ubezpieczenia zdrowotnego. Art. 15. ustawy określa świadczenia zdrowotne, przysługujące pacjentowi, natomiast art. 16. nienależne, które ponadto określone zostały w załączniku do ustawy. Ubezpieczony pacjent nie ma prawa do finansowania ze środków publicznych, m.in. nieobowiązkowych szczepień ochronnych, operacji zmiany płci, chirurgii plastycznej kosmetycznej, psychoanalizy. Zakres

¹⁵ E. Hibner, *Zarządzanie w systemie ochrony zdrowia*, Wyd. WSHE, Łódź 2003, s. 77.

¹⁶ Por. art. 68., ust. 1. i ust. 2. Konstytucji RP z 2 kwietnia 1997 r. (DzU nr 78, poz. 483).

¹⁷ DzU nr 20, poz. 153 z późn. zm.

¹⁸ E. Hibner, *op.cit.*, s. 175.

¹⁹ M. Balicki, Z. Koronkiewicz, *op.cit.*, s. 149.

wyłączeń zawartych w ustawie ubezpieczeniowej jest nadal bardzo mały. Ubezpieczonymi na podstawie przepisów ustawy o świadczeniach opieki zdrowotnej finansowanych ze środków publicznych (zwanej dalej ustawą ubezpieczeniową) są osoby posiadające obywatelstwo polskie i zamieszkujące na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, jeżeli:

1. podlegają obowiązkowi ubezpieczenia zdrowotnego,
2. ubezpieczają się dobrowolnie²⁰.

Ubezpieczenie zdrowotne w Polsce jest oparte w szczególności na zasadach:

1. solidarności społecznej,
2. samorządności,
3. samofinansowania,
4. prawa wolnego wyboru lekarza,
5. zapewnienia równego dostępu do świadczeń,
7. gospodarności i celowości działania²¹.

Świadczeniobiorcy mają, na zasadach określonych w ustawie, prawo do świadczeń opieki zdrowotnej, których celem jest zachowanie zdrowia, zapobieganie chorobom i urazom, wczesne wykrywanie chorób, leczenie, pielęgnacja oraz zapobieganie niepełnosprawności i jej ograniczanie. Świadczeniobiorcy zapewnia się i finansuje ze środków publicznych:

1. badanie diagnostyczne, w tym medyczną diagnostykę laboratoryjną,
2. świadczenia na rzecz zachowania zdrowia, zapobiegania chorobom i wczesnego wykrywania chorób, w tym obowiązkowe szczepienia ochronne,
3. podstawową opiekę zdrowotną,
4. świadczenia w środowisku nauczania i wychowania,
5. ambulatoryjne świadczenia specjalistyczne,
6. rehabilitację leczniczą,
7. świadczenia stomatologiczne,
8. leczenie szpitalne,
9. świadczenia wysokospecjalistyczne,
10. leczenie w domu chorego,
11. badanie i terapię psychologiczną,
12. badanie i terapię logopedyczną,
13. świadczenia pielęgnacyjne i opiekuńcze, w tym opiekę paliatywno-hospicyjną,
14. pielęgnację niepełnosprawnych i opiekę nad nimi,
15. opiekę nad kobietą w okresie ciąży, porodu i połogu,
16. opiekę nad kobietą w okresie karmienia piersią,
17. opiekę prenatalną nad płodem i opiekę nad noworodkiem oraz wstępną ocenę stanu zdrowia i rozwoju niemowlęcia,
18. opiekę nad zdrowym dzieckiem, w tym ocenę stanu zdrowia i rozwoju dziecka do lat 18,
19. leczenie uzdrowiskowe,
20. zaopatrzenie w produkty lecznicze, wyroby medyczne i środki pomocnicze,
21. transport sanitarny,
22. ratownictwo medyczne²².

Ubezpieczenie zdrowotne realizowane jest przez instytucje ubezpieczenia zdrowotnego, którą jest Narodowy Fundusz Zdrowia(NFZ), który gromadzi środki finansowe, zarządza nimi oraz zawiera umowę ze świadczeniodawcami. Świadczenia zdrowotne są udzielane ubezpieczonym w ramach środków finansowych, posiadanych przez Narodowy Fundusz Zdrowia, które wnoszą ubezpieczeni²³. Leczyć się można w przychodniach i szpitalach, które mają podpisaną umowę z Narodowym Funduszem Zdrowia. Każdy ubezpieczony ma prawo wyboru świadczeniodawcy udzielającego porad specjalistycznych spośród tych, którzy zawarli umowę z Narodowym Funduszem Zdrowia.

²⁰ Por. art. 3. ustawy z 27 sierpnia 2004 r. o świadczeniach opieki zdrowotnej, finansowanej ze środków publicznych (DzU nr 210, poz. 2135).

²¹ Por. art. 65. ustawy o świadczeniach opieki zdrowotnej finansowanej ze środków publicznych.

²² Por. art. 15. ustawy o świadczeniach opieki zdrowotnej finansowanej ze środków publicznych.

²³ Por. art. 1. ustawy o świadczeniach opieki zdrowotnej finansowanej ze środków publicznych.

Ubezpieczony ma prawo do leczenia szpitalnego w każdym szpitalu na terenie kraju, który podpisał umowę z Funduszem, na podstawie skierowania lekarza, lekarza stomatologa lub felczera, jeżeli cel leczenia nie może być osiągnięty przez leczenie ambulatoryjne. W stanach bezpośredniego zagrożenia życia lub porodu świadczenia zdrowotne udzielane są bez skierowania. Ubezpieczony ma prawo do świadczeń z zakresu badań diagnostycznych, w tym analityki medycznej, wykonywanych na podstawie skierowania lekarza ubezpieczenia zdrowotnego. Świadczenia zdrowotne dla dzieci do ukończenia 18. roku życia udzielane są bezpłatnie niezależnie od uprawnień z tytułu ubezpieczenia zdrowotnego. Świadczenia dla dzieci nieubezpieczonych w NFZ udzielane są na koszt budżetu państwa. Ubezpieczony (a takimi z uwagi na zakres obowiązkowego ubezpieczenia jest większość Polaków) opłaca okresowo składkę na ubezpieczenie zdrowotne w wysokości procentowo określonej przez ustawę ubezpieczeniową.

Ze względu na potencjalnie nieograniczone zapotrzebowanie na świadczenia zdrowotne i brak współpłacenia przez pacjenta bardzo trudno jest zrównoważyć ograniczoną ilość środków finansowych (publicznych) ze stale wzrastającym popytem, dlatego we wszystkich systemach opieki zdrowotnej, finansowanej wyłącznie ze środków publicznych, istnieje administracyjna reglamentacja dostępu do leczenia. Przyjmuje ona formę dobrze znanych „limitów” świadczeń zdrowotnych, jakie poszczególni świadczeniodawcy mogą wykonać w danym roku osobom uprawnionym bezpłatnie. Limity widziane oczami pacjentów to po prostu kolejki do leczenia i oczekiwanie na odpowiednią pomoc od kilku tygodni do nawet kilku lat.

Reasumując, bezpłatne świadczenia zdrowotne w Polsce udzielane są tylko przez placówki (zarówno publiczne, jak i prywatne, np. indywidualne praktyki lekarskie), które mają podpisane kontrakty (umowy) na świadczenie usług zdrowotnych w danym roku z NFZ²⁴. W sytuacjach nagłych, zagrożenia życia czy porodu, pacjent może jednak zgłosić się do szpitala czy przychodni, która nie ma podpisanej umowy z NFZ. Pomoc w takim przypadku będzie jednak ograniczać się tylko do świadczeń niezbędnych do ratowania życia. W takiej sytuacji szpital bez kontraktu z Funduszem może uzyskać zwrot poniesionych kosztów leczenia chorego od NFZ.

FINANSOWANIE SYSTEMU ZDROWOTNEGO W NIEMCZECH

Konstytucja Niemiec z 1949 r. w ogóle nie porusza prawa do ochrony zdrowia, jednakże realizację powyższego prawa zapewniają ustawy kreujące niemiecki system zdrowotny. Niemiecki system ochrony zdrowia, wprowadzony w 1893 r., jest najstarszym modelem na świecie²⁵. Ukształtował się na przełomie XIX i XX w. dzięki działaniom postępowym ówczesnego kanclerza Bismarcka. Niemiecka służba zdrowia uważana jest za jedną z najlepszych (choć równocześnie najdroższych) na świecie. Niemiecki model systemu zdrowotnego oparty jest o obowiązkowe ubezpieczenia zdrowotne (obejmują one ok. 88% populacji). Obligatoryjne objęcie ubezpieczeniem dotyczy osób poniżej pewnego ustalonego poziomu dochodów, najwyżej zarabiający natomiast ubezpieczają się dobrowolnie w jednym z kilkudziesięciu prywatnych towarzystw ubezpieczeniowych. Poza systemem ubezpieczeń ustawowych pozostaje w Niemczech około 10% obywateli²⁶. Zdecydowana większość z nich ubezpieczona jest prywatnie. Tylko niecałe 0,5% populacji jest nieubezpieczone²⁷.

Organizacja i finansowanie systemu zdrowotnego Niemiec oparta jest o tradycyjne zasady solidarności społecznej i decentralizacji. Specyfikę organizacji opieki zdrowotnej, podobnie jak i w wielu innych krajach, warunkuje podział terytorialny państwa. Główna odpowiedzialność za dostarczanie usług i administrowanie spoczywa na landach (jednostki podziału terytorialnego kraju)²⁸. Duży wpływ na kreowanie polityki zdrowotnej mają liczne organizacje, instytucje publiczne²⁹. Instytucją ubezpieczenia zdrowotnego są kasy chorych. Organizowane są one terytorialnie, branżowo

²⁴ Szerzej zasady kontraktowania usług medycznych z NFZ: art. 132.-139., 156. ustawy o świadczeniach opieki zdrowotnej finansowanej ze środków publicznych.

²⁵ W. Muszalski, *Ubezpieczenia społeczne*, PWN, Warszawa 2004, s. 37.

²⁶ Ch. Sowad, *System społecznego ubezpieczenia zdrowotnego w Niemczech, Czego możemy się nauczyć!*, „Zdrowie i Zarządzanie” 2002, t. IV, nr 6, s. 80.

²⁷ B. Chołuj, *Systemy opieki zdrowotnej – efekty zmian w Polsce i krajach sąsiednich*, Scholar, Warszawa 2002, s. 105.

²⁸ Por. E. Hibner, *op.cit.*, s. 88.

²⁹ C. Włodarczyk, S. Paździuch, *op.cit.*, s. 156.

lub przez specjalne przedsiębiorstwa. Pracownicy mają prawo wolnego wyboru kasy chorych. Składki pobierane są od wszystkich dochodów z pracy i podzielone równo między pracownika i pracodawcę. Istnieją różnice w poziomie składek między kasami. Szpitale są finansowane z dwóch źródeł – przez land pokrywane są koszty ogólne, natomiast koszty operacyjne pokrywają kasy. W ostatnich latach wzrasta stopniowo współpłatność za usługi szpitalne. Opieka ambulatoryjna finansowana jest poprzez negocjacje między kasami chorych, a stowarzyszeniami lekarzy (obligatoryjna przynależność). Podstawowy mechanizm płacenia to *fee-for-service* dla specjalistycznych świadczeń zdrowotnych.

Katalog świadczeń udzielanych ubezpieczonym ustalany jest przez Federalną Komisję Lekarzy i Kas Chorych. Lekarze i szpitale zobowiązani są do udzielania świadczeń odpowiadających aktualnemu poziomowi wiedzy medycznej. Muszą być one zgodne z prawem, udzielane w sposób wystarczający, celowo i z przestrzeganiem zasad gospodarności. Kasy chorych mają prawo kontrolować gospodarność świadczeniodawców. Usługi ambulatoryjne udzielane są w ramach systemu ubezpieczeń ustawowych tylko przez lekarzy należących do związków kasowych. Działają oni we własnych (prywatnych) gabinetach lekarskich lub tworzą praktyki grupowe³⁰. Ubezpieczony ma prawo do wolnego wyboru lekarza spośród wszystkich lekarzy zatrudnionych i zarejestrowanych w związku lekarzy. Na leczenie szpitalne kieruje pacjenta lekarz opieki otwartej. Ubezpieczeni uczestniczą w kosztach określonych świadczeń, np. leki, które znajdują się na tzw. negatywnej liście, nie są finansowane przez ubezpieczenia chorobowe. Opieka zdrowotna w Niemczech charakteryzuje się bardzo dużą dostępnością. Wynika to zarówno z bardzo dużej liczby, jak i z rozbudowanej bazy szpitalnej. Istniejące czynniki motywacyjne, takie jak opłata za usługę w opiece otwartej i opłata za osobodzień, stymulują dużą podaż usług ambulatoryjnych oraz długie pobyty szpitalne. Wydatki na ochronę zdrowia w stosunku do produktu krajowego brutto stanowią 10,5%, co sytuuje Niemcy na drugim miejscu na świecie po Stanach Zjednoczonych³¹. Składka na ubezpieczenie jest opłacana w zależności od możliwości finansowych ubezpieczonego, liczonej jako procent od wynagrodzeń lub innych dochodów.

System ubezpieczeń powszechnych jest oparty na samorządnych strukturach: kasach chorych, związkach kas chorych, izbach lekarskich, związkach lekarzy kasowych, związkach szpitali oraz związkach innych świadczeniodawców. Instytucje te stanowią podmioty prawa publicznego, działają na zasadach *non profit*, ich celem nie jest osiągnięcie zysku. Cechą niemieckiego systemu opieki zdrowotnej jest klarowny rozdział ambulatoryjnej opieki zdrowotnej i opieki stacjonarnej. Regułą jest, że szpital nie może udzielać świadczeń w zakresie ambulatoryjnej opieki zdrowotnej. Zakres świadczeń jest realizowany w całości przez lekarzy ogólnych i lekarzy specjalistów. Niemieckie szpitale świadczą opiekę zdrowotną na najwyższym światowym poziomie.

Niemieckie rozwiązania z pewnością nie stanowią przykładu „dobrej praktyki” w zakresie rozłożenia ciężaru finansowania opieki zdrowotnej, jeśli za kryterium oceny przyjmiemy zasadę solidaryzmu społecznego pomiędzy bogatymi i biedniejszymi grupami społeczeństwa. Spełnienie tej zasady niweczone jest przez wprowadzenie dochodowej granicy obowiązku ubezpieczenia oraz górnej granicy naliczania składek, a także przez dyskryminację rodzajów dochodów podlegających oskładkowaniu³². Niemcy przeżywają kryzys w ochronie zdrowia, politycy dążą do obniżenia składki zdrowotnej. Obecnie wprowadzają ograniczenia w wydatkach m.in. na badania specjalistyczne, także na leki.

FINANSOWANIE SYSTEMU ZDROWOTNEGO W WIELKIEJ BRYTANII

W latach 1911-1948 fundament systemu opieki zdrowotnej w Wielkiej Brytanii stanowiły ubezpieczenia zdrowotne³³. W 1946 r. Parlament przyjął ustawę o narodowej służbie zdrowia (National Health Service Act), która weszła w życie w 1948 r., kreując system zwany Narodową Opieką Zdrowotną (National Health Service – NHS). Zadaniem NHS było zapewnienie równej opieki zdrowotnej dla wszystkich obywateli. Ustawa ukształtowała system, w którym opieka zdrowotna stała się powszechna, ogólnie dostępna i bezpłatna. Administracja brytyjskiego systemu zdrowotnego

³⁰ Por. J. Fedorowski, R. Nizankowski, *Ekonomika medycyny*, PZWL, Warszawa 2002, s. 61.

³¹ *Ibidem*, s. 62.

³² J. Leowski, *Polityka zdrowotna a zdrowie publiczne, Procesy reform ochrony zdrowia w krajach wysoko rozwiniętych*, PiPG, Warszawa 2003, s. 126-127.

³³ Por. S. Paździoch, A. Domagała, M. Zajac, *Organizacja ochrony zdrowia w powiecie w obliczu integracji Polski z Unią Europejską*, Vesalius, Kraków 2000, s. 21.

zorganizowana jest na trzech poziomach: narodowym, regionalnym i lokalnym³⁴. Dominujący jest publiczny sektor szpitalny. Szpitale swobodnie dysponują środkami, których wielkość zależy od liczby sprzedanych świadczeń (zakupionych przez władze lokalne). Podstawowym poziomem kierowania NHS są dystrykty, gdzie władze lokalne podpisują umowy ze szpitalami i nadzorują dostęp do opieki medycznej³⁵. Wydatki na ochronę zdrowia stanowią około 7% dochodu narodowego brutto. W przeliczeniu na osobę wydatki zdrowotne wynoszą około 1100 euro rocznie³⁶. Służba zdrowia finansowana jest z podatków centralnych. Globalną kwotę rozdziela się na okręgowe władze zdrowia, te zaś – dla władz w dystryktach. Władze centralne odpowiadają za planowanie, organizację i finansowanie opieki zdrowotnej na poziomie całego państwa.

Podstawową zasadą brytyjskiego systemu zdrowotnego jest zasada powszechnej dostępności do pełnego zakresu medycznie uzasadnionych świadczeń, bez związku z sytuacją finansową i społeczną pacjenta. Regionalne i okręgowe władze NHS zapewniają opiekę medyczną, stomatologiczną i pomoc doraźną w obrębie swych granic terytorialnych. Filarami systemu jest lekarz rodzinny i szpital (w większości państwowy). Cały kraj jest podzielony na trusts. Są to jednostki szpitalne, udzielające specjalistycznej opieki obywatelom. Szpital swobodnie dysponuje środkami finansowymi, a ich wielkość zależy od liczby świadczeń zakupionych przez władze lokalne. Kontrakty mają charakter globalny – zakup wolumenu świadczeń na rok (ew. tylko świadczeń pewnego rodzaju). Kontrakty oparte są na liczbie i cenie świadczeń. Lekarze rodzinni zawierają z administracją NHS kontrakty, których warunki negocjowane są corocznie (m.in. opłata na praktykę, opłata kapitacyjna, opłata za usługę). Kontrakty są podstawowym elementem rynku wewnętrznego, prowadzącym do wywołania u świadczeniodawców pożądaných celów, którymi są obniżenie kosztów, rozszerzenie zakresu usług i podnoszenie ich jakości³⁷. Od 1997 r. wszyscy obywatele brytyjscy objęci są powszechnym zabezpieczeniem zdrowotnym.

System finansowany jest ze środków publicznych, tj. podatków i składek na obowiązkowe ubezpieczenie zdrowotne, płaconych przez pracodawców i pracowników. Zakres świadczeń jest bardzo szeroki (wyłączenia m.in.: stomatologia, chirurgia kosmetyczna, współpłacenie za leki i niektóre świadczenia). Część obywateli posiada również ubezpieczenie zdrowotne – uzupełniające lub dodatkowe³⁸. Na rynku ubezpieczeń dobrowolnych działa kilkadziesiąt instytucji, z których większość ma niemieckie korzenie. NHS jest finansowany głównie z systemu podatkowego (95%) i innych opłat (5%) na podstawie budżetu ustalonego przez ministra i zatwierdzonego przez Parlament³⁹. Większa część finansowania opiera się na płatności za pacjenta umieszczonego na liście lekarza (wysokość płatności zależy od wieku pacjenta). Niektóre usługi opłacane są na zasadzie *fee-for-service*.

System opieki zdrowotnej w Wielkiej Brytanii oparty jest na podstawowej opiece zdrowotnej, świadczonej przez zespół opieki (w skład, którego wchodzi m.in. lekarze rodzinni, pielęgniarki środowiskowe, pielęgniarki – wizytatorzy zdrowia pielęgniarki psychiatryczne, pielęgniarki zabiegowe, pielęgniarki szkolne, położne). Jednocześnie obowiązuje rejestracja u lekarza (zmiana wyłącznie w szczególnych przypadkach). Opieka ambulatoryjna jest bezpłatna. Konsultacje specjalistyczne wykonywane są na podstawie skierowania. Specjalistyczne usługi medyczne świadczone są przez szpitale rejonowe lub ośrodki kliniczne szpitali uniwersyteckich. Na podstawie skierowania przysługuje także bezpłatna opieka szpitalna i sanatoryjna. Standardowe świadczenia stomatologiczne są częściowo odpłatne w zależności od rodzaju usługi. Bezpłatna pomoc stomatologiczna przysługuje dzieciom i emerytom. Bezpłatna pomoc udzielana jest we wszystkich stacjach pogotowia ratunkowego oraz szpitalach NHS. Pacjenci ponoszą opłatę stałą za zapisany lek lub wykorzystują roczny abonament lekowy. System zdrowotny finansowany jest ze środków publicznych, tj. zarówno z podatków, jak i składek na obowiązkowe ubezpieczenie zdrowotne, płacone przez pracodawcę i pracownika. Uczestnictwo w powszechnym systemie zabezpieczenia

³⁴ Por. S. Paździoch, A. Domagała, M. Zając, *op.cit.*, s. 24.

³⁵ J. Kobza, *Zarządzanie systemem opieki zdrowotnej na przykładzie wybranych krajów UE*, „Zdrowie i Zarządzanie” 2003, nr 3-4, s. 40.

³⁶ Por. J. Fedorowski, R. Niżankowski, *op.cit.*, s. 55.

³⁷ Por. A. Sobczak, *Kontraktowanie usług w systemie brytyjskiej narodowej służby zdrowia*, Centrum Organizacji i Ekonomiki Ochrony Zdrowia, Warszawa 1999, s. 5.

³⁸ Por. G. Jasiński, *Dobrowolne ubezpieczenia w Unii Europejskiej*, „Służba Zdrowia” 2003, nr 10, s. 8.

³⁹ E. Hibner, *op.cit.*, s. 116.

zdrowotnego jest obowiązkowe. Niektóre świadczenia zdrowotne są wyłączone z zakresu gwarantowanych świadczeń⁴⁰. Dotyczy to przede wszystkim stomatologii, chirurgii plastycznej (zwłaszcza kosmetycznej), niektórych leków. Wielka Brytania należy do grupy krajów o najniższych nakładach na opiekę zdrowotną, liczonych odsetkiem PKB, w Europie Zachodniej. 7,5-7,8% PKB na ochronę zdrowia w Wielkiej Brytanii to o 1/3 mniej niż w państwach o podobnej zamożności np. Francja czy Niemcy (ok. 10% PKB).

Podsumowując, naczelną zasadą funkcjonowania NHS jest powszechność i szeroki zakres bezpłatnych świadczeń dla wszystkich rezydentów niezależnie od osiągniętych dochodów i stopnia komplikacji świadczeń medycznych. Zakres, ilość i jakość usług są każdorazowo negocjowane i kontraktowane⁴¹. Coraz powszechniejsza jest opinia o ograniczonych zasobach (finansowych, kadrowych, np. liczba lekarzy i pielęgniarek niższa niż w innych krajach rozwiniętych, rzeczowych). W dobie starzenia się społeczeństw Wielka Brytania stoi wobec problemu znacznego niedostatku „mocy wytwórczych” w ochronie zdrowia⁴². Problemy brytyjskiego systemu zdrowotnego ponadto dotyczą realizacji zasady równości (badania wykazują, że im wyższa klasa społeczna, tym wyższy stan zdrowia), a także obniżającej się jakości świadczeń skazanych na finanse publiczne. W efekcie wprowadzono samodzielność szpitali i powierzono budżety lekarzom rodzinnym, jednakże spowodowało to wzrost kosztów obsługi systemu.

FINANSOWANIE SYSTEMU ZDROWOTNEGO W SZWECJI

Ochrona zdrowia jest fundamentalnym składnikiem szwedzkiego systemu pomocy społecznej. Niemalże cała populacja ma dostęp do szerokiego zakresu świadczeń zdrowotnych, finansowanych głównie ze składek pracodawców. Ochrona zdrowia w Szwecji należy do zadań administracji rządowej i samorządu terytorialnego⁴³. Model systemu zdrowotnego oparty jest o system tzw. narodowej, powszechnej służby zdrowia. W Szwecji kluczową rolę w organizowaniu świadczeń na swoim obszarze odgrywają rady powiatowe (np. opiekę szpitalną zapewniają szpitale będące własnością rad powiatowych i przez niefinansowane)⁴⁴. Rady powiatowe pokrywają większą część wydatków na ochronę zdrowia (ok.60%) z podatków, natomiast pozostała część pochodzi z funduszy państwowych, a tylko ok. 5% – z opłat pacjentów. Zadania systemu szwedzkiego określa ustawa o ochronie zdrowia z 1982 r., mówiąca o tym, że społeczeństwu należy zapewnić ochronę zdrowia i lecznictwo na wysokim poziomie oraz jednakowy dostęp do świadczeń dla wszystkich obywateli. Podstawę działania i finansowania szwedzkiej służby zdrowia stanowi sektor publiczny⁴⁵. Bezpośrednio za działanie tego sektora odpowiadają samorządy, którym podlegają szpitale i przychodnie zdrowia.

Podstawowym szczeblem służby zdrowia są przychodnie udzielające świadczeń obywatelom w wypadkach niewymagających hospitalizacji. Pracują w nich zespołowo lekarze, pielęgniarki i fizjoterapeuci. Pacjent ma obecnie prawo wyboru lekarza domowego. Szwedzki system jest finansowany z podatków, ale mimo to istnieją kasy ubezpieczeniowe, które pełnią rolę trzeciej strony między świadczeniodawcą i pacjentem. Większość usług zdrowotnych jest finansowanych z podatków pobieranych przez władze centralne i wojewódzkie. Główny ciężar zapewnienia opieki zdrowotnej spoczywa na samorządzie wojewódzkim, który odpowiada za podstawową i specjalistyczną opiekę zdrowotną, opiekę szpitalną, rehabilitację i realizację programów zdrowia publicznego.

W celu realizacji zadań z zakresu ochrony zdrowia samorząd może zawierać umowy ze spółkami i osobami prywatnymi. Mogą też pobierać opłaty za świadczenia zdrowotne (określone są maksymalne). Bezpłatną opiekę zapewnia się dzieciom do lat 18 i kobietom w ciąży⁴⁶. Od 1994 r. wprowadzono system lekarza rodzinnego wraz z koniecznością uzyskania od niego skierowania do specjalisty (obecnie nie potrzeba już skierowania). Ubezpieczenie zdrowotne obejmuje wszystkich

³⁹ Por. G. Jasiński, *Dobrowolne ubezpieczenia zdrowotne w UE*, „Służba Zdrowia” 2003, nr 10 /, s. 7.

⁴¹ Por. K. Głąbicka, M. Pierchalska, *System zabezpieczenia społecznego po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej*, ITE, Pionki –Radom 2003, s. 106-107.

³⁸ A. Kozierkiewicz, *Szanse na eksport usług medycznych*, „Służba Zdrowia” 2003, nr 29-32, s. 13.

⁴³ Por. S. Paździoch, A. Domagała, M. Zajac, *op.cit.*, s. 30.

⁴⁴ E. Hibner, *op.cit.*, s. 111.

⁴⁵ Por. G. Ciura, *Opieka zdrowotna w Szwecji*, „Służba Zdrowia” 1996, nr 2, s. 21.

⁴⁶ Por. S. Paździoch, A. Domagała, M. Zajac, *op.cit.*, s. 33.

obywateli powyżej 16 lat. System ubezpieczeń zdrowotnych gwarantuje ubezpieczonemu zwrot po przedstawieniu rachunku ustanowionej urzędowo opłaty za poradę lekarską (pacjent pokrywa tylko 10% kosztów). Leczenie szpitalne jest bezpłatne (do 2 lat).

Podsumowując, szwedzki system ochrony zdrowia należy do najlepiej zorganizowanych systemów. Jest to system samorządowy, polegający na finansowaniu ze środków samorządów lokalnych i ich odpowiedzialności. Wkład pacjenta jest nieduży i wynosi 2% budżetu przeznaczanego na ochronę zdrowia⁴⁷. Prawie wszystkie usługi świadczy publiczna służba zdrowia. Każdy obywatel ma prawo do bezpłatnego lub częściowo odpłatnego leczenia na tych samych warunkach.

FINANSOWANIE SYSTEMU ZDROWOTNEGO WE FRANCJI

Francuski system opieki zdrowotnej jest wysoce złożony pod względem organizacji i finansowania świadczeń zdrowotnych. Złożoność systemu potwierdza fakt, że obowiązek ubezpieczenia zdrowotnego jest realizowany w ramach różnych i oddzielnie funkcjonujących systemów, a świadczenia zdrowotne są udzielane przez wiele podmiotów i na różnych zasadach. Obok powszechnego systemu ubezpieczeń działa 20 innych systemów obowiązkowych ubezpieczeń dla poszczególnych kategorii zawodowych⁴⁸. Fundamentalne dla systemu francuskiego są dwie zasady: swobodnego dostępu do lekarza oraz pełnej równości w dostępie do świadczeń zdrowotnych. Francuski system zdrowotny jest strukturalnie złożony z sektora prywatnego i publicznego, przenikających się zarówno w sferze finansowania, jak i świadczenia usług. Regulowany jest przez państwo, społeczności lokalne i powszechne fundusze ubezpieczeń zdrowotnych. System powyższy opiera się na obowiązkowym ubezpieczeniu zdrowotnym, wspieranym w szerokim zakresie przez ubezpieczenia dobrowolne i jest ściśle uregulowany przez rząd, który ponosi główną odpowiedzialność za ochronę zdrowia obywateli⁴⁹. Powszechny dostęp do opieki zdrowotnej gwarantowany jest przez system narodowego ubezpieczenia zdrowotnego (NHI), obejmującego ok. 99% populacji. Blisko 74% wydatków na ochronę zdrowia pokrywa NHI, 5% – prywatne ubezpieczenia, a ok. 13% – sami pacjenci (współpłatność), natomiast 7% towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych.

Za politykę zdrowotną kraju oraz administrowanie systemu opieki zdrowotnej odpowiedzialny jest minister zdrowia, który określa podstawowe standardy w zakresie ubezpieczeń zdrowotnych i wydaje w tym zakresie przepisy prawne. Kolejne reformy systemu ochrony zdrowia wskazują, że Francja szuka dalszych sposobów ograniczania tempa wzrostu wydatków, starając się równocześnie utrzymać pełną dostępność usług zdrowotnych⁵⁰. Działania w zakresie administracji rządowej na poziomie regionu ukierunkowuje prefekt regionu. Francja należy do krajów, w których od wielu lat notuje się jedne z najwyższych nakładów na ochronę zdrowia i zajmuje równorzędną z Niemcami w tym względzie pozycję na świecie. We Francji istnieją silne związki pomiędzy gminą i szpitalem lub hospicjum. Większość publicznych zakładów stacjonarnej opieki zdrowotnej ma charakter zakładów gminnych lub międzygminnych. Gminy mogą tworzyć ośrodki i centra zdrowia (*dispensaires et centres de sanitaire*). Jest to podyktowane lokalnym interesem publicznym. W ramach kompetencji samorząd terytorialny poprzez radę generalną na poziomie wojewódzkim może tworzyć, organizować, finansować usługi i świadczenia zdrowotne.

Głównym aktem prawnym, regulującym kwestie zdrowotne, jest Dekret z 29 grudnia 1945 r. Francuski system ubezpieczeń zdrowotnych jest jednym z najbardziej złożonych w Europie. Spośród blisko 20 systemów ubezpieczeń zdrowotnych trzy z nich posiadają dominujące znaczenie: system powszechny, który obejmuje 80% całej populacji, następnie system dla ludności rolniczej (9%) i system dla pracowników niezależnych (6%). W ramach tych trzech systemów ubezpieczonych jest 95% mieszkańców. 15% pozostałych systemów obejmuje po kilkaset tysięcy osób i ogółem około 4% całej populacji Francji⁵¹. System opieki zdrowotnej we Francji oparty jest na różnorodnych,

⁴⁷ J. Kobza, *op.cit.*, s. 41.

⁴⁸ C. Włodarczyk, *op.cit.*, s. 201.

⁴⁹ E. Hibner, *op.cit.*, s. 86.

⁵⁰ J. Leowski, *Polityka zdrowotna a zdrowie publiczne. Reformy systemów ochrony zdrowia w świecie – wyzwania, oczekiwania, motywacje*, CeDeWu, Warszawa 2004, s. 129.

⁵¹ Por. K. Głąbicka, M. Pierzchalska, *op.cit.*, s. 110.

regionalnych ubezpieczeniach zdrowotnych, których członkowie zobligowani są do wypłacania składek. Uprawnieni do świadczeń z tytułu ubezpieczenia są:

- wszyscy zatrudnieni,
- renciści,
- bezrobotni,
- współubezpieczeni – żona, dzieci, krewni.

W ramach ubezpieczenia mają prawo do pobierania świadczeń zdrowotnych, wykonywanych przez wszystkich praktykujących lekarzy, przez czas nieograniczony lub do 12 miesięcy po ustaniu członkostwa. Opieka ambulatoryjna zapewniona jest głównie przez praktyki prywatne lekarzy ogólnych, wybieranych przez pacjenta i zazwyczaj posiadających kontrakty z Funduszem Ubezpieczeniowym. Za świadczenia tego rodzaju pacjent zwykle płaci bezpośrednio lekarzowi (refundowane z tytułu ubezpieczenia jest 75% kosztów leczenia). Ubezpieczony ma prawo wyboru szpitala publicznego lub prywatnego aprobowanego przez Fundusz Ubezpieczeń Chorobowych (instytucja ubezpieczająca musi zadeklarować pokrycie kosztów leczenia szpitalnego). Mimo to pacjent ponosi z góry ustaloną, częściową opłatę dzienną za pobyt w szpitalu. Współpłacenie pacjenta nie obowiązuje, gdy:

- koszt leczenia przekracza określoną sumę,
- hospitalizacja trwa ponad 30 dni,
- w przypadku opieki porodowej i poporodowej⁵².

Leczenie stomatologiczne jest częściowo odpłatne, np. 25% współpłacenia za protetykę. Świadczenia ponadstandardowe są pełnopłatne. Fundusz Ubezpieczeń Chorobowych ponosi także koszty (stały ryczałt) za pobyt ubezpieczonych w zakładach opieki przewlekłej.

We Francji osoba ubezpieczona ma prawo do wolnego wyboru lekarza. W przypadku korzystania ze świadczenia pacjent płaci honorarium lekarzowi bezpośrednio, po czym otrzymuje zwrot części tego honorarium z ubezpieczenia.

Podstawowym źródłem finansowania powszechnych ubezpieczeń zdrowotnych są składki płacone przez pracodawców i ich pracowników. W przypadku pracowników zarobkujących składki są pobierane miesięcznie od płacy, a obowiązek ich odprowadzenia ciąży na pracodawcy⁵³.

Wysokość składek jest różna w poszczególnych systemach ubezpieczeniowych. Drugim źródłem finansowania ubezpieczeń zdrowotnych są opłaty ponoszone przez pacjentów. Mają charakter procentowej partycypacji w kosztach lub opłaconych ryczałtów. Współpłacenie jest ograniczone lub przysługuje zwolnienie z opłat w zależności od sytuacji materialnej ubezpieczonego i wysokości kosztów leczenia. Trzecim źródłem finansowania ubezpieczeń zdrowotnych jest niewielka dotacja z państwa. Dodatkowym źródłem finansowania opieki zdrowotnej jest specjalny dodatek od towarów szkodliwych dla zdrowia, takie jak mocne alkohole i wyroby tytoniowe. Od 1991 r. wszyscy mieszkający we Francji na stałe zmuszeni są płacić specjalny podatek 1,1% od dochodów i zysków kapitałowych. Służy to finansowaniu kosztów ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych.

Podsumowując, Minister Zdrowia odpowiada za politykę zdrowotną kraju i administrowanie systemem opieki zdrowotnej. Mianuje wszystkich dyrektorów szpitali publicznych (są nimi tylko absolwenci Narodowej Szkoły Zdrowia Publicznego). Szpitale publiczne obejmują 2/3 łóżek, zaś podstawową opiekę zdrowotną zabezpieczają prawie w całości prywatne, indywidualne praktyki (ogólne i specjalistyczne). Opieka zdrowotna zabezpieczona jest w ramach systemu obowiązkowych ubezpieczeń zdrowotnych, dopełnionych dobrowolnymi ubezpieczeniami dodatkowymi. Gminy, jako jednostki podstawowe, odpowiadają za zdrowotność publiczną na swoim obszarze (mogą tworzyć i prowadzić ośrodki zdrowia, odpowiadają za podstawową opiekę zdrowotną (poz), medycynę pracy, usługi pielęgniarskie). System ubezpieczeniowy oparty jest na obowiązkowej składce płaconej przez pracodawcę i pracownika. Pacjent ma prawo wyboru szpitala i lekarza (płaci mu honorarium zwracane potem w całości lub części zależnie od rodzaju ubezpieczenia). Państwo nadzoruje publiczne zakłady opieki zdrowotnej i instytucje ubezpieczeń zdrowotnych. System jest bardzo złożony pod względem organizacji i finansowania. System francuski cechuje zdecentralizowane zarządzanie opieką zdrowotną oraz duże zasoby kadrowe i wysokie nakłady finansowe.

⁵² *Ibidem*, s. 81.

⁵³ Por. A. Koronkiewicz, *System opieki zdrowotnej we Francji*, cz. II, „Służba Zdrowia” 1992, nr 8, s. 25.

PODSUMOWANIE

Zgodnie z założeniami polityki unijnej w ochronie zdrowia finansowanie i dostarczenie opieki zdrowotnej stanowi wyłączny obowiązek krajów członkowskich, nie zaś Unii Europejskiej. Nie istnieją żadne normy unijne, nakładające na UE obowiązki w powyższym zakresie. Nie ma też jednolitego modelu finansowania systemu zdrowotnego w państwach UE. Organizacja ochrony zdrowia i systemu ubezpieczeń zdrowotnych należy do wyłącznej kompetencji krajów członkowskich. Państwa członkowskie UE we własnym zakresie kształtują systemy ochrony zdrowia w swoich krajach. Systemy zdrowotne krajów UE reprezentują zazwyczaj jeden z dwóch klasycznych modeli systemu opieki zdrowotnej, tj. Bismarcka lub Beveridge'a. W praktyce klasyczne modele uległy większym lub mniejszym modyfikacjom związanym z przyjętą polityką zdrowotną danego państwa.

Systemy ochrony zdrowia poszczególnych krajów UE różnią się między sobą. Różnica ta dotyczy przede wszystkim sposobu finansowania ochrony zdrowia w danym kraju. Zasadniczo można wyróżnić dwa funkcjonujące w praktyce państw UE modele finansowania krajowego systemu zdrowotnego: ubezpieczeniowy i podatkowy (zwany narodową służbą zdrowia). Każdy z tych modeli ma swoje wady i zalety, żaden nie jest doskonały. Zarówno Niemcy, jak i Szwecja, uważane za jedne z najefektywniejszych systemów zdrowotnych, czy też Francja i Wielka Brytania od lat 90. XX w. zaczynają mieć coraz poważniejsze problemy w ochronie zdrowia. Problemy dotyczą przede wszystkim dostępności usług i ich jakości, zasobów kadrowych i rzeczowych a u ich podłoża leży model finansowania opieki zdrowotnej. Coraz częściej próbuje się wprowadzać lub rozszerzać zakres opłat dokonywanych bezpośrednio przez pacjenta (współpłatność), jednakże współpłatność pozostaje zasadniczo w sprzeczności z ideami narodowej służby zdrowia i wywołuje niezadowolenie społeczne, a ponadto nie poważnego wpływu na zasilenie finansów systemu zdrowotnego. Niewątpliwie jednak opisane państwa UE borykają ze znacznie mniejszym kryzysem systemu opieki zdrowotnej niż Polska.

Polski system opieki zdrowotnej wymaga gruntownych reform. Polska jest krajem, w którym od 1999 r. funkcjonuje model ubezpieczeniowy systemu zdrowotnego. Ubezpieczeniowe systemy opieki zdrowotnej funkcjonują ponadto we Francji, Holandii, Luksemburgu i Niemczech, natomiast oparte na podatkach ogólnych działają w Danii, Finlandii, Hiszpanii, Irlandii, Szwecji, Portugalii i Wielkiej Brytanii. Poza dwoma powyższymi modelami finansowania systemu zdrowotnego można wyróżnić jeszcze model mieszany, zawierający w sobie elementy ubezpieczeniowego i podatkowego. Z przyjętego modelu systemu zdrowotnego w danym kraju wynika bezpośrednio metoda finansowania opieki zdrowotnej, dlatego też można wyróżnić dwa główne źródła finansowania, tj. ubezpieczenia i podatki. W praktyce występuje również współpłatność pacjenta za usługi medyczne, jednakże nie jest to źródło o dominującym ekonomicznym znaczeniu (niewiele pieniędzy wpływa w ten sposób do systemu). Dominującymi źródłami zasilania systemu zdrowotnego są podatki lub obowiązkowe składki ubezpieczeniowe, natomiast uzupełniającymi – dobrowolne ubezpieczenia prywatne oraz opłaty bezpośrednie. W systemach płatności dominują dwie alternatywne formy: opłata za usługę (*fee-for-service*) oraz kapitacyjna (ustalona kwota za każdą osobę objętą opieką). Finansowanie systemu opieki zdrowotnej było i będzie dla wielu krajów jednym z podstawowych problemów ekonomiczno-społecznych.

LITERATURA

1. Barcz J., *Prawo Unii Europejskiej. Prawo materialne i polityki*, Prawo i Praktyka Gospodarcza, Warszawa 2003.
2. Belcher P.J., *Rola Unii Europejskiej w opiece zdrowotnej*, Ingis, Warszawa 2001.
3. Balicki M., Koronkiewicz Z., *System organizacji i finansowania opieki zdrowotnej*, [w:] *Prawo medyczne*, red. L. Kubicki, Wyd. Medyczne Urban & Partner, Wrocław 2003.
4. Ciura G., *Opieka zdrowotna w Szwecji*, „Służba Zdrowia” 1996, nr 2.
5. Chołuj, B., *Systemy opieki zdrowotnej – efekty zmian w Polsce i krajach sąsiednich*, Scholar, Warszawa 2002.
6. Czupryna A., Paździoch S., Ryś A., Włodarczyk C., *Zdrowie publiczne*, Vesalius, Kraków 2001.

7. Dziubińska-Michalewicz M., *System opieki zdrowotnej. Modele ubezpieczeń zdrowotnych w systemie ubezpieczeń społecznych*, „Studia i Materiały Instytutu Pracy i Spraw Socjalnych” 1993, z. 3 (376), .
8. Fedorowski J., Niżankowski R., *Ekonomika medycyny*, PZWL, Warszawa 2002.
9. Głąbicka K., Pierzchalska M., *System zabezpieczenia społecznego po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej*, Zakład Poligrafii Instytutu Technologii i Eksploatacji, Radom 2003.
10. Hibner E., *Zarządzanie w systemie ochrony zdrowia*, Wyd. WSHE, Łódź 2003.
11. Golinowska, S., *Funkcjonowanie systemu ustawowych kas chorych w Niemczech*, „Prawo i Medycyna” 2001, nr 3.
12. Jasiński G., *Dobrowolne ubezpieczenia w Unii Europejskiej*, „Służba Zdrowia” 2003, nr 6.
13. Jasiński G., *Wybrane aspekty organizacji i metod finansowania systemów ochrony zdrowia w państwach europejskich*, „Biuletyn Kas Chorych” 2001, nr 3-4.
14. Kautsch M., Klich, Whitfeld M., *Zarządzanie w opiece zdrowotnej*, Wyd. UJ, Kraków 2001.
15. Kobza J., *Zarządzanie systemem opieki zdrowotnej na przykładzie wybranych krajów UE*, „Zdrowie i Zarządzanie” 2003, nr 3-4.
16. Kozierekiewicz A., *System opieki zdrowotnej we Francji, cz. II: Ubezpieczenia – lekarz – szpital*, „Służba Zdrowia” 1992, nr 4.
17. Kozierekiewicz A., *Leczenie w krajach UE*, „Służba Zdrowia” 2004, nr 31-34.
18. Kozierekiewicz A., *Szanse na eksport usług medycznych*, „Służba Zdrowia” 2003, nr 29-32.
19. Krowicka A., *Opieka zdrowotna po wejściu do Unii Europejskiej*, CeDeWu, Warszawa 2004.
20. Leowski J., *Polityka zdrowotna a zdrowie publiczne. Reformy systemów ochrony zdrowia w świecie – wyzwania, oczekiwania, motywacje*, CeDeWu, Warszawa 2004.
21. Muszalski J., *Ubezpieczenia społeczne*, PWN, Warszawa 2004.
22. Sobczak A., *Kontraktowanie usług w systemie brytyjskiej narodowej służby zdrowia*, Centrum Organizacji i Ekonomiki Ochrony Zdrowia, Warszawa 1999.
23. Paszkowska M., *Ochrona zdrowia w Unii Europejskiej*, „Prawo i Medycyna” 2004, nr 3.
24. Paździoch S., Domagała A., Zajac M., *Organizacja ochrony zdrowia w powiecie w obliczu integracji Polski z Unią Europejską*, Vesalius, Kraków 2000.
25. Włodarczyk C., Paździoch S., *Systemy zdrowotne, zarys problematyki*, Wyd. UJ, Kraków 2001.
26. Wrześniewska-Wal I., *Wspólnotowe regulacje prawne w obszarze zdrowia publicznego*, „Prawo i Medycyna” 2004, nr 4.