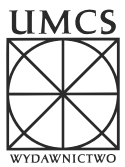
pod redakcją
Elżbiety Wrońskiej-Bukalskiej

Finanse przedsiębiorstw i rynki finansowe z perspektywy młodego ekonomisty. Wybrane problemy

Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej

pod redakcją
Elżbiety Wrońskiej-Bukalskiej

Finanse przedsiębiorstw i rynki finansowe z perspektywy młodego ekonomisty. Wybrane problemy


UMCS
WYDAWNICTWO

pod redakcją
Elżbiety Wrońskiej-Bukalskiej

Finanse przedsiębiorstw i rynki finansowe z perspektywy młodego ekonomisty. Wybrane problemy

Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej
Lublin 2015

Recenzenci
dr hab. Natasza Duraj
dr hab. Marta Kluzek
dr hab. Radosław Pastusiak
dr hab. Tomasz Słoński
dr Joanna Błach
dr Bogna Kaźmierska-Jóźwiak

Redaktor prowadzący
Anna Adamczyk

Redaktor statystyczny
dr hab. Arkadiusz Kijek

Redaktor językowy części anglojęzycznej
Małgorzata Tokarska

Sekretarz redakcji
Kamil Mazurkiewicz

Projekt okładki i stron tytułowych
Krzysztof Trojnar

Zdjęcie na okładce
flickr.com

Skład i łamanie
Aneta Okuń

© Wydawnictwo UMCS, Lublin 2015

ISBN: 978-83-7784-687-2

Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej
20-031 Lublin, ul. Radziszewskiego 11
tel. 81 537 53 04
www.wydawnictwo.umcs.lublin.pl
e-mail: sekretariat@wydawnictwo.umcs.lublin.pl

Dział handlowy
tel./fax 81 537 53 02
Księgarnia internetowa: www.wydawnictwo.umcs.eu
e-mail: wydawnictwo@umcs.eu

Druk i oprawa
„Elpil", ul. Artyleryjska 11, 08-110 Siedlce

Spis treści

Wstęp 7

Małgorzata Twarowska
Analiza długu publicznego w Polsce na tle krajów UE 13

Sylwia Godlewska
Roboty budowlane jako przedmiot zamówień publicznych 27

Ada Domańska
Wpływ Regionalnego Programu Operacyjnego Województwa Lubelskiego na rozwój przedsiębiorczości 39

Miłosz Rutkowski
Wpływ własności prywatnej i publicznej na efektywność zarządzania przedsiębiorstwami 49

Rafał Wilczyński
Wpływ czynników makroekonomicznych i sytuacji na rynku kapitałowym na strukturę źródeł finansowania polskich spółek publicznych w latach 2008−2012 59

Michał Michorowski
Rentowność przedsiębiorstw sprzedaży energii elektrycznej w kontekście liberalizacji detalicznego rynku energii elektrycznej w Polsce 73

Mateusz Krzysztoń
Wpływ popytu na akcje na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie i na płynność rynku – analiza spółek z indeksu WIG30 85

Szymon Stereńczak
Czynniki wpływające na płynność obrotu na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych 95

Kamil Gołuchowski
Ocena efektywności funduszy inwestycyjnych polskiego rynku akcji. 105

Jarosław Żerulik
Strategie zarządzania ryzykiem kursów walut w przedsiębiorstwie wraz z przykładem zastosowania 119

Magdalena Wiercioch
Ujęcie bilansowe leasingu w kontekście wprowadzenia proponowanych zmian w MSR 17 133

Marta Grądziel
Obowiązki informacyjne spółek publicznych 145

Marcin Dąbrowski
Wiarygodność metod oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstw w ugodowym dochodzeniu należności publiczno-prawnych 159

Tomasz Szemraj
Strategie kapitału obrotowego w świetle modeli dyskryminacyjnych na przykładzie spółek z branży spożywczej 173

Anna Grądziel
Identyfikacja i ujawnianie zagrożenia kontynuacji działalności 189

Andrzej Brożek
Reguła przekory − odpowiedź przedsiębiorstw agrochemicznych narażonych na ryzyko utraty równowagi finansowej spowodowanej niekorzystnymi warunkami pogodowymi 205

Justyna Kulikowska
Potrzeba dopasowania systemu controllingu do specyfiki społeczeństwa 217

Anna Staszel
Potrzeba uwzględniania kapitału intelektualnego w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw 231

Kamil Mazurkiewicz
Branżowe zróżnicowanie kosztów pracy 245

Wstęp

Finanse są istotnym aspektem, gdyż odnoszą się do wszystkich obszarów działania przedsiębiorstwa. Skutki podjętych decyzji w jakimkolwiek obszarze działania przedsiębiorstwa zawsze mają swój wymiar finansowy. Te finansowe aspekty działania przedsiębiorstwa w niniejszej monografii zostaną zaprezentowane w szerszym kontekście – oddziaływania finansów publicznych oraz istnienia rynku finansowego.

Działalność przedsiębiorstwa wiąże się z pozyskiwaniem zasobów, ich przetwarzaniem oraz oferowaniem produktów i usług. Stąd naturalne jest powiązanie przedsiębiorstwa z rynkiem czynników wytwórczych oraz dóbr i usług. Realizacja tych procesów wiąże się z przepływami realnymi, ale też finansowymi. Procesy realne stanowią ciągi konkretnych czynności wykonywanych zgodnie z technologią danego procesu, uruchamiających i wykorzystujących zasoby (składniki majątkowe firmy), których efektem są produkty. Strumienie rzeczowe związane z przemieszczaniem dóbr są wspomagane przez sferę finansową i jednocześnie inicjują procesy finansowe. Współzależności i wzajemne wspomaganie się procesów realnych i finansowych wymaga poznania tych zależności i wykorzystywania ich w procesach decyzyjnych przedsiębiorstw. Uruchamiane zasoby podczas procesów wywołują konieczność ich sfinansowania. Poza tym procesy realne uruchamiają procesy finansowe.

Ponadto na decyzje podejmowane w przedsiębiorstwie oddziałuje sytuacja finansów publicznych, polityka w zakresie gromadzenia i wydatkowania środków publicznych (polityka fiskalna) oraz polityka oddziaływania na warunki gospodarowania, np. w zakresie stóp procentowych, dostępu do kredytów (polityka pieniężna).

Ważnym elementem otoczenia gospodarczego oddziałującego na finanse przedsiębiorstw jest też rynek. Oprócz rynku czynników wytwórczych czy rynku dóbr i usług, istotny wpływ ma rynek finansowy, możliwość pozyskiwa-

nia środków pieniężnych, lokowania środków pieniężnych. Rynek finansowy to nie tylko instrumenty i instytucje pośredniczące w pozyskiwaniu i lokowaniu środków, ale również szereg instrumentów ułatwiających firmie zarządzać finansami (np. płynnością czy ryzykiem).

Struktura pracy obejmuje trzy części wyodrębnione w zależności od rodzaju omawianych zagadnień. W skład części pierwszej wchodzą zagadnienia związane z finansami publicznymi (rozdziały I–VI). Część druga obejmuje zagadnienia charakteryzujące związki między przedsiębiorstwem a rynkiem finansowym (rozdziały VII–X). Część trzecia odnosi się do zagadnień finansowania przedsiębiorstw (rozdziały XI–XIX). Opracowanie zawiera zarówno omówienie wybranych zagadnień w ujęciu teoretycznym, jak i prezentację wyników badań prowadzonych we wspomnianych obszarach, przez co omawiane treści zawierają cechy naukowego podejścia.

Rozdział autorstwa M. Twarowskiej odnosi się do zagadnień związanych z finansami publicznymi, ze szczególnym uwzględnieniem długu publicznego, przyczyn jego powstawania, struktury oraz poziomu na tle długu publicznego w wybranych krajach Unii Europejskiej. Autorka wskazuje, że kryzys finansowy istotnie wpłynął na wzrost zadłużenia publicznego nie tylko w Polsce, ale też w innych krajach Unii Europejskiej.

Rozdział drugi, autorstwa S. Godlewskiej, został poświęcony zasadom gospodarności i racjonalności w wydatkowaniu środków publicznych w realizacji zadań przypisanych państwu w zakresie dóbr publicznych. Autorka szczególną rolę przypisuje robotom budowalnym jako szczególnemu rodzajowi zamówień publicznych.

Rozdział trzeci, autorstwa A. Domańskiej, również odnosi się do wydatkowania środków publicznych, a w szczególności środków unijnych i ich oddziaływania na przedsiębiorczość. Autorka dowodzi pozytywnego związku między programami unijnymi a m.in. innowacyjnością przedsiębiorstw, zwiększeniem zatrudnienia, wzrostem liczby nowych podmiotów gospodarczych.

Rozdział autorstwa M. Rutkowskiego wiąże zagadnienia efektywności działania podmiotów z sektora publicznego (w których państwo posiada akcje/udziały) z efektywnością podmiotów z sektora prywatnego. Autor prowadzi rozważania teoretyczne, wskazując zalety istnienia sektora prywatnego, oraz przeprowadza analizy danych empirycznych w zakresie porównania rentowności i płynności podmiotów sektora publicznego i prywatnego.

R. Wilczyński w kolejnym rozdziale analizuje związek pomiędzy czynnikami makroekonomicznymi a strukturą finansowania podmiotów publicznych (notowanych na GPW). Autor przeprowadził badania dla okresu wahań koniunktury gospodarczej, próbując określić związek między decyzjami w zakresie finansowania a zmianami sytuacji gospodarczej.

Rozdział szósty, autorstwa M. Michorowskiego, koncentruje się na zagadnieniach związanych z efektami finansowymi deregulacji i liberalizacji rynku energii. Autor zakłada, że uwolnienie rynku sprzedaży energii elektrycznej winno prowadzić do walki o klienta, co przełoży się na wyższe koszty i niższą rentowność działania. Ponadto dokonuje analizy na przykładzie podmiotów wchodzących w skład grup energetycznych.

Kolejny rozdział, autorstwa M. Krzysztonia, odnosi się do zagadnień związanych z funkcjonowaniem rynku kapitałowego. Autor bada płynność tego rynku i zakłada, że wprowadzenie nowej spółki do obrotu giełdowego spowoduje zmniejszenie płynności na walorach akcji wywodzących się z sektora, do którego zostanie przypisana nowa spółka. Analizuje również efekt migracji płynności na nowo wprowadzaną spółkę.

S. Stereńczak także opisuje zagadnienia związane z płynnością rynku kapitałowego, a w szczególności identyfikacji czynników determinujących płynność oraz ich związku z płynnością rynku. Autor szczególną uwagę przypisuje takim czynnikom, jak cena akcji, wskaźnik wartości księgowej do wartości rynkowej i wielkość spółki. Dokonuje również oceny związku między tymi czynnikami a płynnością oraz określa siłę i kierunek tych powiązań.

Rozdział autorstwa K. Gołuchowskiego odnosi się do funkcjonowania rynku kapitałowego. Autor zajmuje się zagadnieniami mierzenia i oceny efektywności funduszy inwestujących w akcje. W rozdziale poruszono zagadnienia zróżnicowanych miar stosowanych do oceny efektywności, ale też ryzyka inwestowania w akcje.

Rozdział opracowany przez J. Żerulika zawiera opis strategii zarządzania ryzykiem kursów walutowych. Szczególną uwagę autor poświęca strategiom polegającym na samodzielnym ograniczaniu ryzyka walutowego przez przedsiębiorstwo. Prezentuje również w ujęciu empirycznym skutki stosowania strategii zarządzania ryzykiem kursowym.

Rozdział jedenasty, autorstwa M. Wiercioch, jest poświęcony zagadnieniom standardów prezentacji operacji gospodarczych w sprawozdaniu finansowym. Autorka analizuje możliwe skutki wprowadzenia proponowanych zmian w zakresie prezentowania w sprawozdaniu finansowym leasingu operacyjnego. Zastosowanie proponowanych zmian istotnie wpłynie na poziom wskaźników płynności, zadłużenia oraz rentowności, co istotnie może zmienić ocenę przedsiębiorstwa.

Kolejny rozdział, autorstwa M. Grądziel, dotyczy asymetrii informacyjnej podmiotów publicznych. Kwestia rozbieżności w wiedzy na temat funkcjonowania spółki może być zmniejszana przez nałożenie na te podmioty obowiązku upubliczniania najważniejszych zagadnień związanych z działalnością przedsiębiorstwa.

M. Dąbrowski zajmuje się w następnym rozdziale zagadnieniami skuteczności udzielonej pomocy publicznej oraz procedury oceny sytuacji podmiotu przed podjęciem decyzji o udzieleniu tej pomocy. Autor sprawdza, czy decydując o udzieleniu pomocy publicznej w postaci zawarcia ugody dotyczącej odroczenia lub rozłożenia na raty płatności publiczno-prawnych, wystarczające jest stosowanie zestawu wskaźników finansowych, czy też konieczne jest stosowanie modeli dyskryminacyjnych.

Rozdział czternasty, opracowany przez T. Szemraja, to analiza zagadnienia wyników stosowania modeli dyskryminacyjnych dla poszczególnych strategii kapitału obrotowego na przykładzie wybranej branży w okresie spowolnienia gospodarczego. Autor dowodzi, że firmy stosujące bardziej zachowawczą politykę zarządzania kapitałem obrotowym okazały się mniej narażone na ryzyko upadłości.

Kolejny rozdział, autorstwa A. Grądziel, został poświęcony zagadnieniom identyfikacji i ujawniania zagrożenia kontynuacji działalności. Autorka zwraca uwagę, że zarząd jest zobowiązany do wskazania w sprawozdaniu finansowym ewentualnych zagrożeń co do kontynuacji działania. Również biegły rewident jest zobowiązany odnieść się w swojej opinii do możliwości zachowania tej zasady.

Rozdział autorstwa A. Brożek dotyczy zastosowania jednej z reguł fizyko-chemicznych − reguły przekory – w zarządzaniu ryzykiem w przedsiębiorstwie. Autor opisuje możliwości ochrony przed ryzykiem zmiany czynników pogodowych. Zgodnie z regułą przekory przedsiębiorstwo zajmuje pozycję odwrotną, przekorną do długoterminowych prognoz pogody, z wykorzystaniem instrumentów pochodnych.

J. Kulikowska opisuje problem uniwersalności rozwiązań w zakresie monitorowania podstawowych procesów biznesowych. Autorka zauważa, że rozwiązania opracowane w kraju dla przedsiębiorstw o określonej kulturze organizacyjnej nie mogą być bezwarunkowo i bez korekty stosowane w innym kraju i przedsiębiorstwach charakteryzujących się odmienną kulturą organizacyjną.

Kolejny rozdział, autorstwa A. Staszel, wskazuje na potrzebę wzbogacenia zawartości sprawozdań finansowych przez ujęcie kapitału intelektualnego. Autorka zwraca uwagę na problemy w definiowaniu kapitału intelektualnego, ale też w wycenie jego wartości.

Rozdział dziewiętnasty, autorstwa K. Mazurkiewicza, dotyczy branżowego zróżnicowania udziału kosztów pracy w kosztach rodzajowych ogółem. Autor zakłada, że każda branża wykazuje się pewną specyfiką funkcjonowania, która przejawia się w różnym poziomie wykorzystania czynników produkcji (w tym także czynnika pracy). Badania zostały przeprowadzone na przykładzie dwóch branż: surowcowo-paliwowej oraz handlu detalicznego.

Niniejsza publikacja stanowi zbiór opracowań odnoszących się do sfery finansowej funkcjonowania podmiotów gospodarczych, prezentując również wpływ otoczenia (związanego z finansami publicznymi oraz istnieniem rynku) na decyzje podejmowane w przedsiębiorstwie i ich skutki finansowe. Opracowania zawierają zarówno opis zagadnień teoretycznych, opis przypadków, jak i wyniki badań z zastosowaniem zaawansowanych metod statystycznych. Dzięki temu publikacja stanowi wartościową lekturę.

Elżbieta Wrońska-Bukalska

Rozdział

1

Małgorzata Twarowska

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

Analiza długu publicznego w Polsce na tle krajów UE

Streszczenie

Potrzeba dyskusji na temat kondycji sektora publicznego stała się szczególnie istotna w obliczu kryzysu gospodarczo-finansowego i kryzysu zadłużeniowego, który wystąpił w wielu krajach europejskich. Dług publiczny rodzi ryzyko niewypłacalności państwa, przyczynia się także do spowolnienia wzrostu PKB, gdyż środki finansowe, które mogłyby być przeznaczone na kredyty inwestycyjne dla podmiotów gospodarczych, są pożyczane rządowi na obsługę długu publicznego. W niniejszej pracy przedstawiono uregulowania prawne dotyczące długu publicznego, dyskusji poddano przyczyny powstawania długu oraz jego poziom i strukturę na tle wybranych krajów UE.

Słowa kluczowe: dług publiczny, fiskalne kryteria konwergencji, analiza zadłużenia

Wstęp

Światowy kryzys finansowy i gospodarczy 2008−2009 zwrócił uwagę na zagrożenia związane z powstawaniem nadmiernych deficytów i długów publicznych. Potrzeba stymulowania gospodarek w czasie kryzysu spowodowała, że wiele państw wprowadzało pakiety fiskalne, często za cenę pogłębiania deficytu i długu publicznego[1]. Problemy finansów publicznych w wielu państwach Unii Europejskiej skłoniły rządy do podjęcia radykalnych działań naprawczych, zazwyczaj związanych z cięciem wydatków publicznych.

Zadłużenie sektora finansów publicznych jest obecnie jednym z najważniejszych problemów krajów UE. Wynika to z faktu powszechności wysokiego

[1] P. Ptak, *Dług publiczny w poglądach Jamesa Buchanana a kryzys zadłużenia na świecie*, [w:] U. Zagóra-Jonsza, K. Nagel (red.), *Współczesne problemy ekonomiczne. Wybrane zagadnienia teoretyczne a praktyka gospodarcza*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach", Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2013, s. 19.

zadłużenia państw oraz ze stopnia powiązań najbardziej zadłużonych gospodarek z systemem gospodarki światowej.

W kontekście ewentualnej integracji Polski ze strefą euro oraz wzrastającego zadłużenia publicznego sektor finansów publicznych w Polsce wymaga radykalnego programu naprawy. Władza publiczna nie realizuje jednak wystarczająco szerokich reform, pomimo tego, że nauka finansów publicznych i prawa finansowego od lat dostarcza opracowań wskazujących na wyzwania i problemy finansów publicznych[2].

Waga poruszanego tematu wynika z istotnej roli, jaką odgrywa sektor publiczny. Zły stan finansów publicznych powoduje, że władza nie jest w stanie w optymalny sposób wykonywać swoich funkcji wobec gospodarki i społeczeństwa. Obecnie znaczna część krajów UE przeżywa głęboki kryzys długu publicznego, sytuacja sektora publicznego w Polsce również nie jest satysfakcjonująca.

Opracowanie odnosi się do zagadnień związanych z długiem publicznym oraz jego zmianami (które zaszły zarówno w poziomie, jak i w strukturze) w związku ze zmianami aktywności gospodarczej, a w szczególności z okresem spowolnienia w latach 2008−2009. W opracowaniu została postawiona teza, że kryzys spowodował istotny wzrost zadłużenia publicznego Polski.

Przedmiotem badania jest analiza wielkości i struktury długu publicznego w Polsce w świetle fiskalnych kryteriów konwergencji warunkujących możliwość przystąpienia do Unii Gospodarczej i Walutowej. Zakres czasowy analizy obejmuje lata 2000–2013. W opracowaniu wykorzystano następujące metody badawcze: krytyczno-poznawczą analizę literatury naukowej, analizę aktów prawnych oraz analizę porównawczą dostępnych danych.

Polska, pomimo wzrostu deficytu i długu publicznego, przeszła przez okres kryzysu w gospodarce światowej w stosunkowo dobrej kondycji, co jest zasługą zrównoważonej polityki podtrzymywania wzrostu przy równoczesnym utrzymywaniu dyscypliny w finansach publicznych. Nasz kraj nie wpadł w pułapkę zadłużenia i dzięki temu może teraz wykorzystać poprawiającą się koniunkturę gospodarczą do podjęcia działań dostosowawczych, które są niezbędne, aby Polska utrzymała wysoką wiarygodność.

1. Istota długu publicznego

Używany w literaturze termin „dług publiczny" odnosi się zazwyczaj do zadłużenia sektora finansów publicznych, który według metodologii przyjętej w UE (*European System of Accounts ESA95* i *European System of Accounts*

[2] M. Kamba-Kibatshi, *Reforma sektora finansów publicznych w kontekście integracji Polski ze strefą euro w dobie światowego kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2013, s. 145.

ESA10) składa się ze wszystkich jednostek organizacyjnych, które nie są producentami rynkowymi i których produkty są kierowane do konsumpcji indywidualnej lub zbiorowej, finansowanej głównie przez obowiązkowe płatności dokonywane przez jednostki należące do innych sektorów i/lub wszystkie instytucje zajmujące się głównie redystrybucją dochodu narodowego i bogactwa. Sektor ten obejmuje:

– sektor rządu centralnego (organy władzy publicznej, w tym organy administracji rządowej, agencje rządowe, organy kontroli państwowej i ochrony prawa oraz sądy i trybunały),

– sektor rządów stanowych (przy federacyjnej strukturze państwa, w Polsce nie występuje),

– sektor samorządowy (jednostki samorządu terytorialnego: gminy, powiaty, miasta na prawach powiatu, województw),

– sektor ubezpieczeń społecznych (fundusze ubezpieczeń społecznych: FUS, KRUS, NFZ).

Według tej metodologii sektor publiczny składa się z sektora finansów publicznych oraz należących do państwa przedsiębiorstw, które większość przychodów otrzymują ze sprzedaży dóbr i usług[3].

Traktat z Maastricht definiuje dług sektora finansów publicznych jako całkowite zadłużenie sektora finansów publicznych według wartości nominalnej na koniec roku, skonsolidowany między sektorami i w ich ramach (po wyeliminowaniu wewnętrznego zadłużenia).

2. Fiskalne kryteria konwergencji i progi ostrożnościowe zadłużenia

Dopuszczalny poziom długu publicznego podlega regulacji zarówno na szczeblu krajowym, jak i unijnym. Warunkiem koniecznym do przystąpienia do strefy euro jest spełnienie kryteriów konwergencji ustalonych w art. 121.1 traktatu o Unii Europejskiej z Maastricht. Kryteria konwergencji stanowią wskaźniki makroekonomiczne, których spełnienie pozwala uznać gospodarkę za stabilną i przygotowaną do uczestnictwa we wspólnym obszarze walutowym. Wśród kryteriów konwergencji znajduje się kryterium fiskalne, pozwalające na ocenę stabilności fiskalnej państwa. Kryterium fiskalne zostało określone jako wielkość deficytu oraz długu instytucji rządowych i samorządowych w relacji do PKB. Udział deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych w PKB nie powinien przekraczać 3%, natomiast udział długu publicznego w PKB nie powinien przekraczać 60%.

[3] Eurostat European Commission, *Manual on Government Deficit and Debt*, "Methodologies and Working Papers" 2010, s. 360.

Od 2004 roku polityka fiskalna w Polsce podlega regułom europejskim zapisanym w Pakcie Stabilności i Wzrostu (PSW). System reguł zapisanych w PSW działał procyklicznie w okresie poprzedzającym kryzys zadłużeniowy strefy euro, nie skłaniając państw członkowskich do dyscypliny finansowej w okresie sprzyjającej koniunktury[4].

Polska przyjęła dodatkowe progi ostrożnościowe. Konstytucja RP art. 216 ust. 5 określa maksymalną wielkość relacji długu publicznego do PKB: „Nie wolno zaciągać pożyczek lub udzielać gwarancji i poręczeń finansowych, w następstwie których państwowy dług publiczny przekroczy 3/5 wartości rocznego produktu krajowego brutto. Sposób obliczania wartości rocznego produktu krajowego brutto oraz państwowego długu publicznego określa ustawa". Limit długu zapisany w Konstytucji RP został uzupełniony w 1999 roku o tzw. progi ostrożnościowe długu. Ustawa o finansach publicznych z dnia 27 sierpnia 2009 roku szczegółowo określa progi ostrożnościowe, w przypadku przekroczenia których rząd zobowiązany jest do podjęcia określonych kroków. Artykuł 86 ustawy o finansach publicznych określa trzy progi ostrożnościowe: 50%, 55% i 60% PKB.

Dotychczasowe doświadczenia ze stosowania reguł fiskalnych potwierdzają ryzyko procyklicznego oddziaływania reguł ograniczających dług publiczny. Jak dotąd dwukrotnie nastąpiło przekroczenie przez dług publiczny relacji 50% PKB i groźba przekroczenia progu 55% PKB – w 2003 roku oraz 2010 roku. W obu przypadkach gospodarka znajdowała się w fazie spowolnienia (luka popytowa była w tych latach ujemna) i w obu działanie reguły stanowiło impuls do podjęcia działań dostosowawczych, które oddziaływały procyklicznie[5].

3. Przyczyny powstawania długu publicznego

Istnieje wiele przyczyn powstawania długu publicznego. W literaturze przedmiotu za bezpośrednią i najważniejszą przyczynę długu publicznego uważa się występowanie w kolejnych latach deficytu budżetowego. Na jego pokrycie jednostki sektora finansów publicznych zaciągają bankowe i niebankowe kredyty i pożyczki oraz emitują dłużne papiery wartościowe. Stanowią one przychody budżetowe, które w określonej przyszłości muszą zostać zwrócone[6].

Wśród przyczyn powstawania długu publicznego wskazywane są także wydatki związane z prowadzeniem wojen lub usuwaniem skutków klęsk ży-

---

[4] A. Kosior, M. Rubaszek (red.), *Ekonomiczne wyzwania integracji Polski ze strefą euro*, NBP, Warszawa 2014, s. 160.

[5] *Ibidem*.

[6] A. Daniłowska, *Dług publiczny w Polsce na tle krajów Unii Europejskiej*, [w:] A. Siedlecka (red.), *Budżet zadaniowy jako nowoczesne narzędzie zarządzania gospodarką narodową*, Państwowa Szkoła Wyższa im. Papieża Jana Pawła II w Białej Podlaskiej, Biała Podlaska 2011, s. 145.

wiołowych[7]. Przykładem wzrostu długu publicznego, między innymi z powodu wojny, są USA zaangażowane w wieloletnie konflikty w Iraku i Afganistanie, natomiast przykładem klęski żywiołowej na dużą skalę jest trzęsienie ziemi i tsunami w Japonii z 11 marca 2011 roku, gdzie straty oszacowane zostały na 5,2% PKB, a wydatki związane z odbudową zniszczeń są finansowane z emisji obligacji[8].

Przyczynami wzrostu deficytu budżetowego i tym samym długu publicznego są również kryzysy gospodarcze oraz deficyty spowodowane działaniami rządu, np. redukcją podatków. W okresach kryzysów finansowo-gospodarczych państwa podejmują działania interwencyjne o charakterze nadzwyczajnym wobec działań interwencyjnych typowych dla danego kraju i wynikających z przyjętego modelu gospodarki[9]. Przykładem takich działań o skutkach dla zadłużenia państwa jest kryzys finansowy, który ujawnił się w 2008 roku, a następnie za pośrednictwem różnych kanałów transmisji przeniósł się do sfery realnej. W UE pomoc państwa sektorowi finansowemu, głównie bankom, szacowana jest na ponad 4 bln EUR (1/3 PKB UE)[10].

Działania rządów wielu państw w celu stabilizowania sektora bankowego oraz koniunktury gospodarczej spowodowały zdecydowany wzrost wydatków budżetowych. Budżetowe koszty pomocy dla banków i innych instytucji finansowych powstawały wskutek przeprowadzania operacji finansowych z udziałem środków publicznych. Powodowały one wzrost deficytów i zadłużenia publicznego[11]. Działania i instrumenty stosowane w celu pobudzania koniunktury były zróżnicowane pomiędzy krajami UE. Największe i najmniejsze pakiety stymulacyjne w stosunku do PKB, wprowadzone w krajach UE (27) w 2009 i 2010 roku, zostały przedstawione w tabeli 1. Największe pakiety stymulacyjne w stosunku do PKB w 2009 roku wprowadziły Luksemburg i Cypr, odpowiednio 3,4% i 2,7% PKB. W 2010 roku największe pakiety stymulacyjne zastosowały Polska (3,2% PKB), Szwecja (2,7% PKB) i Finlandia (2,7% PKB).

---

[7] G. Gołębiowski, *Dług publiczny*, [w:] B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak (red.), *System finansowy w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 362−398; R. Barro, *Makroekonomia*, PWE, Warszawa 1997, s. 156.

[8] A. Daniłowska, *op. cit*., s. 146.

[9] D.C. Colender, *Macroeconomics*, McGraw-Hill Irwin, New York 2010, s. 58.

[10] A. Daniłowska, *op. cit*., s. 146.

[11] B. Mucha-Leszko, M. Wojtas, *Polityka fiskalna i sytuacja w dziedzinie finansów publicznych Danii, Szwecji i Wielkiej Brytanii w latach 1999−2012*, [w:] D. Miłaszewska (red.), *Stabilizacja fiskalna. Teoria i doświadczenia wybranych gospodarek*, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2012, s. 147.

Tabela 1. Zestawienie wartości największych i najmniejszych pakietów stymulacyjnych w krajach UE (27) w 2009 i 2010 roku (w relacji do PKB)

Kraj	**% PKB**	**Kraj**	**% PKB**
Największe pakiety stymulacyjne			
2009		2010	
Luksemburg	3,4	Polska	3,2
Cypr	2,7	Szwecja	2,7
Hiszpania	2,4	Finlandia	2,7
Czechy	2,3	Cypr	2,4
Wielka Brytania	1,9	Niemcy	2,4
Szwecja	1,7	Luksemburg	2,2
Niemcy	1,7	Węgry	2,1
Najmniejsze pakiety stymulacyjne			
2009		2010	
Estonia	0,0	Grecja	0,0
Litwa	0,0	Łotwa	0,1
Rumunia	0,2	Rumunia	0,3
Słowacja	0,4	Słowacja	0,5
Węgry	0,5	Wielka Brytania	0,5
Grecja	0,6	Portugalia	0,6
Irlandia	0,7	Włochy	0,8
Włochy	0,8	Hiszpania	0,8

Źródło: B. Mucha-Leszko, M. Wojtas, *Polityka fiskalna i sytuacja w dziedzinie finansów publicznych Danii, Szwecji i Wielkiej Brytanii w latach 1999−2012*, [w:] D. Miłaszewska (red.), *Stabilizacja fiskalna. Teoria i doświadczenia wybranych gospodarek*, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2012, s. 149.

Budżetowe i gospodarcze pakiety ratunkowe zostały opracowane w celu stymulacji zagregowanego popytu i wsparcia stabilizacji sytuacji gospodarczej. Polityka państw europejskich skupiała się na działaniach w zakresie dokapitalizowania banków przy wykorzystaniu bilansów publicznych. Można stwierdzić, że pakiety ratunkowe dla banków oraz budżetowe środki stymulacyjne sprawdziły się jako narzędzia pobudzania rozwoju i dezaktywacji skutków kryzysu, z drugiej jednak strony przyczyniły się do istotnego wzrostu deficytów budżetowych, a w konsekwencji − wzrostu długu publicznego.

Pakiety stymulacyjne w Polsce miały na celu m.in. realizację planu stabilności i rozwoju, ułatwienie uzyskania gwarancji kredytowych i płatności MŚP, stymulowanie inwestycji w infrastrukturę telekomunikacyjną, energię odnawialną, działalność badawczą, ułatwienie inwestycji finansowanych z funduszy UE, wsparcie gospodarstw domowych, wspieranie instytucji finansowych w ramach

Paktu Zaufania w celu zapewnienia płynności sektora finansowego poprzez gwarancje bankowe oraz inne udzielone gwarancje, w tym bezpieczne kredyty.

Kryzys finansowy wywołał nie tylko skutki w formie pomocy finansowej sektorowi finansowemu i zwiększenia tym samym długu publicznego. Spowodowany przez niego kryzys gospodarczy osiągnął niespotykany od czasu kryzysu lat 1929−1933 zasięg. W 2009 roku PKB w 26 krajach UE spadł. Spadek był różnicowany od kilkunastu procent w krajach nadbałtyckich do kilku procent w Niemczech. Jedynie w Polsce udało się utrzymać niewielkie, ale dodatnie tempo wzrostu PKB. Spadek PKB oznacza zmniejszenie wpływów budżetowych przy równoległym wzroście wydatków na dodatkowe działania interwencyjne, łagodzenie cyklu koniunkturalnego, pobudzanie wzrostu gospodarczego oraz przeciwdziałanie bezrobociu.

Przyczyną wzrostu zadłużenia, która staje się istotna w sytuacji już znaczącego zadłużenia, jest pułapka zadłużenia[12]. Wpadnięcie w nią polega na tym, że obsługa długu (odsetki od zadłużenia) rośnie nie tylko wraz z wielkością zadłużenia, ale kolejne emisje obligacji lub pożyczki dokonywane są na coraz gorszych warunkach i w związku z tym odsetki pochłaniają coraz większą część budżetu państwa. Zachodzi konieczność zaciągania kredytów na masową skalę nie tylko dla spłaty rat kredytów, pożyczek i wykupu obligacji, ale również na pokrycie bieżących wydatków państwa. Wówczas dług rośnie bardzo szybko, spada wiarygodność państwa i rośnie stopa procentowa od pozyskiwanych funduszy[13].

4. Analiza wielkości i struktury długu publicznego w Polsce

Średnie zadłużenie krajów strefy euro w latach 2000−2013 zdecydowanie przekraczało wartość referencyjną 60%. Średni dług publiczny w strefie euro (17) wyniósł 75,4% PKB. Poziom długu publicznego w krajach strefy euro był zróżnicowany pomiędzy krajami (por. tabela 2). Wśród członków strefy euro były kraje, których dług publiczny przekroczył 100% PKB: Grecja, Włochy, Portugalia i Irlandia. Były też kraje o niskim zadłużeniu, wśród nich wymienić można Estonię i Luksemburg. Krajem członkowskim UE, który istotnie zmniejszył zadłużenie jest Bułgaria, której dług publiczny w 2000 roku wynosił 72,5%, natomiast w 2013 roku − pomimo kryzysu spadł do 18,3% PKB. Wśród krajów o niskim zadłużeniu wskazać można również Rumunię i Szwecję.

W Polsce dług publiczny w relacji do PKB istotnie wzrósł na przestrzeni lat 2000–2013, z poziomu 36,8% do 55,7% PKB, tym samym zbliżając się do wartości referencyjnej dla długu zapisanej w traktacie z Maastricht. W efekcie

[12] G. Gołębiowski, *op. cit*., s. 158.
[13] A. Daniłowska, *op. cit*., s. 147.

Tabela 2. Dług publiczny w krajach UE w latach 2000–2013 (jako % PKB)

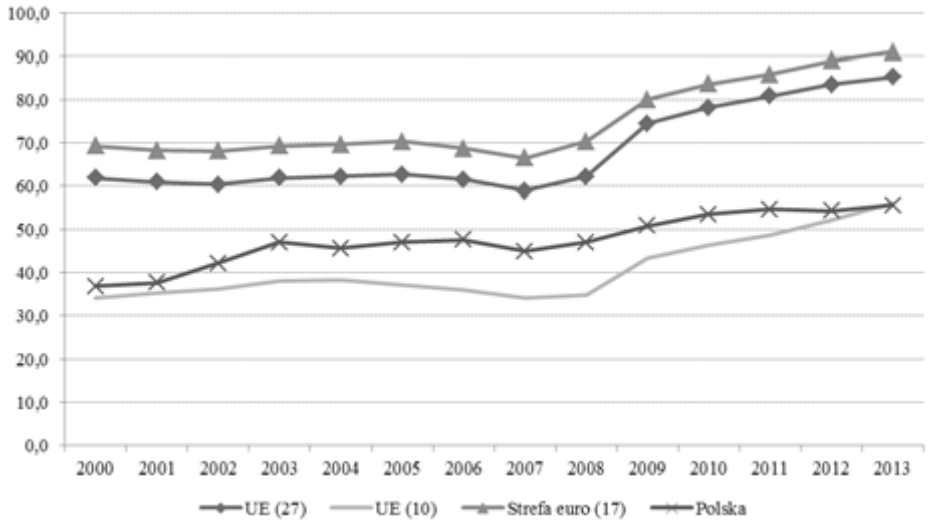
Wyszczególnienie	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2000–2013
UE (28)	:	:	:	:	:	:	:	:	:	74,3	78,2	80,8	83,5	85,4	81,4
UE (27)	61,8	60,9	60,3	61,9	62,2	62,7	61,5	58,9	62,2	74,5	78,3	80,9	83,6	85,4	68,6
UE (25)	62,0	61,1	60,5	62,1	62,5	63,1	62,0	59,5	62,9	75,2	80,7	83,1	85,9	86,1	69,1
Strefa euro (18)	69,3	68,3	68,1	69,3	69,7	70,3	68,7	66,5	70,3	80,1	83,7	85,8	89	90,9	75,4
Strefa euro (17)	69,3	68,3	68,1	69,3	69,7	70,3	68,7	66,5	70,3	80,1	83,8	85,9	89,1	91,1	75,4
Strefa euro (16)	69,2	68,2	68,0	69,2	69,6	70,3	68,6	66,4	70,2	80,0	85,4	87,3	90,6	90,9	75,3
Belgia	107,8	106,5	103,4	98,4	94,0	92,0	87,9	84,0	89,2	95,7	99,6	102,1	104	104,5	96,9
Bułgaria	72,5	66,0	52,4	44,4	37,0	27,5	21,6	17,2	13,7	14,6	15,9	15,7	18	18,3	31,2
Czechy	17,8	23,9	27,1	28,6	28,9	28,4	28,3	27,9	28,7	34,6	38,2	41	45,5	45,7	31,9
Dania	52,4	49,6	49,5	47,2	45,1	37,8	32,1	27,1	33,4	40,7	42,9	46,4	45,6	45	42,5
Niemcy	60,2	59,1	60,7	64,4	66,2	68,6	68,0	65,2	66,8	74,5	80,3	77,6	79	76,9	69,6
Estonia	5,1	4,8	5,7	5,6	5,0	4,6	4,4	3,7	4,5	7,1	6,5	6	9,7	10,1	5,9
Irlandia	37,0	34,5	31,8	31,0	29,4	27,2	24,6	24,9	44,2	64,4	87,4	111,1	121,7	123,3	56,1
Grecja	103,4	103,7	101,7	97,4	98,6	100,0	106,1	107,4	112,9	129,7	146	171,3	156,9	174,9	122,2
Hiszpania	59,4	55,6	52,6	48,8	46,3	43,2	39,7	36,3	40,2	54,0	60,1	69,2	84,4	92,1	56,2
Francja	57,3	56,9	58,8	62,9	64,9	66,4	63,7	64,2	68,2	79,2	81,5	85	89,2	92,2	70,9
Chorwacja	:	:	:	:	:	:	:	:	:	36,6	52,8	59,9	64,4	75,7	52,9
Włochy	108,6	108,3	105,4	104,1	103,7	105,7	106,3	103,3	106,1	116,4	115,3	116,4	122,2	127,9	111,6
Cypr	59,6	61,2	65,1	69,7	70,9	69,4	64,7	58,8	48,9	58,5	56,5	66	79,5	102,2	67,7
Łotwa	12,4	14,1	13,6	14,7	15,0	12,5	10,7	9,0	19,8	36,9	46,8	42,7	40,9	38,2	23,1
Litwa	23,6	23,0	22,2	21,0	19,3	18,3	17,9	16,8	15,5	29,3	36,3	37,3	39,9	39	25,9
Luksemburg	6,2	6,3	6,3	6,2	6,3	6,1	6,7	6,7	14,4	15,5	19,6	18,5	21,4	23,6	11,7

Węgry	56,1	52,7	55,9	58,6	59,5	61,7	65,9	67,0	73,0	79,8	80,9	81	78,5	77,3	68,0
Malta	53,9	58,9	57,9	66,0	69,8	68,0	62,5	60,7	60,9	66,5	67,6	69,8	67,9	69,8	64,5
Holandia	53,8	50,7	50,5	52,0	52,4	51,8	47,4	45,3	58,5	60,8	59	61,3	66,5	68,6	56,6
Austria	66,2	66,8	66,2	65,3	64,7	64,2	62,3	60,2	63,8	69,2	82,4	82,1	81,7	81,2	67,8
Polska	36,8	37,6	42,2	47,1	45,7	47,1	47,7	45,0	47,1	50,9	53,6	54,8	54,4	55,7	47,8
Portugalia	50,7	53,8	56,8	59,4	61,9	67,7	69,4	68,4	71,7	83,7	96,2	111,1	124,8	128	78,4
Rumunia	22,5	25,7	24,9	21,5	18,7	15,8	12,4	12,8	13,4	23,6	29,9	34,2	37,3	37,9	23,7
Słowenia	26,3	26,5	27,8	27,2	27,3	26,7	26,4	23,1	22,0	35,2	37,9	46,2	53,4	70,4	34,2
Słowacja	50,3	48,9	43,4	42,4	41,5	34,2	30,5	29,6	27,9	35,6	41,1	43,5	52,1	54,6	41,1
Finlandia	43,8	42,5	41,5	44,5	44,4	41,7	39,6	35,2	33,9	43,5	47,1	48,5	53	56	44,2
Szwecja	53,9	54,7	52,5	51,7	50,3	50,4	45,3	40,2	38,8	42,6	36,7	36,1	36,4	38,6	45,4
Wielka Bryt.	40,5	37,3	37,1	38,7	40,3	41,7	42,7	43,7	51,9	67,1	76,4	81,9	85,8	87,2	55,7

: brak danych

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat, http://epp.eurostat.ec.europa.eu (data dostępu: 20.12.2014).

spełnienie kryterium fiskalnego w przyszłości stanie się trudniejsze. W lipcu 2013 roku rząd zawiesił obowiązywanie pierwszego progu ostrożnościowego. Ponadto dług sektora finansów publicznych według metodologii krajowej niebezpiecznie zbliżył się do drugiego progu ostrożnościowego (55% PKB), zapisanego w ustawie o finansach publicznych.



Wykres 1. Dług publiczny w Polsce i UE w latach 2000–2012 (% PKB)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat, http://epp.eurostat.ec.europa.eu (data dostępu: 20.12.2014).

Zmiana wartości relacji długu do PKB w Polsce szczególnie jest widoczna od 2008 roku. Jeszcze w 2007 roku wartość ta wynosiła 45% PKB i wzrosła do 55,7% PKB w 2013 roku. Przyrost ten jest jednak relatywnie niski, jeśli porównamy zmiany w poziomie długu Polski do zmian zachodzących w pozostałych państwach UE (por. wykres 1).

Jak wynika z analizy kształtowania długu publicznego w krajach strefy euro, po wybuchu światowego kryzysu gospodarczego mediana przyrostu relacji długu do PKB w tych krajach wyniosła około 20 pkt. proc. Może to sugerować, że bezpieczny cel dla relacji długu publicznego do PKB w Polsce to około 40%. W latach 2000−2013 wielkość państwowego długu publicznego zawsze przekraczała ten poziom[14].

[14] A. Kosior, M. Rubaszek (red.), *op. cit*., s. 160.

Tabela 3. Struktura długu sektora finansów publicznych według podsektorów w Polsce na tle wybranych krajów UE w 2010 roku (w %)

Wyszczególnienie	UE (27)	Polska	Niemcy	Grecja	Czechy	Węgry	Słowacja
Sektor rządowy	84,2	91,8	63,3	99,1	93,3	93,8	93,3
Sektor rządu stanowego	6,9	0	28,9	0	0	0	3
Sektor samorządowy	6,7	6,8	5,7	0,6	6,7	5,7	6,7
Sektor ubezpieczeń społecznych	2,2	1,4	2,1	0,3	0	0,5	0

Źródło: A. Daniłowska, *Dług publiczny w Polsce na tle krajów Unii Europejskiej*, [w:] A. Siedlecka (red.), *Budżet zadaniowy jako nowoczesne narzędzie zarządzania gospodarką narodową*, Państwowa Szkoła Wyższa im. Papieża Jana Pawła II w Białej Podlaskiej, Biała Podlaska 2011, s. 150.

Jak wynika z danych w tabeli 3, dług sektora finansów publicznych składa się głównie z zadłużenia rządu centralnego. W Polsce udział ten przekracza 90%, w innych krajach europejskich jest podobnie.

Tabela 4. Struktura długu publicznego w krajach UE według terminu w 2010 roku (w %)

Wyszczególnienie	UE (27)	Polska	Niemcy	Grecja	Czechy	Węgry	Słowacja
Zadłużenie krótkoterminowe	16,1	5,1	16,1	4,0	7,5	9,4	5,4
Zadłużenie długoterminowe	83,9	94,9	83,9	96,0	92,5	90,6	94,6

Źródło: A. Daniłowska, *Dług publiczny w Polsce na tle krajów Unii Europejskiej*, [w:] A. Siedlecka (red.), *Budżet zadaniowy jako nowoczesne narzędzie zarządzania gospodarką narodową*, Państwowa Szkoła Wyższa im. Papieża Jana Pawła II w Białej Podlaskiej, Biała Podlaska 2011, s. 151.

Dane dotyczące struktury terminowej długu sektora finansów publicznych wskazują na długoterminowy charakter zadłużenia. W Polsce udział zadłużenia krótkoterminowego jest niewielki, niższy niż przeciętny w UE, co należy ocenić pozytywnie, gdyż świadczy to o niskim ryzyku utraty wypłacalności i płynności (por. tabela 4). Taka struktura zadłużenia przyczynia się do ograniczania ryzyka refinansowania dzięki dużej roli obligacji średnio- i długoterminowych w finansowaniu potrzeb pożyczkowych, przetargów zamiany oraz oddłużenia w bonach skarbowych. Służy to realizacji celu „Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych”[15].

[15] Ministerstwo Finansów, *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2015–2018*, Warszawa, wrzesień 2014, s. 9.

Zakończenie

Kraje dążące do pełnego uczestnictwa w UGiW są zobligowane do utrzymania długu publicznego poniżej 60% PKB. Polska dodatkowo przyjęła progi ostrożnościowe: 50%, 55% i 60% PKB, jednak pomimo ich obowiązywania dług publiczny w Polsce w relacji do PKB istotnie wzrósł w latach 2000–2012 z poziomu 36,8% do 55,6% PKB, tym samym zbliżając się do wartości referencyjnej dla długu zapisanej w traktacie z Maastricht. W efekcie, spełnienie kryterium fiskalnego w przyszłości stanie się trudniejsze. Struktura długu publicznego w Polsce charakteryzuje się dużym udziałem sektora rządowego (ponad 90%) oraz wysokim udziałem długu długoterminowego (ponad 90%).

Wysoki poziom deficytu oraz narastający dług sektora finansów publicznych pociągają za sobą konieczność działań konsolidacyjnych zarówno ze względu na ograniczenia wynikające z ustawodawstwa krajowego, jak i z przepisów Unii Europejskiej.

Poziom długu publicznego w Polsce systematycznie rośnie. Przeprowadzone analizy potwierdziły tezę, że kryzys spowodował istotny wzrost zadłużenia publicznego Polski, które odsuwa w czasie możliwość przystąpienia do strefy euro. Warto jednak zauważyć, że przyrost długu publicznego Polski jest relatywnie niski w porównaniu do zmian zachodzących w pozostałych państwach UE. Finanse publiczne większości państw, które uczestniczą w UGiW, są w gorszej kondycji, co wskazuje, że Polska do czasu poprawy sytuacji w strefie euro nie powinna podejmować decyzji o pełnym uczestnictwie w UGiW.

Bibliografia

Barro R., *Makroekonomia*, PWE, Warszawa 1997.

Baza danych Eurostat, http://epp.eurostat.ec.europa.eu (data dostępu: 20.12.2014).

Colender D.C., *Macroeconomics*, McGraw-Hill Irwin, New York 2010.

Daniłowska A., *Dług publiczny w Polsce na tle krajów Unii Europejskiej*, [w:] A. Siedlecka (red.), *Budżet zadaniowy jako nowoczesne narzędzie zarządzania gospodarką narodową*, Państwowa Szkoła Wyższa im. Papieża Jana Pawła II w Białej Podlaskiej, Biała Podlaska 2011.

Eurostat European Commission, *Manual on Government Deficit and Debt*, "Methodologies and Working Papers" 2010.

Gołębiowski G., *Dług publiczny*, [w:] B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak (red.), *System finansowy w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.

Kamba-Kibatshi M., *Reforma sektora finansów publicznych w kontekście integracji Polski ze strefą euro w dobie światowego kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2013.

Kosior A., Rubaszek M. (red.), *Ekonomiczne wyzwania integracji Polski ze strefą euro*, NBP, Warszawa 2014.

Ministerstwo Finansów, *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2015–2018*, Warszawa, wrzesień 2014.

Mucha-Leszko B., Wojtas M., *Polityka fiskalna i sytuacja w dziedzinie finansów publicznych Danii, Szwecji i Wielkiej Brytanii w latach 1999−2012*, [w:] D. Miłaszewska (red.), *Stabilizacja fiskalna. Teoria i doświadczenia wybranych gospodarek*, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2012.

Ptak P., *Dług publiczny w poglądach Jamesa Buchanana a kryzys zadłużenia na świecie*, [w:] U. Zagóra-Jonsza, K. Nagel (red.), *Współczesne problemy ekonomiczne. Wybrane zagadnienia teoretyczne a praktyka gospodarcza*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach", Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2013.

Summary

Analysis of Public Debt in Poland as Compared to the EU Countries

The debt of the public finance sector is currently one of the most important problems of the EU countries. Poland, despite the increase in the budget deficit and public finance sector debt, survived the crisis relatively unscathed. The good condition of Polish economy is due to the policy of sustainable growth as well as discipline in the public finance. The purpose of this paper is to analyze the causes of the public debt as well as the size and structure of the public debt in Poland in terms of the fiscal convergence criteria determining the possibility of accession to the Economic and Monetary Union.

Keywords: public debt, fiscal convergence criteria, debt analysis

Rozdział

2

Sylwia Godlewska

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

Roboty budowlane jako przedmiot zamówień publicznych

Streszczenie

Głównym celem opracowania jest przedstawienie robót budowlanych jako szczególnego przedmiotu zamówień publicznych. Podstawową hipotezą badawczą jest twierdzenie, że istnieją swoiste cechy robót budowlanych, które odróżniają je od pozostałych przedmiotów zamówień publicznych, co stanowi o szczególnym charakterze robót budowlanych w systemie zamówień publicznych w Polsce. W celu przyjęcia lub odrzucenia założonej hipotezy posłużono się takimi metodami badawczymi, jak: analiza aktów prawnych, studia literatury przedmiotu, analiza danych statystycznych oraz raportów publikowanych przez instytucje publiczne. Czasowy zakres badań empirycznych obejmuje lata 2010–2013. W wyniku przeprowadzonych badań ujawniono, że zarówno ustawodawcze fundamenty zamówień publicznych, jak i praktyka gospodarcza funkcjonowania systemu zamówień publicznych w Polsce wskazują na szczególny charakter zamówień publicznych. Analiza danych empirycznych wykazała, że: 1) zamówienia publiczne na roboty budowlane stanowią najistotniejszą część rynku zamówień publicznych, 2) zamówienia publiczne na roboty budowlane stanowią rynek o największym stopniu konkurencyjności, 3) cenowy charakter konkurencji między podmiotami ubiegającymi się o udzielenie zamówienia publicznego w większym stopniu dotyczy wykonawców robót budowlanych niż dostaw i usług.

Słowa kluczowe: zamówienia publiczne, roboty budowlane, tryby udzielania zamówień publicznych, kryteria oceny ofert

Wstęp

Jednym z podstawowych zadań państwa jest dysponowanie znajdującymi się w jego posiadaniu środkami publicznymi. Realizacja tego zadania odbywa się przez system zamówień publicznych, którego celem jest zapewnienie, aby zakupy dóbr i usług odbywały się w sposób gwarantujący efektywne gospodarowanie środkami publicznymi[1], które przeznaczane są na finanso-

[1] W. Starzyńska, *Wykorzystanie zamówień publicznych do osiągania strategicznych*

wanie dóbr zaspokajających potrzeby całego społeczeństwa lub społeczności gminy, powiatu. Realizowanie wydatków publicznych wynika z konieczności finansowania tzw. dóbr publicznych (ogólnodostępnych i nieodpłatnych), np. obrony narodowej, bezpieczeństwa publicznego, administracji, budowy i utrzymania dróg publicznych, ochrony zdrowia, edukacji[2]. Dbałość o racjonalizację po stronie wydatków publicznych wynika wprost z ustawy o finansach publicznych[3] (u.o.f.p.), zgodnie z którą wydatki publiczne powinny być dokonywane w sposób celowy i oszczędny. Szczegółowe zasady realizowania zamówień publicznych w Polsce reguluje natomiast ustawa Prawo zamówień publicznych (u.p.z.p.) z dnia 29 stycznia 2004 roku[4].

Celem opracowania jest przedstawienie robót budowlanych jako szczególnego przedmiotu zamówień publicznych. Podstawową hipotezą badawczą jest twierdzenie, że istnieją swoiste cechy robót budowlanych, które odróżniają je od pozostałych przedmiotów zamówień publicznych, co stanowi o szczególnym charakterze robót budowlanych w systemie zamówień publicznych w Polsce. W celu przyjęcia lub odrzucenia założonej hipotezy posłużono się takimi metodami badawczymi, jak: analiza aktów prawnych, studia literatury przedmiotu, analiza danych statystycznych oraz raportów publikowanych przez instytucje publiczne. Czasowy zakres badań empirycznych obejmuje lata 2010–2013.

1. Definicja zamówień publicznych na roboty budowlane

Zgodnie z obowiązującą u.p.z.p. zamówienia publiczne rozumiane są jako odpłatne umowy zawierane pomiędzy zamawiającym a wykonawcą, których przedmiotem są usługi, dostawy, roboty budowlane[5]. Można zatem wyróżnić trzy przesłanki stanowiące o wystąpieniu zamówienia publicznego:

– forma obowiązywania (umowa o charakterze odpłatnym),
– strony umowy (zamawiający i wykonawca),
– przedmiot umowy (dostawy, usługi i roboty budowlane).

Odpłatny charakter umowy zamówienia publicznego oznacza, że każda ze stron umowy ma otrzymać od drugiej określoną korzyść majątkową. Z perspektywy zamawiającego rzeczoną korzyść stanowić będzie określona usługa, dostawa lub robota budowlana, natomiast dla wykonawcy będzie nią

---

celów Unii Europejskiej, [w:] J. Wiktorowicz, W. Starzyńska (red.), *Zamówienia publiczne a innowacyjność przedsiębiorstw. Stan obecny i perspektywy*, Wyd. UŁ, Łódź 2012, s. 67.

[2] H. Szulce, J. Chwałek, *Ekonomika handlu*, Wyd. SiP, Warszawa 2008, s. 104−105.

[3] Ustawa o finansach publicznych z dnia 27 sierpnia 2009 roku (Dz.U. z 2009 r., nr 157, poz. 1240).

[4] Ustawa z dnia 29 stycznia 2004 roku – Prawo zamówień publicznych (Dz.U. z 2013 r., poz. 984, 1047 i 1473 oraz z 2014 r., poz. 423, 768, 811, 915, 1146 i 1232).

[5] *Ibidem*.

wynagrodzenie za wykonanie przedmiotu zamówienia. Konsekwencją takiego ujęcia umowy zamówienia publicznego jest wskazanie dwustronnego zobowiązania, gdzie zarówno zamawiający, jak i wykonawca występują w podwójnej roli: wierzyciela oraz dłużnika. Tak rozumiane zamówienie publiczne obejmuje zatem umowy wzajemne, w których świadczenie jednej ze stron umowy stanowi ekwiwalent świadczenia drugiej strony[6]. Oznacza to tym samym, że np. umowa darowizny czy bezpłatnego użyczenia nie stanowiłyby zamówienia publicznego w świetle u.p.z.p.[7]

O wystąpieniu zamówienia publicznego decydują również strony, których umowa dotyczy. W szczególności stroną zamawiającą jest osoba fizyczna, osoba prawna albo jednostka organizacyjna nieposiadająca osobowości prawnej, obowiązana do stosowania u.p.z.p.[8] W praktyce grupę zamawiających tworzą przede wszystkim: administracja rządowa i samorządowa, samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej, instytucje ubezpieczenia społecznego i zdrowotnego, podmioty prawa publicznego, organy kontroli państwowej lub ochrony prawa, sąd lub trybunał[9].

Drugą stroną umowy zamówienia publicznego są wykonawcy, czyli osoby fizyczne, osoby prawne albo jednostki organizacyjne nieposiadające osobowości prawnej, które ubiegają się o udzielenie zamówienia publicznego, złożyły ofertę lub zawarły umowę w sprawie zamówienia publicznego[10]. Liczba potencjalnych wykonawców jest zatem otwarta, praktyka pokazuje jednak, iż zdecydowana większość zamówień jest możliwa do wykonania jedynie przez podmioty prowadzące działalność gospodarczą[11].

Trzecim wyznacznikiem zamówień publicznych jest przedmiot, którego mogą dotyczyć, czyli dostawa, umowa i robota budowlana. Pojęcie dostawy rozumiane jest jako nabywanie rzeczy, praw oraz innych dóbr, w szczególności na podstawie umowy sprzedaży, dostawy, najmu, dzierżawy oraz leasingu. Roboty budowlane obejmują natomiast[12]: 1) wykonanie robót budowlanych, 2) zaprojektowanie i wykonanie robót budowlanych, 3) realizację obiektu bu-

---

[6] *Zlecanie spółkom komunalnym przez jednostki samorządu terytorialnego wykonywania zadań własnych*, www.uzp.gov.pl/cmsws/page/publish.aspx?PD;2139 (dostęp: 20.04.2014).

[7] J. Rek-Pawłowska, *System zamówień publicznych w Polsce*, [w:] K. Saja-Żwirkowska (red.), *Zamówienia publiczne w trzech krokach*, Wyd. Wiedza i Praktyka, Warszawa 2013, s. 16.

[8] Ustawa z dnia 29 stycznia 2004 roku – Prawo zamówień publicznych (art. 1, Dz.U. z 2013 r., poz. 984, 1047 i 1473 oraz z 2014 r., poz. 423, 768, 811, 915, 1146 i 1232).

[9] *System zamówień publicznych a rozwój konkurencji w gospodarce*, UOKiK, Warszawa 2013, s. 16.

[10] Ustawa z dnia 29 stycznia 2004 roku – Prawo zamówień publicznych (art. 1, Dz.U. z 2013 r., poz. 984, 1047 i 1473 oraz z 2014 r., poz. 423, 768, 811, 915, 1146 i 1232).

[11] *Nowe podejście do zamówień publicznych. Zamówienia publiczne a małe i średnie przedsiębiorstwa, innowacje i zrównoważony rozwój*, Ministerstwo Gospodarki, Warszawa 2008, s. 19.

[12] Ustawa z dnia 29 stycznia 2004 roku – Prawo zamówień publicznych (art. 1, Dz.U. z 2013 r., poz. 984, 1047 i 1473 oraz z 2014 r., poz. 423, 768, 811, 915, 1146 i 1232).

dowlanego − za pomocą dowolnych środków, zgodnie z wymaganiami określonymi przez zamawiającego.

W szczególności od dnia 20 lutego 2013 roku wykaz czynności i prac składających się na roboty budowlane dookreśla Rozporządzenie Prezesa Rady Ministrów, a należą do nich: przygotowanie terenu pod budowę, roboty budowlane w zakresie wznoszenia kompletnych obiektów budowlanych lub ich części, roboty w zakresie inżynierii lądowej i wodnej, wykonywanie instalacji budowlanych, usługi wynajmu sprzętu budowlanego i do wyburzeń z obsługą operatorską.

Zaprezentowany podział zamówień publicznych jest wyczerpujący i rozłączny. Obejmuje wszelkie umowne odpłatne świadczenia cywilnoprawne, bez względu na ich charakter.

2. Szczególne uwarunkowania prawne zamówień publicznych na roboty budowlane

Zamówienia publiczne są częścią polityki finansowej, administracyjnej państwa, gdzie instrumenty prawne wykorzystywane są jako środek do realizacji zadań społeczno-gospodarczych[13]. Roboty budowlane stanowią szczególny rodzaj zamówień publicznych, co znalazło swoje odzwierciedlenie w zapisach u.p.z.p. Ustawodawca zawarł tam szereg dodatkowych postanowień mających zastosowanie wyłącznie w odniesieniu do zamówień, których przedmiotem są roboty budowlane.

Jednym z najważniejszych uregulowań prawnych, potwierdzających szczególne znaczenie robót budowlanych, jest szczegółowe wskazanie przez ustawodawcę narzędzi służących opisowi przedmiotu zamówienia oraz ustaleniu jego wartości, co zaprezentowano w tabeli 1. Warto przy tym zaznaczyć, że obowiązkiem zamawiającego jest przekazywanie wykonawcom dokumentów stanowiących podstawę opisu przedmiotu zamówienia, tj. dokumentacji projektowej, specyfikacji technicznej wykonania i odbioru robót budowlanych, a także programu funkcjonalno-użytkowego. Oznacza to tym samym, że na jakość zamówień publicznych na roboty budowlane wpływają wykonawcy i zamawiający, którzy już na etapie przygotowywania postępowania określają wymogi stawiane przedmiotom zamówienia. Wszelkie nieujawnione albo niewystarczająco jasno wyartykułowane zamiary zamawiającego mogłyby dodatkowo w sposób negatywny wpłynąć na sytuację wykonawcy w toku postępowania o udzielenie zamówienia publicznego, a także w czasie jego realizacji[14].

---

[13] A. Skibińska, W. Solski, *Zamówienia publiczne – przedmiot zamówienia*, „Edukacja Prawnicza" 2013, nr 2, s. 12.

[14] R. Jędrzejewski, *Przygotowanie postępowania o udzielenie zamówienia publicznego*, PARP, Warszawa 2011, s. 19.

Tabela 1. Sposób opisu robót budowlanych jako przedmiotu zamówień publicznych oraz podstawy ustalania ich wartości

Zakres robót	Sposób opisu przedmiotu zamówienia	Podstawa ustalenia wartości przedmiotu zamówienia
Wykonanie robót budowlanych w rozumieniu ustawy z dnia 7 lipca 1994 roku – Prawo budowlane oraz realizacja obiektu budowlanego za pomocą dowolnych środków, zgodnie z wymaganiami określonymi przez zamawiającego	Dokumentacja projektowa oraz specyfikacja techniczna wykonania i odbioru robót budowlanych (według Rozporządzenia Ministra Infrastruktury z dnia 2 września 2004 roku w sprawie szczegółowego zakresu i formy dokumentacji projektowej, specyfikacji technicznych wykonania i odbioru robót budowlanych oraz programu funkcjonalno-użytkowego)	Kosztorys inwestorski i planowane koszty robót budowlanych
Zaprojektowanie i wykonanie robót budowlanych w rozumieniu ustawy z dnia 7 lipca 1994 roku – Prawo budowlane[15]	Program funkcjonalno-użytkowy (według Rozporządzenia Ministra Infrastruktury z dnia 2 września 2004 roku w sprawie szczegółowego zakresu i formy dokumentacji projektowej, specyfikacji technicznych wykonania i odbioru robót budowlanych oraz programu funkcjonalno-użytkowego)	Planowane koszty prac projektowych oraz planowane koszty robót budowlanych

Źródło: Opracowanie własne na podstawie ustawy z dnia 29 stycznia 2004 roku – Prawo zamówień publicznych (art. 30, Dz.U. z 2010 r., nr 113, poz. 759; art. 33, Dz.U. z 2010 r., nr 113, poz. 759).

Wartość zamówienia publicznego, oszacowana przez zamawiającego, determinuje prawa i obowiązki stron postępowania o udzieleniu zamówienia publicznego. Odbywa się to za pośrednictwem systemu progów kwotowych, których wysokość została dookreślona w Rozporządzeniu Prezesa Rady Ministrów w sprawie kwot wartości zamówień oraz konkursów, od których jest uzależniony obowiązek przekazywania ogłoszeń Urzędowi Publikacji Unii Europejskiej. W szczególności, gdy wartość zamówienia przekracza tzw. progi unijne, zamawiający zobligowany jest do zastosowania tzw. zaostrzonej procedury unijnej[16], wymagającej m.in. przekazania ogłoszenia o zamówieniu

[15] Analizując 30 art. u.p.z.p., można zauważyć pewną nieścisłość między sposobem opisu przedmiotu zamówienia, jakim są roboty budowlane, który wymaga posiłkowania się zapisami polskiej ustawy – Prawo budowlane, a nową definicją „robót budowlanych", dostosowaną do regulacji wspólnotowych.

[16] Odrębność zaostrzonej procedury unijnej wyraża się w szczególności: obowiązkiem publikacji ogłoszeń o postępowaniu w prasie o zasięgu ogólnopolskim; instytucją obserwatora

do Urzędu Oficjalnych Publikacji Wspólnot Europejskich. Wysokość progów determinujących konieczność zastosowania tzw. procedury unijnej jest zdeterminowana przedmiotem zamówienia, co zaprezentowano w tabeli 2.

Tabela 2. Progi unijne w zamówieniach publicznych (w EUR)[17]

Przedmiot Zamówienia	**Kategoria zamawiającego**	**Wartość progu**
Dostawa lub usługa	Zamawiający z sektora finansów publicznych	130 000
	Zamawiający z sektora samorządowego[18]	200 000
	Zamawiający sektorowi oraz zamówienia z dziedziny obronności i bezpieczeństwa	400 000
	Obronność i bezpieczeństwo	400 000
Robota budowla	Wszyscy zamawiający	5 000 000

Źródło: Rozporządzenie Prezesa Rady Ministrów z 16 grudnia 2011 roku w sprawie kwot wartości zamówień oraz konkursów, od których jest uzależniony obowiązek przekazywania ogłoszeń Urzędowi Publikacji Unii Europejskiej (Dz.U., nr 282, poz. 1649)[18].

W odniesieniu do robót budowlanych ustawodawca zaproponował najwyższy próg, stanowiący o obligatoryjności zastosowania zaostrzonej procedury unijnej. Warto przy tym podkreślić, iż w sytuacji gdy wartość zamówienia jest mniejsza niż wysokość progów unijnych, zamawiający wyznacza termin składania ofert, uwzględniając dodatkowo przedmiot zamówienia. W przypadku dostaw lub usług termin ten nie może być krótszy niż 7 dni od dnia zamieszczenia ogłoszenia o zamówieniu w Biuletynie Zamówień Publicznych, natomiast w odniesieniu do robót budowlanych okres ten został wydłużony do 2 tygodni[19].

Z uwagi na stopień złożoności produkcji budowlanej ustawodawca przewidział również relatywnie dłuższy czas na określenie wartości roboty budowlanej przysługujący wykonawcy. W świetle 35 art. u.p.z.p. ustalenie wartości zamówienia na dostawy lub usługi dokonuje się nie wcześniej niż 3 miesiące

biorącego udział w pracach komisji przetargowej; obligatoryjną kontrolą wyboru wykonawcy prowadzoną przez Prezesa Urzędu Zamówień Publicznych w trybie *ex ante*; zakazem zawarcia umowy do czasu rozpoznania skargi przez sąd.

[17] Stan na 31 grudnia 2013 roku.

[18] W tym również uczelnie publiczne, państwowe instytucje kultury, państwowe instytucje filmowe, jednostki sektora finansów publicznych, dla których organem założycielskim lub nadzorującym jest jednostka samorządu terytorialnego, państwowe jednostki organizacyjne nieposiadające osobowości prawnej.

[19] Ustawa z dnia 29 stycznia 2004 roku – Prawo zamówień publicznych (art. 1, Dz.U. z 2013 r., poz. 984, 1047 i 1473 oraz z 2014 r., poz. 423, 768, 811, 915, 1146 i 1232).

przed dniem wszczęcia postępowania o udzielenie zamówienia, natomiast w przypadku robót budowlanych – nie wcześniej niż 6 miesięcy przed dniem wszczęcia postępowania o udzielenie zamówienia.

Roboty budowlane stanowią szczególny rodzaj zamówień publicznych również ze względu na tryby, w jakich mogą zostać udzielone. Podstawowymi trybami udzielania zamówienia są przetarg nieograniczony oraz przetarg ograniczony, ale zamawiający mogą udzielić zamówienia w trybie negocjacji z ogłoszeniem, dialogu konkurencyjnego, negocjacji bez ogłoszenia, zamówienia z wolnej ręki oraz zapytania o cenę. Ostatni z wymienionych trybów – zapytanie o cenę – może jednak znaleźć zastosowanie wyłącznie w odniesieniu do dostaw i usług o ustalonych standardach (trwałość, funkcjonalność, gabaryty itd.) oraz powszechnie dostępnych, czyli takich, które można nabywać bez względu na miejscowość i czas[20]. Roboty budowlane ze względu na specyfikę prac (złożoność, niepowtarzalność produkcji) zostały wykluczone spod zastosowania zapytania o cenę jako trybu udzielania zamówień publicznych.

Szczególnym uwarunkowaniem prawnym dotyczącym robót budowlanych jest sposób określania rodzaju zamówienia w sytuacji, gdy ma ono charakter mieszany. Przepisy u.p.z.p. nie pozwalają na zakwalifikowanie danego zamówienia jako np. dostawy z usługą lub dostawy z robotą budowlaną, ale w każdym przypadku nakazują przyporządkowanie zamówienia do określonej kategorii: dostawy, usługi lub roboty budowlanej. Generalna zasada wskazuje, że jeśli zamówienie obejmuje równocześnie dostawy oraz usługi albo roboty budowlane oraz usługi, do udzielenia zamówienia stosuje się przepisy dotyczące tego przedmiotu zamówienia, którego wartościowy udział w danym zamówieniu jest największy[21]. Inaczej sytuacja przedstawia się w sytuacji, gdy zamówienie obejmuje równocześnie roboty budowlane oraz dostawy niezbędne do ich wykonania. Do udzielenia takiego zamówienia stosuje się przepisy dotyczące robót budowlanych bez względu na strukturę wartościową zamówienia[22]. Przykładowo, gdy zamawiający zleca w ramach jednego postępowania dostawę i montaż okien, to zakup okien stanowić będzie w omawianym przypadku dostawę niezbędną do wykonania robót budowlanych polegających na remoncie budynku, a tym samym w myśl przepisu art. 6 ust. 3 u.p.z.p. zamówienie takie zostanie zakwalifikowane jako robota budowlana.

O szczególnym znaczeniu zamówień publicznych może również świadczyć wyłączenie ich ze stosowania przepisów dotyczących zamówień powta-

[20] Nie należą więc do nich przede wszystkim wszelkie nietypowe usługi, wymagające szczególnych kwalifikacji (np. z zakresu konserwacji starodruków, eksperckie) bądź usługi wyjątkowego zastosowania (np. usługi detektywistyczne).

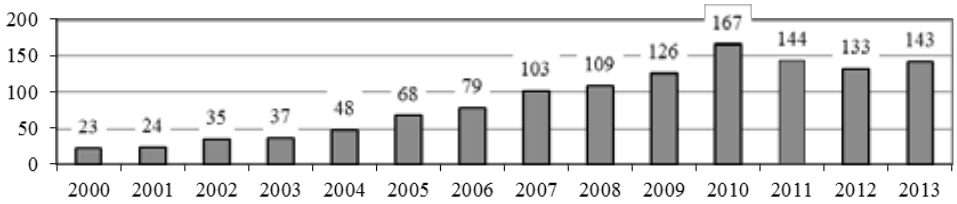
[21] Ustawa z dnia 29 stycznia 2004 roku – Prawo zamówień publicznych (art. 1, Dz.U. z 2013 r., poz. 984, 1047 i 1473 oraz z 2014 r., poz. 423, 768, 811, 915, 1146 i 1232).

[22] *Ibidem.*

rzających się okresowo, czyli takich, które powtarzają się co pewien czas, ale ze względu na fakt, iż nie mogą zostać spełnione przez jednorazowe zachowanie się wykonawcy, realizowane są w częściach, stosownie do aktualnych potrzeb[23]. Wyłączenie robót budowlanych spod zamówień powtarzających się okresowo wynika ze specyfiki robót budowlanych, której wyrazem jest niepowtarzalność i jednorazowość każdego obiektu budowlanego[24]. Ponadto z uwagi na relatywnie wysokie koszty inwestycji budowlanych zamawiający nie wiąże się trwale z jednym wykonawcą, tylko każdorazowo oddaje się wolnemu rynkowi, rozpisując nowe postępowanie.

3. Rynek zamówień publicznych w Polsce – przekrój przedmiotowy

Wartość rynku zamówień publicznych w przeciągu ostatniej dekady zwiększyła się ponad siedmiokrotnie, osiągając w 2013 roku poziom 143 mld zł, co stanowi niespełna 9% PKB[25] i 21% całości wydatków sektora finansów publicznych[26].



Wykres 1. Wartość rynku zamówień publicznych w latach 2000−2013 (w mld zł)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Sprawozdanie o funkcjonowaniu systemu zamówień publicznych*, Urząd Zamówień Publicznych, Warszawa 2014 (i wcześniejsze).

Najistotniejszą część rynku zamówień publicznych stanowią roboty budowlane. Świadczy o tym wartość środków zakontraktowanych na ten cel, która w 2013 roku stanowiła 38% ogólnej kwoty udzielonych zamówień (w 2012 – 45%; w 2011 – 39%; w 2010 – 43%). Pomimo dużego odsetka wartości liczba postępowań na roboty budowlane w 2013 roku stanowiła jedynie 23% wszystkich postępowań (w 2012 i 2011 – 25%; w 2010 – 28%), co wynika ze

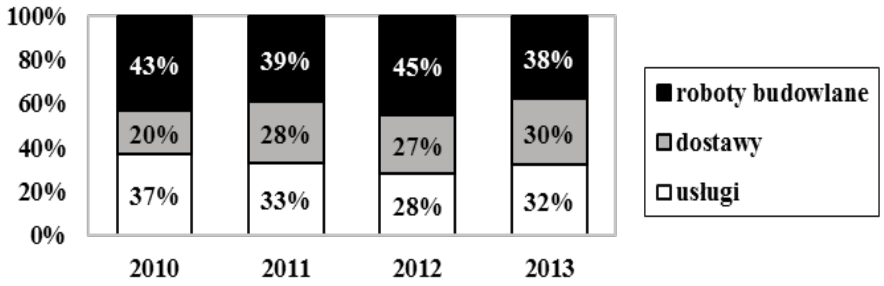
[23] J. Rokicki, J. Olszewska-Stompel, *Zamówienia publiczne nie są trudne*, Wyd. Wolters Kluwer, Warszawa 2012, s. 27.

[24] O. Rytel, *Specyfika produkcji budowlanej*, „Zeszyty Naukowe Akademii Podlaskiej w Siedlcach. Seria Administracja i Zarządzanie" 2009, nr 83, s. 161.

[25] Według szacunków GUS produkt krajowy brutto (PKB) w 2011 roku (w cenach bieżących) ukształtował się na poziomie 1 635,7 mld zł („Biuletyn Statystyczny" 2014, nr 2).

[26] Wydatki publiczne w 2013 roku wyniosły 682 mld zł. Zob. *Analiza wykonania w 2013 roku budżetu Państwa i założeń polityki pieniężnej*, NIK, Warszawa 2014, s. 155.

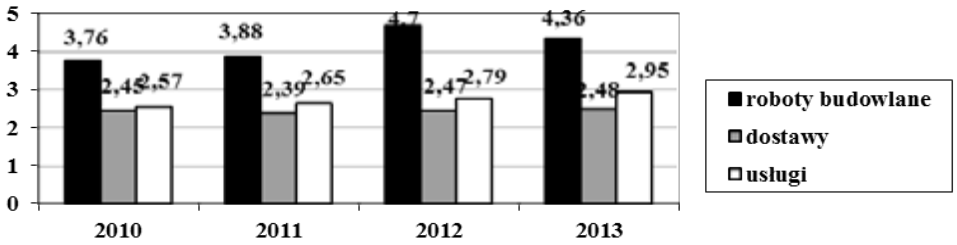
specyfiki robót budowlanych, których średnia wartość jest większa niż w przypadku zamówień na dostawy i usługi.



Wykres 2. Struktura wartościowa rynku zamówień publicznych w latach 2010−2013

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Sprawozdanie o funkcjonowaniu systemu zamówień publicznych*, Urząd Zamówień Publicznych, Warszawa 2014 (i wcześniejsze).

Jednym z najbardziej czytelnych wskaźników stanowiących o poziomie zainteresowania rynkiem zamówień publicznych wśród potencjalnych wykonawców jest liczba ofert przypadająca na pojedyncze postępowanie o udzielenie zamówienia publicznego. Urząd Zamówień Publicznych w „Sprawozdaniu o funkcjonowaniu systemu zamówień publicznych" wykazał, że w 2013 roku średnia liczba ofert składanych podczas jednego postępowania wyniosła 2,96 (w roku 2012 wpływało średnio 2,96 oferty; w 2011 – 2,74; w 2010 – 2,74).



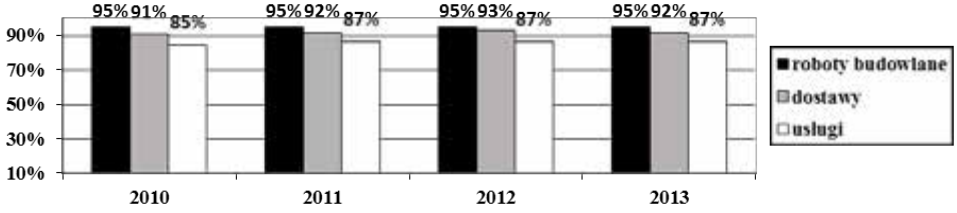
Wykres 3. Liczba ofert w zależności od przedmiotu zamówienia

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Sprawozdanie o funkcjonowaniu systemu zamówień publicznych*, Urząd Zamówień Publicznych, Warszawa 2014 (i wcześniejsze).

Na uwagę zasługuje fakt, iż najwięcej ofert wpływa w postępowaniach na roboty budowlane – 4,36 (w roku 2012 – 4,70; w 2011 – 3,88; w 2010 – 3,76)[27], co stanowi o relatywnie wysokim poziomie konkurencyjności tej części rynku zamówień publicznych. Charakter tej konkurencji przybliża informacja

[27] W postępowaniach o wartości powyżej progów UE 5,09 (w roku 2012 – 6,06; w 2011 – 5,09; w 2010 – 5,63).

dotycząca kryteriów wyboru oferty najbardziej korzystnej, stosowanych przez zamawiających. Mimo iż u.p.z.p. wskazuje na szereg pozacenowych kryteriów wyboru ofert, takich jak: jakość, funkcjonalność, parametry techniczne, zastosowanie najlepszych dostępnych technologii w zakresie oddziaływania na środowisko, koszty eksploatacji, serwis oraz termin wykonania zamówienia, cena stanowiła wyłączne kryterium oceny ofert w przypadku 91% postępowań (w roku 2010 – także 91%)[28]. Warto jednak odnotować, że odsetek ten jest zróżnicowany w zależności od rodzaju zamówienia.

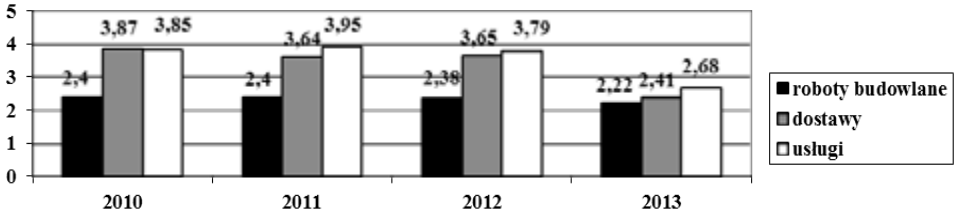


Wykres 4. Przedmiot zamówienia publicznego a częstotliwość wykorzystywania ceny jako jedynego kryterium wyboru oferty najbardziej korzystnej

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Sprawozdanie o funkcjonowaniu systemu zamówień publicznych*, Urząd Zamówień Publicznych, Warszawa 2014 (i wcześniejsze).

Cena jako jedyne kryterium wyboru oferty znalazła zastosowanie w 95% postępowań na roboty budowlane, w 92% na dostawy oraz 87% na usługi (w roku 2012 odpowiednio: 95%, 93%, 87%; w 2011 – 95%, 92%, 87%; w 2010 – 95%, 91%, 85%).

Niepokojąca tendencja zauważalna jest również o odniesieniu do średniej liczby kryteriów wykorzystywanych przez zamawiających w ramach oceny ofert przetargowych.



Wykres 5. Przedmiot zamówienia a liczba kryteriów stosowanych do wyboru oferty najbardziej korzystnej

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Sprawozdanie o funkcjonowaniu systemu zamówień publicznych*, Urząd Zamówień Publicznych, Warszawa 2014 (i wcześniejsze).

[28] Warto zauważyć, że uchwalona przez Sejm w dniu 25 lipca 2014 roku nowelizacja ustawy − Prawo zamówień publicznych zakłada, że wyłącznie w oparciu o kryterium ceny można dokonać wyboru oferty jedynie wówczas, gdy przedmiot zamówienia jest powszechnie dostępny oraz ma ustalone standardy jakościowe.

Z wykresu 5 wynika, że najmniej kryteriów stosuje się w odniesieniu do robót budowlanych – 2,22 (w roku 2012 – 2,38; w 2010 i 2011 – 2,4), podczas gdy ich największa liczba dotyczyła postępowań na usługi – 2,68 (w roku 2012 – 3,79; w 2011 – 3,95; w 2010 – 3,85).

Zakończenie

Głównym celem opracowania było przedstawienie robót budowlanych jako szczególnego przedmiotu zamówień publicznych, natomiast hipoteza badawcza − poddana weryfikacji − zakładała, że istnieją swoiste cechy robót budowlanych, które odróżniają je od pozostałych przedmiotów zamówień publicznych. Przeprowadzone w niniejszym opracowaniu badania pozwoliły na przedstawienie robót budowlanych jako szczególnego przedmiotu zamówień publicznych, na co wskazują zarówno ustawodawcze fundamenty zamówień publicznych, jak i praktyka gospodarcza funkcjonowania systemu zamówień publicznych w Polsce. O specyfice robót budowlanych jako przedmiotu zamówień publicznych świadczą m.in.:

– wielkość rynku zamówień publicznych na roboty budowlane, co wynika z wartości środków przeznaczanych na ich realizację,

– szczególny sposób opisu przedmiotu zamówienia na roboty budowlane zawarty w u.p.z.p.,

– tryby udzielania zamówień publicznych na roboty budowlane dostępne zamawiającym,

– sposób szacowania wartości zamówienia na roboty budowlane zawarty w u.p.z.p.,

– konkurencyjność rynku zamówień publicznych, na co wskazuje średnia liczba ofert przypadających na pojedyncze zamówienie,

– cenowy charakter rywalizacji przedsiębiorstw ubiegających się o udzielenie zamówienia publicznego, co wynika z analizy kryteriów oceny ofert przetargowych określanych przez zamawiających[29].

Przeprowadzone badania pozwoliły zatem na realizację założonego celu badawczego oraz na pozytywną weryfikację przyjętej na potrzeby niniejszego opracowania hipotezy.

[29] Warto nadmienić, że uchwalona przez Sejm w dniu 25 lipca 2014 roku nowelizacja u.p.z.p. miała na celu m.in. zmobilizowanie zamawiających do odejścia od wyboru oferty najkorzystniejszej wyłącznie w oparciu o kryterium ceny, przy czym ocena efektu zmiany ustawy w tym zakresie nie jest możliwa ze względu na przyjęty horyzont czasowy badań (nowe przepisy weszły w życie 19 października 2014 roku).

Bibliografia

Adamczyk W., *Robota budowlana, czy dostawa – zamówienia mieszane*, „Prawo Zamówień Publicznych" 2007, nr 1.

Analiza wykonania w 2013 roku budżetu Państwa i założeń polityki pieniężnej, NIK, Warszawa 2014.

„Biuletyn Statystyczny" 2014, nr 2.

Jędrzejewski R., *Przygotowanie postępowania o udzielenie zamówienia publicznego*, PARP, Warszawa 2011.

Klimek K., *Powtarzalność to podstawa*, „Przetargi Publiczne" 2007, nr 8.

Nowe podejście do zamówień publicznych. Zamówienia publiczne a małe i średnie przedsiębiorstwa, innowacje i zrównoważony rozwój, Ministerstwo Gospodarki, Warszawa 2008.

Rek-Pawłowska J., *System zamówień publicznych w Polsce*, [w:] K. Saja-Żwirkowska (red.), *Zamówienia publiczne w trzech krokach*, Wyd. Wiedza i Praktyka, Warszawa 2013.

Rokicki J., Olszewska-Stompel J., *Zamówienia publiczne nie są trudne*, Wyd. Wolters Kluwer, Warszawa 2012.

Rozporządzenie Prezesa Rady Ministrów z 16 grudnia 2011 roku w sprawie kwot wartości zamówień oraz konkursów, od których jest uzależniony obowiązek przekazywania ogłoszeń Urzędowi Publikacji Unii Europejskiej (Dz.U., nr 282, poz. 1649).

Rytel O., *Specyfika produkcji budowlanej*, „Zeszyty Naukowe Akademii Podlaskiej w Siedlcach. Seria Administracja i Zarządzanie" 2009, nr 83.

Skibińska A., Solski W., *Zamówienia publiczne – przedmiot zamówienia*, „Edukacja Prawnicza" 2013, nr 2.

Sprawozdanie o funkcjonowaniu systemu zamówień publicznych, Urząd Zamówień Publicznych, Warszawa 2014 (i wcześniejsze).

Starzyńska W., *Wykorzystanie zamówień publicznych do osiągania strategicznych celów Unii Europejskiej*, [w:] J. Wiktorowicz, W. Starzyńska (red.), *Zamówienia publiczne a innowacyjność przedsiębiorstw. Stan obecny i perspektywy*, Wyd. UŁ, Łódź 2012.

System zamówień publicznych a rozwój konkurencji w gospodarce, UOKiK, Warszawa 2013.

Szulce H., Chwałek J., *Ekonomika handlu*, Wyd. SiP, Warszawa 2008.

Ustawa o finansach publicznych z dnia 27 sierpnia 2009 roku (Dz.U. z 2009 r., nr 157, poz. 1240).

Ustawa z dnia 29 stycznia 2004 roku – Prawo zamówień publicznych (Dz.U. z 2013 r., poz. 984, 1047 i 1473 oraz z 2014 r., poz. 423, 768, 811, 915, 1146 i 1232).

Zlecanie spółkom komunalnym przez jednostki samorządu terytorialnego wykonywania zadań własnych, www.uzp.gov.pl/cmsws/page/publish.aspx?PD;2139 (dostęp: 20.04.2014).

Summary

Works as the Subject-Matter of Public Procurement

The main purpose of this article is to present certain features which distinguish works from other public procurement subject-matters. The research conducted in the area of law showed that legislators applies different ways of describing procurement subjects, procedures and methods of estimating the value of the contract depending on the subject-matter of the public procurement. Empirical studies, on the other hand, showed that works are the biggest and the most competitive public procurement market. Furthermore, construction companies more often compete in terms of the price than other firms because tenderers are more likely to choose solely the price criterion in awarding contracts for public works.

Keywords: public procurement, works, procedures for awarding contracts, contract award criteria

Rozdział

3

Ada Domańska

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

Wpływ Regionalnego Programu Operacyjnego Województwa Lubelskiego na rozwój przedsiębiorczości

Streszczenie

Celem pracy było wskazanie wpływu Regionalnego Programu Operacyjnego Województwa Lubelskiego na rozwój przedsiębiorczości. W ramach opracowania została dokonana analiza danych zawartych w sprawozdaniach z realizacji programu. Ponadto została zbadana zależność między udzielonym wsparciem a różnymi kategoriami, które decydują o rozwoju regionu. Wykazano, że RPO WL przyczyniło się do pobudzenia rozwoju przedsiębiorstw innowacyjnych. Duży sukces odniosły również programy wspierające przedsiębiorczość wśród kobiet. Poprawy wymaga natomiast aspekt wsparcia nowo powstających podmiotów gospodarczych.

Słowa kluczowe: finansowanie rozwoju przedsiębiorstw, środki unijne

Wstęp

W latach 2007–2013 przedsiębiorstwa były największym beneficjentem wśród podmiotów realizujących projekty objęte wsparciem ze środków Unii Europejskiej (85,7 mld zł)[1]. Dobrym obszarem w zakresie badania wpływu dofinansowania unijnego jest województwo lubelskie, które jest jednym z największych profitentów tej pomocy. Celem opracowania jest wskazanie wpływu realizacji Regionalnego Programu Operacyjnego Województwa Lubelskiego (RPO WL) na rozwój przedsiębiorczości w tym regionie. Cel będzie realizowany poprzez weryfikację (z użyciem metod statystycznych) hipotezy mówiącej o tym, że aktualny system wsparcia w znaczącym stopniu wpływa na rozwój podmiotów gospodarczych i samego regionu.

[1] *Sprawozdanie z realizacji w 2013 r. Narodowych Strategicznych Ram Odniesienia na lata 2007−2013*, Ministerstwo Infrastruktury i Rozwoju, Warszawa 2014, s. 25.

1. Przedsiębiorczość a rozwój regionalny

Przedsiębiorczość jest zagadnieniem, które ma charakter interdyscyplinarny, co przekłada się na bogactwo poglądów naukowych na jej temat. Jako pierwsi zaczęli dostrzegać szczególne znaczenie przedsiębiorcy B. Belidon i J.B. Say. Zaproponowana przez nich definicja wywodziła się z teorii ograniczoności zasobów. Zgodnie z jej treścią przedsiębiorca to osoba, która przenosi zasoby ekonomiczne z obszaru o niższej wydajności na obszar o wyższej wydajności i wyższym zysku[2].

Wielość definicji i nurtów próbujących opisać pojęcie przedsiębiorczości skłania do wniosku, że bardzo trudno stworzyć uniwersalny dla niej termin. Można ją rozpatrywać jako proces, podczas którego tworzone jest coś nowego i wartościowego, przy założeniu, że pociąga on za sobą ryzyko. Przedsiębiorczość jest również rozumiana jako cecha charakteru, która wyraża się w innowacyjności, odwadze i aktywnym zachowaniu ludzi, co prowadzi do podjęcia działalności gospodarczej[3]. Kolejna definicja mówi, że przedsiębiorczość to rodzaj aktywności ludzi, którzy działają indywidualnie lub wewnątrz organizacji. Ich czyny polegają na wykorzystaniu pojawiających się w otoczeniu okazji, przez realizację przedsięwzięć, które przynoszą efekty ekonomiczne i pozaekonomiczne zarówno samym przedsiębiorcom, jak i otoczeniu[4].

W ramach opracowania przyjęto ostatnie sformułowanie, które wskazuje na wpływ przedsiębiorczości na rozwój regionu. Jest on determinowany m.in. poprzez działalność gospodarczą, czyli funkcjonowanie przedsiębiorstw. To za pośrednictwem podmiotów gospodarczych kreowane są nowe przedsięwzięcia, które wpływają na rozwój idei innowacyjnych przyspieszających wzrost ekonomiczny i zmiany strukturalne. Należy również zaznaczyć, że przedsiębiorczość regionalna ma duży wpływ na konkurencyjność obszaru, w którym funkcjonuje, a także decyduje o aktywności zawodowej ludności. Ponadto absorbuje czynniki rozwoju, które są specyficzne dla danego regionu. Zatem przedsiębiorstwa są ważnym elementem rozwoju gospodarczego w regionie.

Istotnym problemem przedsiębiorstw działających na rynkach regionalnych jest konieczność ciągłego dostosowywania się do zmienności otoczenia oraz wypracowywania korzystnej pozycji konkurencyjnej. Zatem warunkiem koniecznym przetrwania podmiotów gospodarczych jest ich ciągły wzrost i rozwój. Jest to w dużym stopniu zależne od udzielonego im wsparcia, dzięki któremu będą miały większe szanse na powstawanie i rozwijanie się. Stąd

---

[2] T. Piecuch, *Przedsiębiorczość. Podstawy teoretyczne*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 15.

[3] E. Grzegorzewska-Mischka, *Współczesne uwarunkowania rozwoju przedsiębiorczości w Polsce*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2010, s. 179.

[4] W. Janasz, *Innowacje w rozwoju przedsiębiorczości w procesie transformacji*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2004, s. 18−24.

w ramach opracowania badany będzie wpływ realizacji I Osi Regionalnego Programu Operacyjnego Województwa Lubelskiego na rozwój przedsiębiorstw oraz samego regionu.

2. Środki RPO WL przeznaczone na rozwój przedsiębiorczości

Celem głównym RPO WL na lata 2007–2013 było podniesienie konkurencyjności Lubelszczyzny, prowadzące do szybszego wzrostu gospodarczego oraz zwiększenia zatrudnienia, z uwzględnieniem walorów naturalnych i kulturowych regionu. Był on realizowany m.in. poprzez cel szczegółowy związany ze zwiększeniem konkurencyjności regionu, wspierając rozwój sektorów nowoczesnej gospodarki oraz stymulując innowacyjność. Osiągnięcie tego założenia było możliwe dzięki wdrożeniu trzech Osi Priorytetowych RPO WL, z których pierwsza była związana z przedsiębiorczością i innowacją.

Od początku wdrażania programu zatwierdzono do realizacji 3 382 wnioski o dofinansowanie na kwotę 1 274 605 904,31 EUR, przy czym podpisano umowy w przypadku 2 851 projektów na łączną wartość 1 032 376 215,86 EUR, co stanowiło 87,41% alokacji RPO WL. Od uruchomienia programu beneficjenci złożyli wnioski o płatność, w których wykazali poniesienie wydatków ogółem na kwotę 1 467 682 639,09 EUR, z czego 813 666 630,91 EUR to dofinansowanie ze środków UE[5].

Tabela 1. Środki wydatkowane w ramach I Osi RPO WL w latach 2007−2013 (w EUR)

Rok	Kwota	Kwota narastająco	Procentowy poziom wykorzystania alokacji
2007	0	0	0,00%
2008	0	0	0,00%
2009	17 463 054,36	17 463 054,36	3,14%
2010	38 825 145,26	56 288 199,63	10,11%
2011	79 273 143,96	176 000 725,7	31,63%
2012	80 151 964,61	256 152 690,3	46,03%
2013	65 623 488,35	321 776 178,7	57,82%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań rocznych z realizacji Regionalnego Programu Operacyjnego Województwa Lubelskiego za lata 2007–2013.

[5] *Sprawozdanie roczne z realizacji Regionalnego Programu Operacyjnego Województwa Lubelskiego na lata 2007–2013 za 2013 rok*, Instytucja Zarządzająca Regionalnym Programem Operacyjnym Województwa Lubelskiego na lata 2007–2013 Zarząd Województwa Lubelskiego, Lublin 2014, s. 13.

Na realizację pierwszej osi przeznaczono 265 108 206 EUR, co stanowiło 22,22% ogółu środków RPO WL[6]. Oznacza to, że była to najbardziej istotna kwestia w ramach programu. Zgodnie z danymi zawartymi w rocznych sprawozdaniach z realizacji RPO WL za lata 2007–2013, na rozwój przedsiębiorczości wykazano łącznie 281 336 796,5 EUR wydatków kwalifikowanych w poświadczeniach i deklaracjach skierowanych przez Instytucję Certyfikującą do Komisji Europejskiej (tabela 1). W pierwszych dwóch latach funkcjonowania programu nie wykazano tego typu wydatków, natomiast w następnych miały one charakter narastający, aż do roku 2012, w którym osiągnęły swoje maksimum i wartość 80 151 964,61 EUR. Natomiast w 2013 roku kwota ta nie była już tak pokaźna, ale nadal utrzymywała się na wysokim poziomie (65 623 488,35 EUR). Oznacza to, że w kolejnych latach realizacji programu przeznaczano znaczne kwoty na rozwój przedsiębiorczości w regionie. Jednak należy zaznaczyć, że do 2013 roku procentowy poziom wykorzystania alokacji znajdował się na poziomie zaledwie 57,82%. Warto podkreślić, że nowa perspektywa finansowa na lata 2014–2020 również przewiduje znaczną część środków przeznaczyć na rozwój przedsiębiorczości. Powinno się zatem przeanalizować sposób i zakres udzielania wsparcia, tak aby poziom alokacji na końcu programowania był wyższy.

3. Efekt realizacji I Osi RPO WL

Od początku realizacji programu wsparcie bezpośrednie uzyskało 2 500 przedsiębiorstw, przy czym najwięcej z pomocy skorzystało w 2013 roku (tabela 2). Można zatem stwierdzić, że z roku na rok wzrastało zainteresowanie możliwością wykorzystania unijnych środków na założenie lub poprawę funkcjonowania podmiotu gospodarczego. Warto zauważyć, że w największym stopniu dofinansowaniem były zainteresowane mikroprzedsiębiorstwa (łącznie 1 663 jednostki), zaś w najmniejszym − podmioty średnie (łącznie 264). Ze względu na dużą liczbę firm, które zdecydowały się na aplikowanie o środki w 2013 roku, kwota wsparcia przypadająca na jedno przedsiębiorstwo była w tym okresie najniższa i wynosiła średnio 63 960,51 EUR. Wartość ta była najwyższa w 2009 roku i stanowiła średnio 178 194,43 EUR na jeden podmiot.

[6] *Ibidem,* s. 21.

Tabela 2. Liczba przedsiębiorstw, które uzyskały wsparcie w ramach I Osi RPO WL w latach 2007−2013 oraz średnia kwota wsparcia na jedno przedsiębiorstwo (w EUR)

Rok	Liczba wspartych przedsiębiorstw	Mikro	Małe	Średnie	Średnia kwota na jedno przedsiębiorstwo
2007	0	0	0	0	-
2008	0	0	0	0	-
2009	98	45	32	21	178 194,43
2010	328	223	68	37	118 369,35
2011	448	265	122	61	176 948,98
2012	600	379	153	68	133 586,61
2013	1026	751	198	77	63 960,51

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań rocznych z realizacji Regionalnego Programu Operacyjnego Województwa Lubelskiego za lata 2007–2013.

Analizując liczbę podpisanych umów w latach 2007–2013, mając na uwadze podział ze względu na charakter przedsięwzięcia (tabela 3), należy stwierdzić, że największe wsparcie otrzymały małe i średnie przedsiębiorstwa w postaci dotacji inwestycyjnych (78 487 786 umów). One również w największym stopniu wnioskowały o płatność (58 211 470 wnioski). Równie dużym zainteresowaniem cieszyły się dotacje inwestycyjne dla mikroprzedsiębiorstw. Warto wspomnieć o dość pokaźnej pomocy udzielonej nowo powstałym podmiotom gospodarczym (21 087 106 podpisanych umów oraz 16 638 852 wnioski o płatność). Dużo projektów zrealizowano w ramach dotacji inwestycyjnych w zakresie turystyki. Najmniejszym powodzeniem cieszyło się natomiast doradztwo mające na celu wzrost konkurencyjności przedsiębiorstw. Można zatem stwierdzić, że najistotniejszym rodzajem wsparcia dla firm w województwie lubelskim w latach 2007–2013 była pomoc bezpośrednia w postaci dotacji inwestycyjnych dla istniejących już podmiotów.

Tabela 3. Podpisane umowy oraz wnioski o płatność w ramach I Osi RPO WL w latach 2007−2013 w podziale na rodzaj wsparcia

Kategoria	Liczba podpisanych umów	Liczba wniosków o płatność
Dotacje dla nowo powstałych przedsiębiorstw	21 087 106	16 638 852
Dotacje inwestycyjne dla mikroprzedsiębiorstw	64 365 337	42 346 805
Dotacje inwestycyjne dla małych i średnich przedsiębiorstw	78 487 786	58 211 470

Dotacje inwestycyjne w zakresie dostosowania przedsiębiorstw do wymogów ochrony środowiska oraz w zakresie odnawialnych źródeł energii	5 822 813	2 957 921
Dotacje inwestycyjne w dziedzinie turystyki	37 984 315	32 608 958
Badania i nowoczesne technologie w strategicznych dla regionu działaniach	3 516 762	1 496 051
Wzrost konkurencyjności przedsiębiorstw przez doradztwo	1 507 951	909 362

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań rocznych z realizacji Regionalnego Programu Operacyjnego Województwa Lubelskiego za lata 2007–2013.

Efektem realizacji I Osi Regionalnego Programu Operacyjnego Województwa Lubelskiego w latach 2007–2013 jest m.in. utworzenie nowych miejsc pracy, a także wprowadzenie przez przedsiębiorstwa innowacji oraz podjęcie współpracy pomiędzy przedsiębiorstwami a jednostkami badawczymi (tabela 4). Warto zaznaczyć, że w 2013 roku powstało najwięcej miejsc pracy, co wiąże się z liczbą przedsiębiorstw, które w tym roku uzyskały wsparcie. Wtedy również podjęto najwięcej projektów współpracy pomiędzy podmiotami gospodarczymi a jednostkami badawczymi. Jednak jeżeli chodzi o liczbę zaimplementowanych w wyniku uzyskanego wsparcia innowacji, należy stwierdzić, że najwięcej można ich było zaobserwować w roku 2011. W tym okresie liczba przedsiębiorstw zainteresowanych uzyskaniem wsparcia była jeszcze dość niska, co przekładało się na wysoką kwotę pomocy w przeliczeniu na jedno przedsiębiorstwo. Należy również podkreślić, że w 2011 roku znacznie zwiększyła się liczba małych i średnich przedsiębiorstw chętnych do uzyskania dotacji, a liczba mikroprzedsiębiorstw pozostawała na zbliżonym poziomie. Do głównych barier utrudniających lub uniemożliwiających podjęcie działalności innowacyjnej należą czynniki natury ekonomicznej. Zgodnie z przeprowadzonymi w 2010 roku badaniami wśród 1 500 przedsiębiorstw szczególnie ważny w tej kwestii okazał się brak środków finansowych (stopień ważności tego czynnika utrudniającego działalność innowacyjną jako „wysoki" uznało 34,7% przedsiębiorstw w przemyśle i 22,1% przedsiębiorstw w sektorze usług) oraz zbyt wysokie koszty innowacji (odpowiednio 34,5 i 26,2% przedsiębiorstw)[7]. Zatem małe i średnie przedsiębiorstwa miały większe szanse na wprowadzenie innowacji ze względu na większą możliwość ich finansowania. Warto również wspomnieć, że te podmioty są bardziej elastyczne w poszukiwaniu nisz rynkowych i wprowadzaniu innowacji.

[7] M. Juchniewicz, B. Grzybowska, *Innowacyjność mikroprzedsiębiorstw w Polsce*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2010, s. 40.

Tabela 4. Efekt realizacji I Osi RPO WL w latach 2007−2013

Rok	Liczba utworzonych miejsc pracy brutto	Liczba przedsiębiorstw, które wprowadziły innowacje w wyniku uzyskanego wsparcia	Liczba projektów współpracy pomiędzy przedsiębiorstwami a jednostkami badawczymi
2007	0	0	0
2008	0	0	0
2009	294	67	0
2010	502,12	292	1
2011	1 164,72	562	1
2012	1 755,96	556	17
2013	2 522,35	405	22

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań rocznych z realizacji Regionalnego Programu Operacyjnego Województwa Lubelskiego za lata 2007–2013.

Jak już zostało wcześniej wspomniane, definicja przedsiębiorczości mówi o realizacji projektów, które przynoszą efekty ekonomiczne i pozaekonomiczne zarówno samym przedsiębiorcom, jak i otoczeniu. Oznacza to, że udzielona podmiotom gospodarczym pomoc przekłada się na funkcjonowanie regionu, w którym one działają. W ramach opracowania podjęto próbę zmierzenia powiązania zależności pomiędzy wysokością wsparcia a podstawowymi miernikami świadczącymi o rozwoju regionu, które ilustrują wartości bezwzględne przebiegających zjawisk, procesów gospodarczych i społecznych, takich jak PKB, liczba pracujących (kobiet i mężczyzn), liczba utworzonych miejsc pracy, wprowadzone innowacje w przedsiębiorstwach, liczba podmiotów współpracujących z jednostkami badawczymi, inwestycje na jednego mieszkańca oraz liczba nowo zarejestrowanych przedsiębiorstw (tabela 5). Powyższe wskaźniki zostały wyselekcjonowane, ponieważ w sposób wymierny odpowiadają rzeczywistości społeczno-gospodarczej województwa, przez co umożliwiają ocenę wpływu realizacji RPO WL. W celu zmierzenia sprzężeń posłużono się współczynnikiem korelacji, który określa stopień proporcjonalnych powiązań wartości dwóch zmiennych.

Analizując uzyskane wyniki, należy stwierdzić, że realizacja programu w zakresie wsparcia przedsiębiorczości miała największy wpływ na wprowadzanie innowacji w przedsiębiorstwach. Należy zatem zauważyć, że w tym zakresie osiągnięto założony cel. Udzielona pomoc wpłynęła również w znacznym stopniu na współpracę pomiędzy przedsiębiorstwami a jednostkami badawczymi, a także na poziom inwestycji przypadający na jednego mieszkańca.

Pozytywny skutek osiągnięto także w przypadku utworzonych miejsc pracy. Jednak zależność pomiędzy udzieloną podmiotom gospodarczym pomocą a liczbą pracujących ogółem nie była już tak silna. Warto zwrócić uwagę na brak wpływu dofinansowania przedsiębiorstw na liczbę pracujących mężczyzn i dość dużą korelację w przypadku liczby pracujących kobiet. Może to być efektem licznych projektów zainicjowanych na terenie województwa lubelskiego, których głównym celem było wspieranie przedsiębiorczości kobiet (np. „Inicjatywa jest kobietą", „Wenus jest przedsiębiorcza" itp.).

Dalsza interpretacja uzyskanych wyników wskazuje na słabe przełożenie dofinansowania przedsiębiorstw na liczbę nowo zarejestrowanych podmiotów. Jest to prawdopodobnie efektem wspomnianej dość niskiej liczby podpisanych umów w zakresie dotacji dla nowo powstałych przedsiębiorstw w porównaniu z liczbą umów z istniejącymi już firmami. Oznacza to, że w ramach realizacji programu skupiono się głównie na wspomaganiu i rozwijaniu jednostek działających już na rynku, a mniejszą wagę przykładano do otwierania nowych. Z jednej strony jest to dobry kierunek, ponieważ część osób zakładała nowe przedsiębiorstwa w celu uzyskania wsparcia, a po dwóch latach zamykała działalność, często kontynuując swoją aktywność w szarej strefie. Z drugiej strony nowe przedsięwzięcia, zwłaszcza te działające w branżach innowacyjnych, mogłyby przyczynić się do powstania nowych miejsc pracy i większego rozwoju regionu.

Tabela 5. Wpływ wysokości wsparcia w ramach realizacji I Osi RPO WL w latach 2007−2013 na rozwój województwa lubelskiego

Kategoria	**Współczynnik korelacji między wysokością wsparcia a kategorią**
Wprowadzone innowacje w przedsiębiorstwach	0,99
PKB	0,93
Utworzone miejsca pracy	0,84
Inwestycje na jednego mieszkańca ogółem	0,74
Pracujące kobiety	0,67
Współpraca pomiędzy przedsiębiorstwami a jednostkami badawczymi	0,64
Pracujący ogółem	0,59
Nowo zarejestrowane w rejestrze REGON – ogółem	0,48
Pracujący mężczyźni	0,16

Źródło: Opracowanie własne.

Należy zaznaczyć, że udzielone wsparcie w znacznym stopniu przyczyniło się do ożywienia gospodarczego w województwie lubelskim, co jest wi-

doczne w silnej zależności z PKB. Można zatem stwierdzić, że hipoteza postawiona w ramach opracowania została zweryfikowana pozytywnie. Warto jednak podkreślić, że interpretując wartości współczynników korelacji, można zidentyfikować tzw. korelacje pozorne, które powstają głównie w wyniku wpływu innych zmiennych. Zatem pomimo stwierdzenia istnienia związku przyczynowego pomiędzy wsparciem przedsiębiorczości a rozwojem województwa lubelskiego, należy pamiętać, że na ów rozwój ma wpływ wiele zmiennych czynników.

Zakończenie

Podsumowując, należy stwierdzić, że na podstawie przeanalizowanych danych można nakreślić pewien kierunek działań, który przyczyni się do jeszcze lepszego wykorzystania wsparcia i tym samym rozwoju lubelskich przedsiębiorstw. Pomoc skierowana w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego Województwa Lubelskiego do podmiotów gospodarczych w znacznym stopniu przyczyniła się do pobudzenia innowacyjności firm, dając jednocześnie impuls do dalszych pozytywnych zmian w regionie. Duży sukces odniosły również programy wspierania przedsiębiorczości skierowane do kobiet. Jednak z drugiej strony nie zostały uruchomione projekty dedykowane wyłącznie mężczyznom, umożliwiające im założenie własnej działalności gospodarczej. Wpłynęło to negatywnie na strukturę pracujących według płci. Problemem było również zbyt małe wsparcie dla nowych podmiotów w stosunku do pomocy udzielonej istniejącym już podmiotom. Należałoby zatem w przyszłej perspektywie finansowej uwzględnić te zagadnienia.

Bibliografia

Grzegorzewska-Mischka E., *Współczesne uwarunkowania rozwoju przedsiębiorczości w Polsce*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2010.

Janasz W., *Innowacje w rozwoju przedsiębiorczości w procesie transformacji*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2004.

Juchniewicz M., Grzybowska B., *Innowacyjność mikroprzedsiębiorstw w Polsce*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2010.

Piecuch T., *Przedsiębiorczość. Podstawy teoretyczne*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010.

Sprawozdanie roczne z realizacji Regionalnego Programu Operacyjnego Województwa Lubelskiego na lata 2007–2013 za 2013 rok, Instytucja Zarządzająca Regionalnym Programem Operacyjnym Województwa Lubelskiego na lata 2007–2013 Zarząd Województwa Lubelskiego, Lublin 2014.

Sprawozdanie z realizacji w 2013 r. Narodowych Strategicznych Ram Odniesienia na lata 2007−2013, Ministerstwo Infrastruktury i Rozwoju, Warszawa 2014.

Summary

The Impact of the Lubelskie Region's Operational Programme
on the Development of Entrepreneurship

The aim of the paper is to identify the impact of the Regional Operational Programme for Lubelskie Voivodeship on the development of entrepreneurship. The article presents the analysis of the data contained in the reports on the implementation of the Programme. Additionally, it points at the reliance between the support and different categories which determine the development of the region. Therefore, it can be concluded that the aid helped to stimulate innovative companies. Entrepreneurship support programs aimed at women proved to be successful, but the issue of men has been neglected, which, in turn, negatively affected the number of employees. Little support was also given to new businesses in comparison to the help provided for already existing companies.

Keywords: financing the development of enterprises, EU funds

Rozdział

4

Miłosz Rutkowski
Uniwersytet Szczeciński

Wpływ własności prywatnej i publicznej na efektywność zarządzania finansami przedsiębiorstw

Streszczenie

W opracowaniu przedstawiono analizę płynności i rentowności przedsiębiorstw z sektora publicznego i sektora prywatnego. Przeprowadzona analiza badawcza dotyczy 2012 i 2013 roku. Autor opisuje również wady własności publicznej i zalety własności prywatnej. Badanie wykazało, że firmy z sektora publicznego mają większą płynność i rentowność niż firmy z sektora prywatnego.

Słowa kluczowe: sektor publiczny, sektor prywatny, analiza wskaźnikowa, finanse przedsiębiorstw

Wstęp

Doświadczenie krajów posiadających rozwinięte gospodarki rynkowe świadczy o konieczności rozwoju zarówno sektora prywatnego, jak i sektora publicznego, gdyż dopiero rozwój obydwu form własności pozwala na prawidłowe i efektywne funkcjonowanie gospodarki państwa. Efektywność sektora publicznego może być różnie rozumiana i definiowana. Jest ona obecnie przedmiotem licznych naukowych rozważań i dyskusji. Stanowi także bardzo ważne zagadnienie z ekonomicznego punktu widzenia, ponieważ efektywność funkcjonowania tego sektora w znacznym stopniu decyduje o rozwoju gospodarki kraju. W niniejszym opracowaniu właśnie ten aspekt postrzegania efektywności sektora publicznego został przyjęty jako problem badawczy. Celem jest zatem analiza wybranych kwestii wynikających z ekonomicznego ujmowania efektywności sektora publicznego z zastosowaniem analizy wskaźnikowej. W ramach przeprowadzonego badania analizowane były lata

2012 i 2013. Dokonano analizy płynności finansowej oraz rentowności przedsiębiorstw z sektora publicznego i prywatnego. Opracowanie ma za zadanie rozstrzygnąć słuszność stawianej hipotezy, że przedsiębiorstwa z sektora prywatnego są bardziej efektywne pod względem rentowności i płynności od przedsiębiorstw z sektora publicznego.

1. Struktury własnościowe przedsiębiorstw

Pojęcie własności publicznej może być różnie definiowane w zależności od przyjętego celu badania czy kryterium klasyfikacji. Istnieją zatem definicje ekonomiczne, statystyczne i prawne, których kryterium klasyfikacji jednostek sektora publicznego jest charakter działalności, rodzaj własności czy współudział w kształtowaniu finansów publicznych. Na potrzeby opracowania najbardziej adekwatną definicją własności publicznej wydaje się definicja ekonomiczna, według której własność publiczna to część gospodarki, w skład której wchodzą przedsiębiorstwa stanowiące ponad 50% własności Skarbu Państwa lub jednostek samorządu terytorialnego oraz przedsiębiorstwa notowane na GPW, w których Skarb Państwa posiada większościowy akcjonariat[1]. O ile definiowanie własności publicznej może być problematyczne, o tyle definicja własności prywatnej jest jednoznaczna. Według Głównego Urzędu Statystycznego jest to ogół podmiotów gospodarki narodowej, grupujący własność na prywatną krajową (osób fizycznych i pozostałych jednostek prywatnych), własność zagraniczną (osób zagranicznych) oraz „własność mieszaną" z przewagą kapitału (mienia) podmiotów sektora prywatnego. Aby można było mówić o własności prywatnej, udział przedsiębiorstwa publicznego w kapitale przedsiębiorstwa prywatnego musi być mniejszy niż 50%.

Bardzo istotną rolę w procesach gospodarczych odgrywają różnego rodzaju struktury własnościowe. Samą własność można zdefiniować jako zbiór skutecznie wykorzystanych uprawnień i praw własności, jakimi właściciel dysponuje w stosunku do określonego podmiotu gospodarczego (obiektu własności)[2]. Nauki ekonomiczne zajmują się przede wszystkim aspektami ekonomicznymi własności, lecz analizując wady i zalety formy własności publicznej i prywatnej, nie da się całkowicie oddzielić aspektów ekonomicznych od innych aspektów, które wpływają na specyfikę danej struktury.

Przedsiębiorstwa z sektora publicznego w większym stopniu cechują się wadami niż zaletami, dlatego analiza skupia się na zaprezentowaniu trzech najważniejszych wad przedsiębiorstw publicznych:

---

[1] D. Miłaszewicz, *Problemy społecznej efektywności sektora publicznego*, „Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach" 2014, nr 180/14, s. 163.

[2] S. Szmitka, *Teoretyczne uwarunkowania wyższości własności prywatnej nad publiczną*, „Warmińsko-Mazurski Kwartalnik Naukowy" 2012, nr 4, s. 123−124.

1. Wpływ partii rządzącej – możliwość dokonywania tzw. ręcznego sterowania.

2. Rotacja kadry zarządzającej – efekt spowodowany zmianami politycznymi, częsta zmiana kadry wpływa negatywnie na zarządzanie firmą, powoduje różnego rodzaju zawirowania w wewnętrznej strukturze przedsiębiorstwa. Istnieje również duże prawdopodobieństwo, że wpłynie negatywnie na generowanie zysku przedsiębiorstwa.

3. Obowiązek informacyjny – szczególnie uciążliwy dla przedsiębiorstw państwowych, które nie generują zysków, a są negatywnie oceniane w analizach wskaźnikowych.

Natomiast przedsiębiorstwa z sektora prywatnego w dużej mierze cechują się większą liczbą ogólnych zalet niż wad w porównaniu do przedsiębiorstw z sektora publicznego. Najważniejsze zalety przedsiębiorstw prywatnych są następujące:

1. Maksymalizacja zysku – przedsiębiorstwa dążą do uzyskania najwyższego poziomu zysków.

2. Wysoka elastyczność – szybko dostosowują się do sytuacji rynkowej i potrzeb klientów.

3. Wysoka wydajność – notują wzrost wartości produkcji wytworzonej w danym okresie.

4. Sprawne zarządzanie – zapewniają dobre i stabilne funkcjonowanie organizacji.

5. Wysoka innowacyjność techniczno-organizacyjna – wdrażają nowe metody techniczne i organizacyjne, które nie były dotychczas stosowane w przedsiębiorstwie.

Duży wpływ na pomiar efektywności działalności przedsiębiorstwa mają powyższe wady i zalety, jednak zarówno wiele wad, jak i zalet obydwu form własności wynika z założonego celu działalności przedsiębiorstw. W przypadku sektora prywatnego głównymi celami ekonomicznymi przedsiębiorstwa są tworzenie wartości oraz pomnażanie kapitału przejawiające się w uzyskiwaniu przez jednostki gospodarcze korzystnych wyników. Natomiast w przypadku przedsiębiorstw państwowych wiązka celów jest o wiele większa. Analizując przedsiębiorstwa państwowe, możemy wyróżnić cele ekonomiczne, ale również cele społeczne. Do celów ekonomicznych należy uzyskiwanie nadwyżek finansowych zapewniających wysokie, niepodatkowe dochody budżetowi czy też Skarbowi Państwa, natomiast do celów społecznych należy podniesienie poziomu życia społeczeństwa, często w oderwaniu od rachunku ekonomicznego. Dlatego przeprowadzając analizę wskaźnikową płynności i rentowności przedsiębiorstw, należy wykluczać te przedsiębiorstwa państwowe, które ewidentnie realizują tylko cele społeczne. Eliminacja przedsiębiorstw o charakterze społecznym pozwala dokonać miarodajnej analizy wskaźnikowej oraz

umożliwia porównanie przedsiębiorstw prywatnych i państwowych, koncentrując się tylko i wyłącznie na celu działalności przedsiębiorstwa, jakim jest generowanie zysku dla właścicieli oraz wzrost wartości przedsiębiorstwa.

2. Płynność finansowa przedsiębiorstw sektora publicznego i prywatnego

Dobry wynik finansowy przedsiębiorstwa w dużej mierze zależy od płynności finansowej. Kryzys finansowy z ostatnich lat nauczył zarówno przedsiębiorstwa prywatne, jak i państwowe, że podstawą do prawidłowego i efektywnego zarządzania przedsiębiorstwem jest zapewnienie płynności finansowej przez ograniczenie potencjalnego ryzyka biznesowego. W krótkim horyzoncie czasowym płynność ma większe znaczenie dla przedsiębiorstwa niż jego rentowność, gdyż decyduje o możliwości przetrwania przedsiębiorstwa w gospodarce wolnorynkowej[3].

Na potrzeby analizy płynności sektora publicznego i prywatnego zostały użyte trzy wskaźniki pozwalające ocenić zdolność bieżącego regulowania zobowiązań. Każdy z poniżej przedstawionych wskaźników uwzględnia różny poziom środków mogących pokryć zobowiązania – od najbardziej płynnych środków pieniężnych do całości majątku obrotowego:

1. Płynność finansowa I stopnia – gotówkowa.
2. Płynność finansowa II stopnia – szybka.
3. Płynność finansowa III stopnia – bieżąca.

Płynność finansowa I stopnia jest relacją najbardziej płynnych środków obrotowych, czyli środków pieniężnych, do zobowiązań krótkoterminowych. Płynność gotówkowa pozwala odpowiedzieć na pytanie, jaką kwotę wymagalnych zobowiązań przedsiębiorstwo jest w stanie pokryć bezpośrednio z dostępnych środków pieniężnych. Wskaźnik obrazuje sprawność płatniczą przedsiębiorstwa[4].

Płynność finansowa II stopnia jest relacją całości uwzględnionego majątku obrotowego, pomniejszonego o zapasy, do zobowiązań krótkoterminowych. Wskaźnik płynności szybkiej pozwala wyrazić możliwość spłaty zobowiązań przedsiębiorstwa na podstawie łatwo dostępnych rozliczeń finansowych składników majątku obrotowego[5].

Płynność finansowa III stopnia jest relacją majątku obrotowego do zobowiązań krótkoterminowych. Wskaźnik płynności bieżącej jest głównym mier-

[3] M. Gola, *Narzędzia aktywnego zarządzania płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, „Zarządzanie i Finanse. Journal of Management and Finance" 2013, nr 1, s. 209−212.

[4] L. Bednarski, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2004, s. 80.

[5] *Ibidem*, s. 79−80.

nikiem obrazującym zdolność przedsiębiorstwa do spłaty jego zobowiązań bieżących poprzez upłynnienie posiadanych zasobów majątku obrotowego[6].

Tabela 1. Wskaźniki płynności sektora publicznego i sektora prywatnego w latach 2012–2013 (wartości wyrażone w procentach)

	2012 rok			2013 rok		
	Wskaźnik płynności I stopnia	Wskaźnik płynności II stopnia	Wskaźnik płynności III stopnia	Wskaźnik płynności I stopnia	Wskaźnik płynności II stopnia	Wskaźnik płynności III stopnia
Sektor publiczny	58,5	113,6	143,6	59,6	114,6	152,3
Sektor prywatny	30,9	95,3	132,8	31,8	97,3	134,2
Ogólnie	34,1	97,4	138,6	35,0	96,8	143,3

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych publikowanych przez: Główny Urząd Statystyczny, www.stat.gov.pl; Narodowy Bank Polski, www.nbp.pl; Ministerstwo Skarbu Państwa, www.msp.gov.pl (data dostępu: 05.11.2014).

Dla Polski ogółem wskaźnik płynności I stopnia w 2012 roku kształtował się na poziomie 34,1%, natomiast w sektorze prywatnym wynosił 30,9%, a w sektorze publicznym był równy 58,5%. Płynność w sektorze publicznym była większa niż w sektorze prywatnym aż o 27,6 pkt. proc. Świadczy to o większej możliwości pokrycia środkami pieniężnymi zobowiązań bieżących przedsiębiorstw z sektora publicznego niż z sektora prywatnego. W roku 2013 wskaźnik dla Polski ogółem ukształtował się na poziomie 35%, w sektorze prywatnym wskaźnik wynosił 31,8%, natomiast w sektorze publicznym był równy 59,6%. W 2013 roku różnica między sektorem publicznym a prywatnym wyniosła 27,8 pkt. proc. Analizując wskaźnik płynności I stopnia i porównując rok 2012 do roku 2013, można zaobserwować ogólny wzrost wartości wskaźnika oraz wzrost wartości zarówno w sektorze publicznym, jak i prywatnym. Ogólna wartość wskaźnika wzrosła o 0,9 pkt. proc., wartość wskaźnika dla sektora publicznego wzrosła o 1,1 pkt. proc., natomiast wzrost wartości w sektorze prywatnym wyniósł 0,9 pkt. proc. Można zaobserwować, że występuje większa dynamika wzrostu płynności I stopnia przedsiębiorstw publicznych niż przedsiębiorstw prywatnych i wiąże się z szybszym tempem wzrostu środków pieniężnych i papierów wartościowych o krótkim terminie zapadalności niż zobowiązań krótkoterminowych.

Dla Polski ogółem wskaźnik płynności II stopnia w 2012 roku kształtował się na poziomie 97,4%, w sektorze prywatnym wartość wskaźnika wynosiła 95,3%, a w sektorze publicznym 113,6%. Płynność w sektorze publicznym

[6] *Ibidem*, s. 78−79.

była większa niż w sektorze prywatnym o 18,3 pkt. proc. Świadczy to o dużo większej możliwości pokrycia majątkiem obrotowym zobowiązań bieżących przedsiębiorstw z sektora publicznego niż z sektora prywatnego. Wartość wskaźnika płynności II stopnia w 2013 roku dla Polski ogółem wyniosła 96,8%, w sektorze prywatnym odnotowano wartość równą 97,3%, a w sektorze publicznym 114,6%. Różnica między sektorem publicznym a sektorem prywatnym wyniosła 17,3 pkt. proc. i oznacza, że z roku na rok w szybszym tempie przedsiębiorstwa z sektora prywatnego bardziej zwiększają swój majątek obrotowy niż przedsiębiorstwa z sektora publicznego. Z roku 2012 na rok 2013 nastąpiło nieznaczne zmniejszenie ogólnego poziomu wartości wskaźnika płynności II stopnia o 0,6 pkt. proc. Natomiast zarówno w sektorze prywatnym, jak i w publicznym nastąpił wzrost wartości wskaźnika, odpowiednio dla sektora prywatnego o 2 pkt. proc., a dla sektora publicznego o 1 pkt proc. Sektor publiczny wykazuje większą płynność niż sektor prywatny. Natomiast sektor publiczny cechuje się niższą dynamiką wzrostu wartości płynności z roku na rok niż sektor prywatny. Ogólnie świadczy to o dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstw publicznych oraz o ich zdolnościach do regulowania bieżących zobowiązań aktywami obrotowymi pomniejszonymi o zapasy. Pozwala również stwierdzić, że ma miejsce szybsze tempo wzrostu majątku obrotowego niż zobowiązań krótkoterminowych.

W 2012 roku ogólny poziom wskaźnika płynności III stopnia wyniósł 138,6%, w sektorze prywatnym wartość wskaźnika wynosiła 132,8%, a w sektorze publicznym 143,6%. Płynność w sektorze publicznym była większa niż w sektorze prywatnym o 10,8 pkt. proc. Świadczy to o tym, że przedsiębiorstwa z sektora publicznego posiadają możliwość lepszego pokrycia aktywami bieżącymi zobowiązań krótkoterminowych niż przedsiębiorstwa z sektora prywatnego. W roku 2013 wskaźnik dla Polski ogółem ukształtował się na poziomie 143,3%, w sektorze prywatnym wskaźnik wynosił 134,2%, natomiast w sektorze publicznym był równy 152,3%. W 2013 roku różnica między sektorem publicznym a prywatnym wyniosła 18,1 pkt. proc. Z roku 2012 na rok 2013 nastąpiło zwiększenie ogólnego poziomu wartości wskaźnika płynności III stopnia o 4,7 pkt. proc. Zarówno w sektorze prywatnym, jak i w publicznym nastąpił wzrost wartości wskaźnika, odpowiednio dla sektora prywatnego o 1,4 pkt. proc., a dla sektora publicznego o 8,7 pkt. proc. Sektor publiczny wykazuje wyższą płynność niż sektor prywatny oraz większą dynamikę wzrostu wartości z roku 2012 na rok 2013. Świadczy to o dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstw publicznych oraz o ich zdolnościach do regulowania bieżących zobowiązań majątkiem obrotowym. Pozwala również stwierdzić, że ma miejsce szybsze tempo wzrostu majątku obrotowego niż zobowiązań krótkoterminowych.

3. Rentowność przedsiębiorstw z sektora publicznego i prywatnego

Podstawową cechą przedsiębiorstw działających w gospodarce rynkowej jest nastawienie na dodatni wynik finansowy. Głównym celem przedsiębiorstwa powinno być osiągnięcie zysku. Aby przedsiębiorstwo mogło funkcjonować, musi generować nadwyżkę przychodów nad kosztami. Osiąganie zysku nie zawsze jest możliwe w krótkim horyzoncie czasowym. Często, aby przedsiębiorstwo mogło osiągnąć zysk, potrzeba długiego okresu czasu.

Zwiększenie rozmiarów produkcji i rozpoczęcie nowych inwestycji wiąże się z wydatkami przedsiębiorstwa, które mogą być finansowane z zysku zatrzymanego. W prawidłowo funkcjonującym przedsiębiorstwie wygenerowany zysk powinien wystarczyć na rozwój, umocnienie pozycji na rynku, opłacenie kosztów związanych z pozyskaniem kapitału obcego oraz wypłatę dywidendy[7].

Na potrzeby analizy rentowności sektora publicznego i prywatnego zostały użyte trzy wskaźniki pozwalające ocenić efektywność ekonomiczną przedsiębiorstw:

– wskaźnik poziomu kosztów,
– wskaźnik rentowności obrotu brutto,
– wskaźnik rentowności obrotu netto.

Wskaźnik poziomu kosztów obrazuje relacje kosztów uzyskania przychodów z całokształtu działalności do przychodów całokształtu działalności. Im niższa wartość wskaźnika poziomu kosztów, tym większa zyskowność analizowanego przedsiębiorstwa. Wartość wskaźnika wyższa niż 100% mówi, że analizowane przedsiębiorstwo posiada ujemny wynik finansowy[8].

Wskaźnik rentowności obrotu brutto jest relacją zysku brutto do wartości sprzedaży. Za pomocą wskaźnika można ustalić wartość sprzedaży potrzebną do uzyskania konkretnej kwoty zysku brutto. Wskaźnik rentowności obrotu brutto ukazuje również, w jakim stopniu obowiązkowe zmniejszenia zysku wpływają na zysk netto przedsiębiorstwa[9].

Wskaźnik rentowności obrotu netto jest relacją wyniku finansowego netto do przychodów z całokształtu działalności. Ukazuje wartość sprzedaży, która jest niezbędna, aby przedsiębiorstwo mogło uzyskać określoną kwotę zysku netto[10].

---

[7] M. Zuba, *Związek rentowności i płynności finansowej przedsiębiorstwa*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Ekonomii i Innowacji w Lublinie" 2009, nr 1, s. 29−30.

[8] L. Borowiec, *Płynność finansowa i rentowność przychodów podmiotów sektora publicznego i prywatnego za lata 2008–2009*, „Zeszyty Naukowe SGGW – Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej" 2011, nr 88, s. 209−216.

[9] E. Nowak, *Analiza sprawozdań finansowych*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2008, s. 175−198.

[10] *Ibidem*.

Tabela 2. Wskaźniki rentowności sektora publicznego i sektora prywatnego w latach 2012–2013 (wartości wyrażone w procentach)

	2012 rok			2013 rok		
	Wskaźnik poziomu kosztów	Wskaźnik rentowności obrotu brutto	Wskaźnik rentowności obrotu netto	Wskaźnik poziomu kosztów	Wskaźnik rentowności obrotu brutto	Wskaźnik rentowności obrotu netto
Sektor publiczny	94,2	5,8	4,6	94,2	5,8	4,8
Sektor prywatny	96,1	3,9	3,3	95,6	4,4	3,7
Ogólnie	95,8	4,2	3,4	95,5	4,5	3,8

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych publikowanych przez: Główny Urząd Statystyczny, www.stat.gov.pl (data dostępu: 07.11.2014).

Dla Polski ogółem wskaźnik poziomu kosztów w 2012 roku kształtował się na poziomie 95,8%, natomiast w sektorze prywatnym wynosił 96,1%, a w sektorze publicznym był równy 94,2%. Poziom kosztów w sektorze publicznym był mniejszy niż w sektorze prywatnym o 1,9 pkt. proc. Świadczy to o większej zyskowności przedsiębiorstw z sektora publicznego niż z sektora prywatnego. W roku 2013 wskaźnik dla Polski ogółem ukształtował się na poziomie 95,5%, w sektorze prywatnym wskaźnik wynosił 95,6%, natomiast w sektorze publicznym był równy 94,2%. W 2013 roku różnica między sektorem publicznym a prywatnym wyniosła 1,4 pkt. proc. Analizując wskaźnik poziomu kosztów i porównując rok 2012 do roku 2013, można zaobserwować, że nastąpił spadek ogólnego poziomu kosztów o 0,3 pkt. proc., nastąpił również spadek wartości w sektorze prywatnym o 0,5 pkt. proc. Natomiast w sektorze publicznym poziom kosztów z roku 2012 był równy poziomowi z roku 2013. Przychody z całokształtu działalności rosły szybciej niż koszty, co zasługuje na ocenę pozytywną. Znalazło to odzwierciedlenie w poprawie wskaźnika poziomu kosztów.

Dla Polski ogółem wskaźnik rentowności obrotu brutto w 2012 roku kształtował się na poziomie 4,2%, w sektorze prywatnym wartość wskaźnika wynosiła 3,9%, a w sektorze publicznym 5,8%. Rentowność brutto w sektorze publicznym była większa niż w sektorze prywatnym o 1,9 pkt. proc. Oznacza to, że w 2012 roku każda złotówka przychodów przedsiębiorstw publicznych generowała zysk brutto w wysokości prawie 6 groszy, natomiast przedsiębiorstwa prywatne generowały zysk brutto na poziomie prawie 4 groszy. Wartość wskaźnika rentowności obrotu brutto w 2013 roku dla Polski ogółem wyniosła 4,5%, w sektorze prywatnym odnotowano wartość równą 4,4%, a w sektorze publicznym − 5,8%. Różnica między sektorem publicznym a sektorem prywatnym wyniosła 1,4 pkt. proc. Z roku 2012 na rok 2013 nastąpił nieznaczny

wzrost ogólnego poziomu wartości wskaźnika o 0,3 pkt. proc. Wzrost wartości nastąpił również w sektorze prywatnym o 0,5 pkt. proc. Natomiast w sektorze publicznym nie nastąpił wzrost rentowności. Sektor publiczny wykazuje większą rentowność niż sektor prywatny, jednak sektor prywatny odnotowuje większą dynamikę wzrostu wartości wskaźnika z roku na rok. Ogólnie świadczy to o dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstw publicznych oraz o ich zdolnościach do generowania zysku.

Dla Polski ogółem wskaźnik rentowności obrotu netto w 2012 roku kształtował się na poziomie 3,4%, natomiast w sektorze prywatnym wynosił 3,3%, a w sektorze publicznym był równy 4,6%. Rentowność netto w sektorze publicznym była większa niż w sektorze prywatnym o 1,3 pkt. proc. W roku 2013 wskaźnik dla Polski ogółem ukształtował się na poziomie 3,8%, w sektorze prywatnym wskaźnik wynosił 3,7%, natomiast w sektorze publicznym był równy 4,8%. W 2013 roku różnica między sektorem publicznym a prywatnym wyniosła 1,1 pkt. proc. Analizując wskaźnik rentowności obrotu netto i porównując rok 2012 do roku 2013, można zaobserwować ogólny wzrost wartości wskaźnika oraz wzrost wartości zarówno w sektorze publicznym, jak i prywatnym. Ogólna wartość wskaźnika wzrosła o 0,4 pkt. proc. Wartość wskaźnika dla sektora publicznego wzrosła o 0,2 pkt. proc., natomiast wzrost wartości w sektorze prywatnym wyniósł 0,4 pkt. proc. Oznacza to, że z roku na rok w szybszym tempie przedsiębiorstwa z sektora prywatnego podnoszą swoją rentowność netto niż przedsiębiorstwa z sektora publicznego.

Zakończenie

Celem opracowania była analiza wybranych kwestii wynikających z ekonomicznego ujmowania efektywności sektora publicznego, z zastosowaniem analizy wskaźnikowej. Przeprowadzona analiza wskaźnikowa pozwoliła dokonać oceny sytuacji ekonomicznej podmiotów publicznych i prywatnych.

Rozważania teoretyczne jednoznacznie wskazały, iż istnieje wyższość sektora prywatnego nad publicznym. Jednak nie należy wyciągać jednoznacznych wniosków co do wyższości sektora prywatnego nad sektorem publicznym, gdyż przeprowadzona analiza wskaźnikowa jednoznacznie nie potwierdziła hipotezy o większej efektywności przedsiębiorstw z sektora prywatnego niż przedsiębiorstw z sektora publicznego. Analiza wskaźnikowa wykazała, że zarówno w roku 2012, jak i w roku 2013 sektor publiczny cechował się wyższą płynnością i rentownością. Na podstawie uzyskanych wyników z przeprowadzonej analizy wskaźnikowej nie można jednoznacznie osądzić, która z form własności jest lepsza, gdyż różnice w płynności i rentowności przedsiębiorstw mogą wynikać z przyjętych założeń przez przedsiębiorstwa (zarówno sektor publiczny, jak i prywatny nie musi posiadać zbieżnych celów) oraz dominacji

sektorowej niektórych przedsiębiorstw państwowych, które wynikają z obecnych regulacji prawnych.

Przeprowadzona analiza wskaźników rentowności i płynności jest ważnym elementem składowym w ocenie efektywności finansowej przedsiębiorstw, lecz jest to tylko i wyłącznie jeden z elementów oceny. By móc lepiej i pełniej przeprowadzić analizę sektora publicznego oraz prywatnego, należałoby uwzględnić również inne wskaźniki finansowe. W szczególności należałoby wykorzystać wskaźnik efektywności wykorzystania majątku. Wyniki z przeprowadzonej analizy są przesłanką do przeprowadzenia dalszych pogłębionych badań sektora publicznego i sektora prywatnego z wykorzystaniem nie tylko wskaźników płynności i rentowności, ale również innych wskaźników ekonomicznych oraz z wykluczeniem przedsiębiorstw wykazujących dominację sektorową.

Bibliografia

Bednarski L., *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2004.

Borowiec L., *Płynność finansowa i rentowność przychodów podmiotów sektora publicznego i prywatnego za lata 2008–2009*, „Zeszyty Naukowe SGGW – Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej" 2011, nr 88.

Gola M., *Narzędzia aktywnego zarządzania płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, „Zarządzanie i Finanse. Journal of Management and Finance" 2013, nr 1.

Miłaszewicz D., *Problemy społecznej efektywności sektora publicznego*, „Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach" 2014, nr 180/14.

Nowak E., *Analiza sprawozdań finansowych*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2008.

Szmitka S., *Teoretyczne uwarunkowania wyższości własności prywatnej nad publiczną*, „Warmińsko-Mazurski Kwartalnik Naukowy" 2012, nr 4.

Zuba M., *Związek rentowności i płynności finansowej przedsiębiorstwa*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Ekonomii i Innowacji w Lublinie" 2009, nr 1.

Summary

The Impact of a Private Ownership and a Public Domain on the Effectiveness of Business Finances Management

The article presents a liquidity and profitability analysis of companies from the public and private sector. The analysis was performed during the years 2012 and 2013. The survey has revealed that companies from the public sector report greater liquidity and profitability than companies from a private sector.

Keywords: public sector, private sector, ratio analysis, finances of enterprises

Rozdział

5

Rafal Wilczyński

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

Wpływ czynników makroekonomicznych i sytuacji na rynku kapitałowym na strukturę źródeł finansowania polskich spółek publicznych w latach 2008−2012

Streszczenie

Teorie struktury kapitału wskazują na istotną rolę czynników o charakterze makroekonomicznym w kształtowaniu struktury źródeł finansowania przedsiębiorstw. Przeprowadzone badania na grupie niefinansowych spółek publicznych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2008−2012 wykazały, że notowane spółki generowały ciągłe zapotrzebowanie na kapitał obrotowy, a wielkość tego zapotrzebowania była ściśle uzależniona od koniunktury gospodarczej w danym okresie. Wyniki badań pozwoliły również na identyfikację zależności pomiędzy sytuacją na rynku kapitałowym a kształtowaniem struktury kapitału tych przedsiębiorstw. W rezultacie udowodniono, że decyzje polskich spółek publicznych w zakresie struktury źródeł finansowania były determinowane przez zmiany zachodzące w otoczeniu gospodarczym.

Słowa kluczowe: spółki publiczne, kapitał, rynek kapitałowy, kapitał obrotowy, działalność operacyjna, zadłużenie, dźwignia finansowa, wskaźnik, struktura, wzrost gospodarczy, kryzys finansowy

Wstęp

Już od kilkudziesięciu lat w literaturze toczy się dyskusja na temat struktury kapitału. Pytanie, jakim rodzajem kapitału i w jakich proporcjach należy sfinansować firmę, pozostaje bez jednoznacznej odpowiedzi. Naukowcy wciąż poszukują odpowiedzi na to pytanie, czego wyrazem są liczne teorie struktury kapitału, a także wskazywanie bardzo zróżnicowanych czynników kształtujących tę strukturę[1]. Wymieniane czynniki dzieli się na dwie grupy. Pierwsza

[1] A. Hajduk, *Uwarunkowania struktury kapitałowej a polska praktyka gospodarcza*, [w:]

z nich to czynniki makroekonomiczne, niezależne od specyfiki podmiotu. Należą do nich np. system podatkowy, poziom stóp procentowych, czy też sytuacja na rynku kapitałowym[2]. Zalicza się do nich również czynniki odzwierciedlające koniunkturę gospodarczą, w tym między innymi produkt krajowy brutto[3]. Druga grupa to czynniki mikroekonomiczne zależne od specyfiki podmiotu, takie jak np. jego wielkość, zyskowność, rodzaj produktu, rodzaj aktywów, czy też nieodsetkowa tarcza podatkowa[4]. Niniejsze opracowanie koncentruje się na pierwszej grupie czynników.

Celem jest wykazanie, że decyzje niefinansowych polskich spółek publicznych w latach 2008−2012 w zakresie struktury źródeł finansowania były determinowane przez zmiany zachodzące w otoczeniu gospodarczym. Część empiryczna ma na celu weryfikację podstawowej hipotezy dotyczącej wpływu czynników makroekonomicznych i sytuacji na rynku kapitałowym na strukturę źródeł finansowania polskich spółek publicznych w badanym okresie. Oszacowania kierunku i siły wpływu poszczególnych czynników na strukturę kapitału dokonano przy pomocy wskaźnika korelacji liniowej Pearsona, przeprowadzono również pomiar statystycznej istotności osiągniętych rezultatów.

1. Struktura źródeł finansowania przedsiębiorstw w świetle teorii

Trwająca od kilkudziesięciu lat dyskusja na temat struktury kapitału nie dała jednoznacznej odpowiedzi w zakresie optymalnej, z punktu widzenia przedsiębiorstwa, relacji pomiędzy poziomem długu i kapitału własnego. W roku 1958 M. Modigliani i M.H. Miller[5] zaprezentowali podejście, w którym wskazują, że wartość przedsiębiorstwa jest nieistotna z punktu widzenia struktury kapitału. Założenia tego modelu były trudne do zastosowania w praktyce, stał się on jednak podstawą do dalszej dyskusji. Już w roku 1963 ci sami badacze[6] zwrócili uwagę, że trudno wyobrazić sobie model gospodarki bez istnienia podatków. Przedsiębiorstwo, traktując koszt odsetek jako koszt podatkowy, obniżający podstawę opodatkowania podatkiem dochodowym od osób prawnych,

J. Ostaszewski (red.), *Finanse przedsiębiorstwa*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2005, s. 143.

[2] J. Gajdka, *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Uniwersytet Łódzki, Łódź 2002, s. 295.

[3] Por. M. Barowicz, *Determinanty struktury kapitałowej przedsiębiorstwa. Podejście empiryczne*, edu-Libri, Kraków – Legionowo 2014, s. 55−65.

[4] J. Gajdka, *op. cit.*, s. 295.

[5] F. Modigliani, M.H. Miller, *The Cost of Capital Corporation Finance, and the Theory of Investment*, "American Economics Review" 1958, Vol. 48, No. 3, s. 261−297.

[6] F. Modigliani, M.H. Miller, *Corporate Income, Taxes and the Cost of Capital. A Correction*, "American Economic Review" 1963, Vol. 53, No. 3, s. 433−443.

przy finansowaniu długiem osiąga korzyści wynikające z odsetkowej tarczy podatkowej. Z tego punktu widzenia najbardziej optymalnym rozwiązaniem jest finansowanie przedsiębiorstwa za pomocą długu. W 1977 roku M.H. Miller[7] uwzględnił fakt, że dochody, jakie osiągają właściciele przedsiębiorstwa z tytułu dywidend, są opodatkowane podatkiem dochodowym od osób fizycznych, dlatego też − według autora − optymalna struktura kapitału występuje wtedy, gdy korzyści podatkowe związane z kapitałem obcym zrównają się z osobistymi kosztami marginalnymi właścicieli. Kontynuując znaczenie zagadnień podatkowych, H. DeAngelo i R.W. Masulis[8] w 1980 roku uwzględnili fakt istnienia nieodsetkowej tarczy podatkowej. Wyższy poziom nieodsetkowej tarczy podatkowej wpływa na mniejszą skłonność do uzyskiwania korzyści z odsetkowej tarczy podatkowej, przekładając się na niższy poziom zadłużenia przedsiębiorstw. W kolejnych rozważaniach nad strukturą kapitału N. Baxter[9] zwrócił uwagę, że nie jest możliwe swobodne zwiększanie poziomu zadłużenia bez konsekwencji dla przedsiębiorstwa. Wyższy poziom długu wpływa bowiem na wzrost ryzyka bankructwa i pojawienie się dodatkowych kosztów trudności finansowych. Dlatego dodatkowe korzyści, jakie osiąga przedsiębiorstwo z tytułu odsetkowej tarczy podatkowej, powinny być rekompensowane przez koszty bankructwa, przy czym od pewnego poziomu zadłużenia wielkość osiąganych korzyści nie jest w stanie przekroczyć dodatkowo ponoszonych kosztów. Wyżej przedstawione rozważania stały się podstawą do stworzenia jednej z najważniejszych teorii struktury kapitału − teorii substytucji[10]. Zakłada ona istnienie dla każdego przedsiębiorstwa optymalnej struktury kapitału, czyli utrzymania takiego poziomu zadłużenia, przy którym krańcowe korzyści z kapitału obcego zrównają się z jego krańcowymi kosztami.

Rozdzielenie własności od zarządzania w praktyce funkcjonowania przedsiębiorstw spowodowało pojawienie się asymetrii informacji, jaka występuje pomiędzy właścicielem a menedżerami. Intencją właściciela (pryncypała) jest działanie menedżera (agenta) zgodnie z jego interesem. W związku z powyższym jest on zmuszony do ponoszenia dodatkowych kosztów związanych z monitoringiem (kosztów agencji) oraz do działań zmniejszających ryzyko oportunistycznych zachowań po stronie menedżera. Z drugiej strony osoby zarządzające dążą do zachowania jak największej swobody decyzyjnej. Konflikt agencji ma więc wpływ na strukturę źródeł finansowania przedsiębiorstw.

---

[7] M.H. Miller, *Debt and Taxes*, "The Journal of Finance" 1977, Vol. 32, No. 2, s. 261−275.

[8] H. DeAngelo, R.W. Masulis, *Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation*, "Journal of Financial Economics" 1980, No. 8, s. 3−29.

[9] N. Baxter, *Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital*, "Journal of Finance" 1967, Vol. 22, No. 3, s. 395−404.

[10] S.C. Myers, *The Capital Structure Puzzle*, "Journal of Finance" 1984, Vol. 39, No. 3, s. 575−592.

Zgodnie z teorią agencji[11] w interesie właściciela jest utrzymanie wyższego poziomu zadłużenia. Wpływa to negatywnie na poziom wolnych przepływów gotówkowych i ogranicza ryzyko podejmowania przez zarząd decyzji odnośnie nieefektywnych inwestycji oraz zapewnia dodatkową kontrolę ze strony wierzycieli. Zarządzający z kolei dążą do utrzymania jak najniższego poziomu długu. Istnienie zjawiska informacji stało się podstawą do sformułowania drugiej istotnej teorii struktury kapitału – teorii hierarchii źródeł finansowania[12]. W jej świetle ukształtowanie struktury źródeł finansowania jest efektem preferencji osób zarządzających. Dlatego też w pierwszej kolejności przedsiębiorstwo powinno finansować się ze środków własnych, a następnie wykorzystywać dostępne finansowanie dłużne, w ostateczności skorzystać z możliwości pozyskania kapitału w formie emisji akcji własnych.

W oparciu o założenia teorii substytucji i teorii hierarchii źródeł finansowania podejmowane są próby zdefiniowania czynników wpływających na kształt struktury źródeł finansowania przedsiębiorstw[13]. R.G. Rajan i L. Zingales[14] wskazują cztery główne czynniki: strukturę aktywów, wartość rynkową przedsiębiorstwa, wielkość przedsiębiorstwa oraz jego rentowność. M.Z. Frank i V.K. Goyal[15] rozszerzają je o poziom zadłużenia branży, w jakiej funkcjonuje przedsiębiorstwo, oraz oczekiwany poziom inflacji. B. Koksal, C. Odman i A. Oduncu[16] wskazują na cztery grupy czynników: 1) czynniki specyficzne dla przedsiębiorstwa (wielkość, rentowność, struktura aktywów, poziom wzrostu, ryzyko), 2) czynniki podatkowe, 3) czynniki branżowe, 4) czynniki makroekonomiczne (inflacja, wzrost PKB, sytuacja na rynku kapitałowym, sytuacja na rynku długu, poziom obligacji emitowanych przez rząd). Podobną klasyfikację stosują F. Kunhausen i H.W. Stieber[17].

Wśród polskiego dorobku naukowego dotyczącego czynników kształtujących strukturę kapitału warto wymienić badania W. Gajdki[18], M. Hamrola

---

[11] M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, "Journal of Financial Economics" 1976, No. 3 (4), s. 305–360.

[12] G. Donaldson, *Corporate Debt Capacity: a Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*, Boston: Graduate School of Business Administration, Harvard University, Washington 1961.

[13] Por. S. Titman, R. Wessels, *The Determinants of Capital Structure Choice*, "Journal of Finance" 1988, Vol. 43, No. 1, s. 1−19.

[14] R.G. Rajan, L. Zingales, *What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data*, "Journal of Finance" 1995, Vol. 50, No. 5, s. 1421−1460.

[15] M.Z. Frank, V.K. Goyal, *Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important*, "Financial Management" 2009, Vol. 38, s. 1−37.

[16] B. Koksal, C. Orman, A. Oduncu, *Determinants of Capital Structure: Evidence from a Major Emerging Market Economy*, 2013, working paper, SSRN, http://ssrn.com/abstract=2212648.

[17] F. Kuhnhausen, H.W. Stieber, *Determinants of Capital Structure in Non-Financial Companies*, "Munich Discussion Paper" 2014, No. 38 (http://epub.ub.uni-muenchen.de/21167).

[18] J. Gajdka, *op. cit*.

i J. Sieczko[19], K. Mazur[20], E. Chojnackiej[21], M. Szudejko[22], K. Prędkiewicz i P. Prędkiewicza[23] oraz M. Barowicza[24]. Wyniki badań nie pozwalają na jednoznaczne stwierdzenie, która z wyżej omawianych dwóch głównych teorii ma zastosowanie w warunkach polskich. Analizując wpływ poszczególnych czynników na strukturę kapitału, autorzy są zasadniczo zgodni, że teoria substytucji ma mniejsze zastosowanie w polskich przedsiębiorstwach. Wskazywana najczęściej negatywna relacja pomiędzy rentownością a poziomem zadłużenia, świadcząca o finansowaniu działalności w pierwszej kolejności wypracowanym kapitałem własnym, wskazuje na teorię hierarchii źródeł finansowania jako bliższą polskiej praktyce gospodarczej[25].

M. Baker i J. Wurgler[26], autorzy teorii *market timing*, wskazują na istotną rolę sytuacji na rynku kapitałowym w kształtowaniu struktury kapitału przedsiębiorstw. Podkreślają oni, że:

– przedsiębiorstwa chętniej pozyskują kapitał przez emisję nowych akcji w momencie, kiedy wycena rynkowa jest wysoka, zarówno w stosunku do wyceny księgowej, jak i wycen z poprzednich okresów,

– szczególnym czynnikiem motywującym jest optymizm po stronie inwestorów na rynku kapitałowym odnośnie potencjalnie zrealizowanych zysków w przyszłości,

– badania ankietowe wśród menedżerów odpowiedzialnych za finanse potwierdzają, że stopień niedowartościowania lub przewartościowania akcji stanowi istotny czynnik przy podejmowaniu przez nich decyzji dotyczących emisji kapitału własnego i ceny emisyjnej.

W przypadku teorii *market timing* pozyskiwanie kapitału jest uzależnione od aktualnej sytuacji rynkowej, która sprzyja lub nie emisji danego rodzaju

---

[19] M. Hamrol, J. Sieczko, *Czynniki kształtujące strukturę kapitału polskich spółek giełdowych*, „Współczesne Problemy Analizy Ekonomicznej. Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego" 2006, nr 1.

[20] K. Mazur, *The Determinants of Capital Structure Choice: Evidence from Polish Companies*, "International Atlantic Economic Society" 2007, No. 13.

[21] E. Chojnacka, *Struktura kapitału spółek akcyjnych w Polsce w świetle teorii hierarchii źródeł finansowania*, CeDeWu.pl, Warszawa 2012.

[22] M. Szudejko, *Analiza zależności pomiędzy branżą a strukturą kapitału przedsiębiorstwa na podstawie wyników finansowych polskich spółek giełdowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego" nr 766, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia" nr 62 (2013), s. 701−711.

[23] K. Prędkiewicz, P. Prędkiewicz, *Wybrane determinanty struktury kapitału mikro, małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego" nr 802, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia" nr 65 (2014), s. 1−14.

[24] M. Barowicz, *op. cit.*

[25] Ograniczenia w zakresie objętości tekstu nie pozwalają na szerszą prezentację wyników.

[26] M. Baker, J. Wurgler, *Market Timing and Capital Structure*, "Journal of Finance" 2002, Vol. LVII, No. 1.

papierów wartościowych. Poziom dźwigni finansowej jest zatem łącznym wynikiem wcześniejszych prób pozyskiwania kapitału własnego w momentach występowania na rynku korzystnych dla przedsiębiorstwa warunków[27].

Teoria *market timing*, choć nie odwołuje się do wielu istotnych w świetle wcześniejszych teorii determinant struktury kapitału, w spójny sposób określa zachowania przedsiębiorstw odnośnie do publicznego pozyskiwania kapitału własnego i obcego, wskazując, że warunki rynkowe w znaczący sposób mogą wpływać na decyzje o sposobie finansowania[28]. Korzystna sytuacja na rynku instrumentów udziałowych powoduje większą elastyczność przedsiębiorców w zakresie kształtowania relacji pomiędzy kapitałem własnym a oprocentowanym długiem zewnętrznym. Obniżenie wycen rynkowych poniżej wartości księgowych spółek powoduje, że przedsiębiorstwa są w mniejszym stopniu skłonne do przeprowadzania publicznych emisji akcji. Stojąc przed koniecznością organizacji finansowania działalności bieżącej, sięgają po kapitał oprocentowany.

2. Koniunktura gospodarcza i polski rynek kapitałowy w latach 2008−2012

Lata 2008−2012 były okresem dużych wahań koniunktury gospodarczej w Polsce. W roku 2008 wzrost gospodarczy był wciąż bardzo wysoki, ale i tak o 1,7 pkt. proc. niższy niż w roku 2007. W roku 2009 nastąpiło znaczne obniżenie poziomu tempa wzrostu gospodarczego, który − niższy o 3,5 pkt. proc. − wyniósł zaledwie 1,6%. Tak istotne negatywne zmiany na poziomie Produktu Krajowego Brutto były efektem pogorszenia światowej koniunktury gospodarczej na skutek kryzysu finansowego. W latach 2010−2011 nastąpiła poprawa sytuacji gospodarczej w Polsce, odnotowany na koniec 2011 roku wzrost gospodarczy wyniósł 4,5%. Tendencja ta, niestety, nie utrzymała się zbyt długo i w roku 2012 zmiana PKB wyniosła już tylko 2%. Wahaniom koniunktury gospodarczej w Polsce towarzyszyła aktywna polityka Rady Polityki Pieniężnej w zakresie kształtowania stóp procentowych. Polityka ta w zależności od okresu była nakierowana z jednej strony na ograniczenie inflacji, a z drugiej − miała na celu pobudzenie gospodarki do rozwoju. Kształtowanie się poziomów stopy referencyjnej NBP oraz inflacji, a także innych wielkości o charakterze makroekonomicznym w poszczególnych latach przedstawiono w tabeli 1.

---

[27] J. Kubiak, *Wykorzystanie rachunku przepływów pieniężnych do analizy struktury kapitału*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Zarządzanie finansami. Upowszechnianie i transfer wyników badań*, „Zeszyty Naukowe nr 689 (US) Uniwersytetu Szczecińskiego", Szczecin 2012, s. 307.

[28] *Idem*, *Zjawisko asymetrii informacji a struktura kapitału przedsiębiorstw w Polsce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2013, s. 83.

Tabela 1. Wybrane dane makroekonomiczne dotyczące Polski w latach 2008−2012

Wyszczególnienie	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
PKB (wskaźnik dynamiki)	105,1	101,6	103,9	104,5	102,0
Stopa referencyjna NBP (w %)	5,0	3,5	3,5	4,5	4,25
Stopa inflacji (w %)	3,3	3,5	3,1	4,6	2,4
Stawka podatku dochodowego od osób prawnych (w %)	19	19	19	19	19
Kredyty i pożyczki przedsiębiorstw (w mld zł)	163,6	154,5	154,3	175,8	186,7
Zmiana Indeksu WIG (w %)	-51,07	46,85	18,77	-20,83	26,24
Emisje akcji GR GPW (w mld zł)	7,6	14,6	5,6	8,2	5,6
Emisje obligacji (w mld zł) w tym:	2,8	2,4	7,8	10,9	12,9
wprowadzone do obrotu na Catalyst	-	0,1	2,3	4,3	7,4

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP, GUS.

Na koniec roku 2008 polski rynek kapitałowy odczuł skutki kryzysu finansowego. Potwierdzeniem słabej koniunktury na rynku akcji był spadek indeksu WIG o 51,07%. Jednocześnie zaobserwowano znaczne zaostrzenie polityki kredytowej przez banki, której skutki odczuwano jeszcze w roku 2010, co znalazło swoje odzwierciedlenie w obniżeniu poziomu zadłużenia polskich przedsiębiorstw. Z drugiej strony odnotowano szybką poprawę nastrojów na rynku kapitałowym. W roku 2009 nastąpił znaczny wzrost kapitalizacji na rynku akcji oraz przeprowadzono rekordową w skali analizowanego okresu wielkość emisji akcji przedsiębiorstw (14,6 mld zł) na Głównym Rynku GPW. Wzrost cen akcji polskich spółek publicznych był kontynuowany również w roku 2010, w którym jednocześnie zaczął się mocno rozwijać rynek obligacji korporacyjnych w Polsce. Wartość emisji obligacji korporacyjnych przedsiębiorstw przewyższyła wówczas wartość emisji akcji i tendencja ta utrzymała się do końca analizowanego okresu. W roku 2011 odnotowano już efekty zakończenia zaostrzania polityki kredytowej przez banki, co przełożyło się na wzrost poziomu zadłużenia polskich przedsiębiorstw z tytułu kredytów i pożyczek.

Z perspektywy rozwoju korporacyjnych instrumentów dłużnych milowym krokiem było uruchomienie przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie w roku 2009 platformy Catalyst, umożliwiającej wprowadzenie obligacji przedsiębiorstw do publicznego obrotu. W roku 2012 wielkość rynku Catalyst w zakresie wprowadzenia do obrotu nowych instrumentów była wyższa

(7,4 mld zł) niż wielkość Głównego Rynku GPW w zakresie wartości emisji akcji (5,6 mld).

3. Wpływ koniunktury gospodarczej na zapotrzebowanie na kapitał obrotowy

Analiza danych o charakterze makroekonomicznym, przedstawionych w tabeli 1, skłoniła do refleksji na temat determinant poziomu zadłużenia przedsiębiorstw. Założono, że zmiany w poziomie zadłużenia polskich przedsiębiorstw mogły nie tylko wynikać z określonej polityki kredytowej realizowanej przez banki, ale również z zapotrzebowania na kapitał generowanego przez przedsiębiorstwa w poszczególnych okresach, które to zapotrzebowanie było efektem zmian w koniunkturze gospodarczej.

Badania empiryczne przeprowadzono na grupie niefinansowych spółek publicznych, których akcje były notowane na Głównym Rynku GPW w latach 2008−2012. Jako kryterium wyboru przyjęto fakt notowania akcji na koniec każdego roku kalendarzowego w badanym okresie. Źródło danych finansowych stanowią opublikowane raporty roczne badanych spółek. Z uwagi na konieczność zachowania porównywalności danych, z badań wyłączono spółki kończące okres sprawozdawczy w terminie innym niż koniec roku kalendarzowego. Z analizy wyłączono również spółki charakteryzujące się ujemnym poziomem kapitału własnego.

Dla badanej grupy przedsiębiorstw dokonano kalkulacji dwóch zmiennych – dynamiki przychodów ze sprzedaży oraz stopnia zapotrzebowania na kapitał obrotowy. Dla określenia stopnia zapotrzebowania na kapitał obrotowy wykorzystano następujący wskaźnik:

$$\frac{\text{Przepływy z działalności operacyjnej minus EBITDA}}{\text{Wartość bezwzględna EBITDA}}$$

Celem wykorzystania tego wskaźnika jest zbadanie, w jakim stopniu działalność operacyjna przekłada się na przepływy gotówkowe w przedsiębiorstwie[29]. Zastosowanie wartości bezwzględnej jest niezbędne z punktu widzenia metodologii kalkulacji wskaźnika i zachowania porównywalności danych. Dodatnia wartość wskaźnika oznacza, że przepływy z działalności operacyjnej są wyższe niż zrealizowany wynik operacyjny powiększony o amortyzację, ujemna wartość wskaźnika oznacza sytuację odwrotną. Badanie w tej części podzielono na trzy etapy. W pierwszym etapie dokonano kalkulacji wyżej

[29] R. Wilczyński, *Pomiar efektywności a cele przedsiębiorstw*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego" nr 803, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia" nr 66 (2014), s. 556−557.

wymienionych wskaźników dla każdej ze spółek w poszczególnych okresach. W drugim etapie dokonano kalkulacji mediany każdego z tych wskaźników dla badanej populacji dla każdego z badanych okresów. W trzecim etapie przeprowadzono analizę współzależności pomiędzy zmianą Produktu Krajowego Brutto a medianą kształtowania się tych dwóch wskaźników w latach 2008−2012, wykorzystując współczynnik korelacji liniowej Pearsona.

Wartości wyżej zdefiniowanych wskaźników dla poszczególnych lat, obliczonych jako mediana, oraz wielkość zmian PKB zaprezentowano w tabeli 2. W tabeli 3 zamieszczono wyniki analizy współzależności pomiędzy tymi zmiennymi.

Tabela 2. Wpływ zmian PKB na zapotrzebowanie na kapitał obrotowy w latach 2008−2012

Rok	**Liczba spółek**	**Dynamika PKB**	**Dynamika przychodów ze sprzedaży****	**Przepływy/ EBITDA*/****
2008	313	105,1	1,15	-0,32
2009	315	101,6	0,97	-0,08
2010	338	103,9	1,11	-0,32
2011	362	104,5	1,15	-0,36
2012	362	102,0	1,05	-0,14

* Przepływy z działalności operacyjnej minus EBITDA/wartość bezwzględna EBITDA
** Mediana
Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 3. Wartości współczynnika korelacji liniowej Pearsona między dynamiką PKB a sytuacją finansową badanych spółek

Wyszczególnienie	**Dynamika PKB**	**Dynamika przychodów ze sprzedaży****	**Przepływy/ EBITDA*/****
Dynamika PKB	x		
Dynamika przychodów ze sprzedaży**	0,947 p=0,01	X	
Przepływy/ EBITDA*/**	-0,952 p=0,01	-0,963 p=0,01	X

* Przepływy z działalności operacyjnej minus EBITDA/wartość bezwzględna EBITDA
** Mediana
Źródło: Opracowanie własne.

Wyniki badań wskazują, że wykazywane przez niefinansowe spółki publiczne w latach 2008−2012 zyski z działalności operacyjnej nie były w pełni odzwierciedlone w przepływach z działalności operacyjnej, stąd podmioty te generowały ciągłe zapotrzebowanie na kapitał obrotowy. Wielkość tego zapotrzebowania była uzależniona od wielkości przychodów ze sprzedaży, a te były silnie skorelowane z poziomem wzrostu gospodarczego. W rezultacie wystąpiła silna, istotna statystycznie korelacja pomiędzy zmianą PKB a zapotrzebowaniem na kapitał obrotowy.

4. Sytuacja na rynku kapitałowym a struktura kapitału spółek publicznych

W literaturze finansowej nie ma pełnej jednolitości co do definicji struktury kapitału w przedsiębiorstwie[30]. Na potrzeby niniejszych badań zdefiniowano strukturę kapitału jako relację pomiędzy długiem, od którego płacone jest oprocentowanie, a kapitałem własnym. A. Duliniec[31] określa sumę tych kapitałów jako kapitał zainwestowany w przedsiębiorstwie.

W tej części badań w pierwszym etapie dla zdefiniowanej w poprzedniej części opracowania populacji spółek dokonano kalkulacji wskaźnika struktury kapitałowej (dług oprocentowany/kapitał własny). Dodatkowo dokonano również obliczeń udziału kapitału własnego i długu oprocentowanego w strukturze pasywów oraz wartości wskaźnika wskazującego na relację pomiędzy wartością rynkową a wartością księgową kapitału własnego (*Market to Book Ratio*). W drugim etapie dokonano kalkulacji mediany każdego z tych wskaźników dla badanej populacji, w każdym z badanych okresów. W trzecim etapie przeprowadzono analizę współzależności pomiędzy wielkością stopy referencyjnej NBP a medianą kształtowania się wskaźnika struktury kapitałowej oraz wskaźnika *Market to Book Ratio*.

Najniższe poziomy zadłużenia (mediana dla grupy badanych spółek) odnotowano w latach 2009−2010, kiedy wyceny rynkowe przedsiębiorstw oraz jednocześnie wartości wskaźnika Tobin Q były najwyższe. W roku 2011 nastąpiło istotne zmniejszenie wyceny rynkowej spółek publicznych. Dla połowy spółek (mediana) wskaźnik ten był dużo niższy od jedności, co oznacza, że wycena rynkowa akcji była niższa niż wartość księgowa kapitału własnego. Sytuacja na rynku akcji nie sprzyjała więc nowym emisjom i przedsiębiorcy chętniej korzystali z finansowania dłużnego. Stąd takie zainteresowanie i dynamiczny rozwój rynku obligacji korporacyjnych, znajdujący odzwierciedlenie w strukturze kapitału spółek, w szczególności w zakresie kształtowania relacji

[30] A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 2001, s. 14.
[31] *Ibidem*, s. 16.

pomiędzy zadłużeniem oprocentowanym a kapitałem własnym. Wzrostowi zadłużenia oprocentowanego sprzyjała również poprawa sytuacji na rynku kredytowym i złagodzenie polityki kredytowej przez banki.

Tabela 4. Wybrane wskaźniki struktury kapitałowej spółek publicznych w latach 2008−2012

Rok	Liczba spółek	Kapitał własny/ Pasywa*	Dług oproc./ Pasywa*	Dług oproc./ Kapitał własny*	Tobin Q*	Stopa referencyjna NBP [%]
2008	313	0,53	0,15	0,29	0,85	5,00
2009	315	0,54	0,15	0,26	1,25	3,50
2010	338	0,52	0,15	0,28	1,49	3,50
2011	362	0,51	0,18	0,35	0,85	4,50
2012	362	0,53	0,19	0,37	0,93	4,25

* Mediana
Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 5. Wartości współczynnika korelacji liniowej Pearsona między stopą referencyjną a strukturą kapitału badanych spółek

Wyszczególnienie	Stopa referencyjna NBP	Dług oproc./ Kapitał własny*	*Market To Book Ratio**
Stopa referencyjna NBP	x		
Dług oproc./ Kapitał własny*	0,445 p=0,45	X	
*Market To Book Ratio**	-0,900 p=0,04	-0,657 p=0,23	x

* Mediana
Źródło: Opracowanie własne.

Analizując współzależności pomiędzy poszczególnym zmiennymi, należy zwrócić uwagę na umiarkowaną dodatnią korelację pomiędzy zmianą stóp procentowych a wielkością poziomu zadłużenia, co oznacza, że polskie spółki publiczne były bardziej zadłużone w okresach, kiedy oprocentowanie kredytów było wyższe. Rada Polityki Pieniężnej podnosiła stopy w momencie wysokiego poziomu wzrostu gospodarczego, kiedy przedsiębiorstwa generowały największe zapotrzebowanie na kapitał obrotowy. Trudno wskazywać

na brak racjonalności w podejmowaniu decyzji dotyczących struktury kapitału po stronie przedsiębiorstw, raczej przyczyn tego zjawiska należy doszukiwać się w poziomie dostępności poszczególnych źródeł finansowania i ich kosztów. W przypadku dodatkowej emisji akcji przedsiębiorstwa musiały bowiem uwzględnić efekt rozwodnienia akcji i potencjalnej utraty kontroli nad spółką, który był dużo wyższy przy niskim poziomie wyceny rynkowej spółek.

Zakończenie

Lata 2008−2012 były okresem dużych wahań koniunktury gospodarczej oraz czasem istotnych zmian zachodzących na rynku kapitałowym. Z jednej strony mieliśmy do czynienia z szybkim powrotem aktywnej roli rynku akcji po kryzysie finansowym w roku 2008 i wypełnieniem luki w postaci ograniczonego dostępu do finansowania bankowego. Z drugiej strony można było obserwować powstanie platformy Catalyst, która stanowi odpowiedź na zainteresowanie inwestorów finansowych zakupem obligacji korporacyjnych oraz zaspokaja potrzeby przedsiębiorstw w zakresie możliwości pozyskania środków na działalność bieżącą i rozwój.

Badania wykazały, że polskie niefinansowe spółki publiczne wymagały w latach 2008−2012 ciągłego zewnętrznego finansowania działalności na poziomie operacyjnym. Wielkość zapotrzebowania na kapitał obrotowy była uzależniona od dynamiki zmian przychodów ze sprzedaży. Wyniki badań potwierdzają, że decyzje odnośnie struktury źródeł finansowania działalności były determinowane dostępnością poszczególnych źródeł kapitału. Kryzys finansowy, wpływający na zmniejszenie dostępności kredytów bankowych, spowodował, że przedsiębiorstwa chętniej korzystały z emisji akcji jako źródła kapitału. Sprzyjał temu oczywiście dynamiczny rozwój rynku akcji i wysoki poziom wycen rynkowych spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2009−2010. Z drugiej strony pogorszenie sytuacji na rynku akcji oraz większa skłonność banków do udzielania kredytów, połączona z rozwojem rynku obligacji korporacyjnych, dały efekt w postaci wzrostu poziomu zadłużenia oprocentowanego w strukturze kapitału badanych podmiotów. Zachowanie i decyzje finansowe polskich spółek publicznych w zakresie kształtowania struktury kapitału były więc zgodne z założeniami teorii *market timing*.

Implikacją tego opracowania będą dalsze badania nad określeniem siły oddziaływania poszczególnych zmiennych na strukturę kapitału. Ze względu na objętość tekstu nie ma możliwości poszerzenia ich opisu oraz analiz w tym miejscu.

Bibliografia

Baker M., Wurgler J., *Market Timing and Capital Structure*, "Journal of Finance" 2002, Vol. LVII, No. 1.

Barowicz M., *Determinanty struktury kapitałowej przedsiębiorstwa. Podejście empiryczne*, edu-Libri, Kraków – Legionowo 2014.

Baxter N., *Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital*, "Journal of Finance" 1967, Vol. 22, No. 3.

Chojnacka E., *Struktura kapitału spółek akcyjnych w Polsce w świetle teorii hierarchii źródeł finansowania*, CeDeWu.pl, Warszawa 2012.

DeAngelo H., Masulis R.W., *Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation*, "Journal of Financial Economics" 1980, No. 8.

Donaldson G., *Corporate Debt Capacity: a Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*, Boston: Graduate School of Business Administration, Harvard University, Washington 1961.

Duliniec A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 2000.

Frank M.Z., Goyal V.K., *Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important*, "Financial Management" 2009, Vol. 38.

Gajdka J., *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Uniwersytet Łódzki, Łódź 2002.

Hajduk A., *Uwarunkowania struktury kapitałowej a polska praktyka gospodarcza*, [w:] J. Ostaszewski (red.), *Finanse przedsiębiorstwa*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2005.

Hamrol M., Sieczko J., *Czynniki kształtujące strukturę kapitału polskich spółek giełdowych*, „Współczesne Problemy Analizy Ekonomicznej. Prace i Materiały Wydziału Zarzadzania Uniwersytetu Gdańskiego" 2006, nr 1.

Jensen M.C., Meckling W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, "Journal of Financial Economics" 1976, No. 3 (4).

Koksal B., Orman C., Oduncu A., *Determinants of Capital Structure: Evidence from a Major Emerging Market Economy*, 2013, working paper, SSRN, http://ssrn.com/abstract=2212648.

Kubiak J., *Wykorzystanie rachunku przepływów pieniężnych do analizy struktury kapitału*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Zarządzanie finansami. Upowszechnianie i transfer wyników badań*, „Zeszyty Naukowe nr 689 (US) Uniwersytetu Szczecińskiego", Szczecin 2012.

Kubiak J., *Zjawisko asymetrii informacji a struktura kapitału przedsiębiorstw w Polsce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2013.

Kuhnhausen F., Stieber H.W., *Determinants of Capital Structure in Non-Financial Companies*, "Munich Discussion Paper" 2014, No. 38 (http://epub.ub.uni-muenchen.de/21167).

Mazur K., *The Determinants of Capital Structure Choice: Evidence from Polish Companies*, "International Atlantic Economic Society" 2007, No. 13.

Miller M.H., *Debt and Taxes*, "The Journal of Finance" 1977, Vol. 32, No. 2.

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

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

Myers S.C., *The Capital Structure Puzzle*, "Journal of Finance" 1984, Vol. 39, No. 3.

Prędkiewicz K., Prędkiewicz P., *Wybrane determinanty struktury kapitału mikro, małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego" nr 802, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia" nr 65 (2014).

Pułaska-Turyna B., *Statystyka dla ekonomistów*, Difin, Warszawa 2011.

Rajan R.G., Zingales L., *What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data*, "Journal of Finance" 1995, Vol. 50, No. 5.

Szudejko M., *Analiza zależności pomiędzy branżą a strukturą kapitału przedsiębiorstwa na podstawie wyników finansowych polskich spółek giełdowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego" nr 766, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia" nr 62 (2013).
Titman S., Wessels R., *The Determinants of Capital Structure Choice*, "Journal of Finance" 1988, Vol. 43, No. 1.
Wilczyński R., *Pomiar efektywności a cele przedsiębiorstw*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego" nr 803, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia" nr 66 (2014).

Summary

Impact of Macroeconomic Factors on Capital Structure of Polish Public Companies in 2008−2012

Different theories of capital structure indicate an important role of macroeconomic factors in structuring financing sources of enterprises. The study on a group of non-financial public companies listed on the Warsaw Stock Exchange in Warsaw in 2008−2012 showed that the companies, in question, generated ongoing demand for working capital, and the size of this capital demand was strictly related to the economic situation in a given period. The findings of this study allow to identify the relationship between the situation on the capital market and the way of shaping the capital structure by companies. Consequently, it has been proven that the decisions of Polish public companies on the structure of financing sources were determined by changes in the business environment.

Keywords: public companies, capital, capital market, working capital, operating activity, debt, financial leverage, indicator, structure, economic growth, financial crisis

Rozdział

6

Michał Michorowski

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Rentowność przedsiębiorstw sprzedaży energii elektrycznej w kontekście liberalizacji detalicznego rynku energii elektrycznej w Polsce

Streszczenie

Trwający wciąż proces liberalizacji zasad obrotu energią elektryczną w Polsce wzmocnił tylko konkurencję w sektorze i uprawnił podmioty gospodarcze (przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe) do zwiększonej aktywności na rynku detalicznym poprzez choćby swobodny wybór przedsiębiorstwa energetycznego prowadzącego obrót energią elektryczną. Rozpoczęta tym samym „walka o klienta" nie pozostaje bez znaczenia w kontekście wyników finansowych i rentowności działania sprzedawców energii elektrycznej. Celem opracowania jest wnikliwa analiza finansowa wielkości sprzedaży (i jej rentowność) wiodących przedsiębiorstw energetycznych prowadzących obrót energią elektryczną na detalicznym rynku w Polsce. Punktem wyjścia jest założenie, że liberalizacja rynku negatywnie wpływa na wyniki finansowe sprzedawców energii skoncentrowanych w dużych grupach kapitałowych. Do analizy danych wykorzystano metody analizy strukturalnej i porównawczej w czasie, a do oceny sytuacji finansowej spółek posłużyły stosowane w badaniach przedsiębiorstw wskaźniki (w szczególności wskaźniki rentowności).

Słowa kluczowe: energetyka, finanse przedsiębiorstw, rentowność, rynek energii elektrycznej, liberalizacja rynku, zasada TPA, sprzedaż detaliczna, odbiorca końcowy, zużycie energii elektrycznej, ceny energii i taryfy

Wstęp

Powstanie rynku energii elektrycznej i uruchomienie mechanizmów rynkowych wpłynęło na całkowite odejście od koncepcji społecznego paradygmatu energii, która traktowała energię elektryczną jako „dobro publiczne lub półpubliczne, dostępne dla wszystkich i wszędzie po godziwych cenach"[1].

[1] Z. Łucki, W. Misiak, *Energetyka a społeczeństwo. Aspekty socjologiczne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010.

Energia elektryczna stała się – jak każdy inny towar – dobrem będącym przedmiotem swobodnej wymiany pomiędzy jej wytwórcami i odbiorcami.

Ponadto trwający wciąż proces liberalizacji zasad obrotu energią elektryczną w Polsce wzmocnił tylko konkurencję w sektorze i uprawnił podmioty gospodarcze do zwiększonej aktywności na rynku detalicznym poprzez choćby swobodny wybór przedsiębiorstwa energetycznego prowadzącego obrót energią elektryczną. Rozpoczęta tym samym „walka o klienta" nie pozostaje bez znaczenia w kontekście wyników finansowych i rentowności działania sprzedawców energii elektrycznej.

Celem opracowania jest identyfikacja wpływu liberalizacji rynku energii elektrycznej na efektywność działania wiodących przedsiębiorstw energetycznych prowadzących obrót energią elektryczną na detalicznym rynku w Polsce. Punktem wyjścia jest hipoteza, że liberalizacja rynku negatywnie wpływa na wyniki finansowe sprzedawców energii skoncentrowanych w grupach kapitałowych. Do jej zbadania posłużyła wnikliwa analiza finansowa przychodów ze sprzedaży generowanych przez te przedsiębiorstwa w segmencie detalicznym.

1. Liberalizacja rynku energii elektrycznej w Polsce

Za punkt wyjścia do badań należy uznać zmiany instytucjonalno-prawne, które zaszły na rynku energii elektrycznej w ostatnich latach. Powstanie rynku energii elektrycznej datuje się na koniec lat 80. XX wieku, a za pioniera radykalnych zmian uważana jest Wielka Brytania, która uchwalając *Electricy Act* [2], usankcjonowała m.in. prywatyzację sektora elektroenergetycznego oraz wprowadziła konkurencję w procesy wytwarzania i dostawy energii elektrycznej do odbiorców. Zmniejszenie zaangażowania państwa otworzyło tym samym drogę do zwiększenia efektywności działających w tej branży przedsiębiorstw. Ocenia się, że efektywność (mierzona wskaźnikiem wartości bieżącej netto – ang. NPV) reformy z udziałem 12 regionalnych dystrybutorów energii elektrycznej w Wielkiej Brytanii na początku XXI wieku wyniosła 9% (względem wartości obrotów sektora z 1995 roku)[3].

Badania nad wpływem liberalizacji rynku energii elektrycznej prowadzone były z powodzeniem również w innych krajach, które w późniejszym okresie implementowały zmiany. Pozytywny skutek tego procesu i wzrost efektywności rynku dostrzegalny był zarówno w krajach OECD[4] (m.in. Stanach

[2] *Electricity Act 1989*, c. 29, 1989.

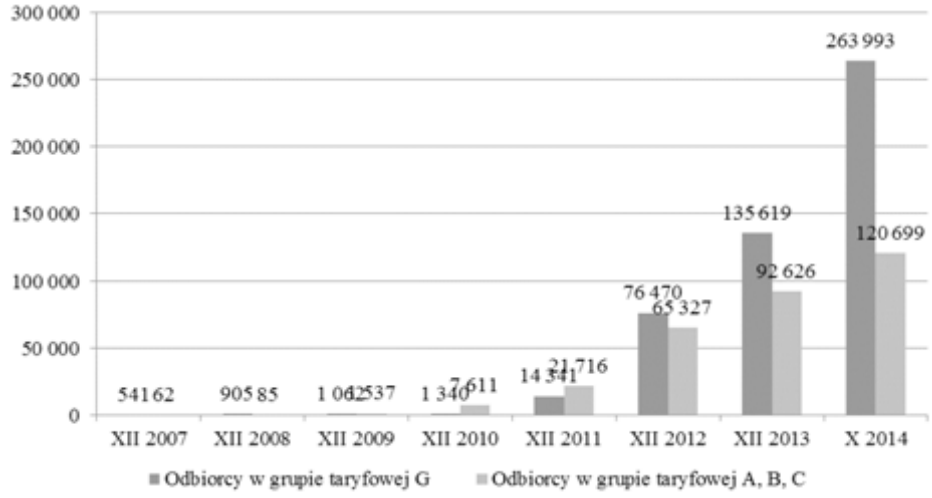
[3] M.G. Pollitt, *The Role of Policy in Energy Transitions: Lessons from the Energy Liberalisation Era*, "Energy Policy" 2012, No. 50, s. 133.

[4] F. Steiner, *Regulation, Industry Structure and Performance in the Electricity Supply Industry*, "OECD Economic Studies" 2001, No. 32 (1), s. 144−177; T. Hattori, M. Tsutsui, *Eco-*

Zjednoczonych, Japonii i krajach UE), jak i w Argentynie, Peru, na Filipinach, w Brazylii i Kolumbii[5].

Natomiast w Polsce za moment rozpoczęcia transformacji rynku energii elektrycznej uznaje się wejście w życie ustawy z dnia 10 kwietnia 1997 roku – Prawo energetyczne. Wśród kluczowych elementów dokonanych przemian należy wskazać implementację zasady oddzielenia działalności przesyłu i dystrybucji energii elektrycznej od jej wytwarzania i sprzedaży (ang. *unbundling*) oraz zasady TPA (ang. *third party access*) umożliwiającej od 2007 roku odbiorcom końcowym swobodny wybór sprzedawcy energii elektrycznej.

Jednak do końca października 2014 roku z takiej zmiany skorzystało jedynie ok. 384 tys. (2,3%) z ok. 16,7 mln odbiorców indywidualnych, tj. ok. 263 tys. w grupie taryfowej G, dedykowanej gospodarstwom domowym (z 14,9 mln), i ok. 120 tys. – z grup A, B i C dla prowadzących działalność gospodarczą[6] (z 1,8 mln).



Wykres 1. Liczba odbiorców indywidualnych w Polsce, którzy zmienili sprzedawcę energii elektrycznej w okresie 2007 – październik 2014 roku

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Informacje dotyczące zmiany sprzedawcy w wybranych miesiącach za okres od XII 2010 r. do X 2014 r.*, Urząd Regulacji Energetyki, Warszawa 2014.

---

nomic Impact of Regulatory Reforms in the Electricity Supply Industry: a Panel Data Analysis for OECD Countries, "Energy Policy" 2004, No. 32 (6), s. 823−832.

[5] T. Jamasb, R. Mota, D. Newbery, M. Pollitt, *Electricity Sector Reform in Developing Countries: a Survey of Empirical Evidence on Determinants and Performance*, "Cambridge Working Papers in Economics" 2004, No. 0439, s. 1−47.

[6] Grupy zależne od poziomu napięcia zasilania: A – dla napięcia wysokiego, B – średniego, C – niskiego.

2. Sytuacja w podsektorze obrotu energią elektryczną w Polsce

Proces liberalizacji rynku energii elektrycznej nie oddziałuje jedynie na zachowania odbiorców końcowych, ale również − lub przede wszystkim − na sprzedawców energii elektrycznej. Należy pamiętać, że relacje między tymi podmiotami z natury rzeczy wynikają z rozbieżnych interesów, bowiem głównym celem funkcjonowania przedsiębiorstw obrotu jest przecież osiąganie zysku przez maksymalizację wolumenu sprzedaży i różnic pomiędzy cenami zbytu i nabycia energii elektrycznej[7].

Obecnie w bazie przedsiębiorstw posiadających koncesję na obrót energią elektryczną widnieje 406 podmiotów[8]. Jednak aktywnie działających jest około kilkadziesiąt, wśród których należy wyróżnić:

– przedsiębiorstwa obrotu działające w ramach grup energetycznych (Enea, Energa, Polska Grupa Energetyczna − PGE, TAURON), które powstały w wyniku procesu konsolidacji dawnych spółek dystrybucyjnych,
– przedsiębiorstwa energetyki przemysłowej,
– inne niezależne przedsiębiorstwa obrotu energią elektryczną.

Tabela 1. Wyniki finansowe w podsektorze obrotu energią elektryczną w Polsce w latach 2008–2013 (w mln zł)

Wyszczególnienie	Dawne spółki dystrybucyjne						Pozostałe	
	2008	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2012**	**2013**
Przychody ze sprzedaży	38 247	45 020	44 704	44 384	45 265	42 409	38 803	39 583
w tym ze sprzedaży odbiorcom końcowym	-	-	-	41 665	42 804	39 524	3 697	4 763
Koszty uzyskania przychodów	37 588	43 861	43 844	43 750	44 044	40 870	38 517	38 664
Zysk/strata na sprzedaży	659	1 159	860	634	1 221	1 540	287	919
Rentowność sprzedaży (w %)	1,72	2,57	1,92	1,43	2,70	3,63	0,74	2,32
Wynik na działalności energetycznej	653	1 245	1 028	1 242	1 267	2 473	284	947

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Sytuacja w elektroenergetyce – biuletyn kwartalny (IV kw. 2008, 2010, 2013)*, ARE SA, Warszawa 2009−2014.

[7] W. Mielczarski, *Rynek energii elektrycznej. Wybrane aspekty techniczne i ekonomiczne*, Agencja Rynku Energii SA, Warszawa 2000.

[8] *Baza przedsiębiorstw posiadających koncesje*, „Biuletyn Informacji Publicznej Urzędu Regulacji Energetyki" (stan na 17 listopada 2014 roku).

Przychody ze sprzedaży energii elektrycznej odbiorcom końcowym (tabela 1) stanowią zdecydowaną większość przychodów ogółem dawnych spółek dystrybucyjnych – w latach 2011−2013 poziom ten wynosił średnio 93%. Natomiast wśród pozostałych przedsiębiorstw obrotu sprzedaż ta stanowiła jedynie ok. 10% przychodów ogółem. Wynika to głównie z faktu, że sprzedaż energii elektrycznej odbywa się pomiędzy samymi przedsiębiorstwami obrotu, jak również duża część energii kierowana jest wprost do przedsiębiorstw sieciowych[9]. Rentowność sprzedaży dla całego podsektora obrotu wykazuje w ostatnich latach tendencję rosnącą (do poziomu ok. 3%) – dynamika zmian przychodów ze sprzedaży jest nieznacznie wyższa od stopy wzrostu kosztów.

Tabela 2. Sprzedaż energii elektrycznej odbiorcom końcowym w Polsce przez dawne spółki dystrybucyjne w latach 2008–2013 (w GWh)

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Wielkość sprzedaży, w tym:	112 683	105 967	108 954	106 466	108 012	102 922
odbiorcom umów kompleksowych	112 683	93 674	86 802	78 591	72 005	67 345
odbiorcom umów TPA, w tym grup taryfowych:	-	12 293	22 152	27 875	36 007	35 577
A	-	10 013	12 965	12 267	14 337	11 482
B	-	1 994	7 328	12 212	15 989	16 737
C	-	286	1 858	3 386	5 661	7 256
G	-			10	20	102

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Sytuacja w elektroenergetyce – biuletyn kwartalny (IV kw. 2008, 2010, 2013)*, ARE SA, Warszawa 2009−2014.

Wynikające z procesu liberalizacji zmiany na polskim rynku energii elektrycznej znajdują potwierdzenie w danych dotyczących wielkości sprzedaży energii elektrycznej odbiorcom końcowym w Polsce w latach 2008–2013 (tabele 2 i 3). Dostrzega się wyraźną tendencję odejścia klientów od umów kompleksowych i poszukiwania korzystniejszych warunków dostaw energii elektrycznej w ramach umów TPA. Wielkość sprzedaży energii (w GWh) odbiorcom umów kompleksowych przez dawne spółki dystrybucyjne spadła o ponad 40%, podczas gdy do odbiorców umów TPA sprzedaż ta wzrosła prawie trzykrotnie (w dawnych spółkach dystrybucyjnych, względem 2009

[9] S. Godecki, A. Panek, *Struktura przedsiębiorstw obrotu oraz jej wpływ na zachowania przedsiębiorstw i ich oferty dla odbiorców*, „Biuletyn Urzędu Regulacji Energetyki" 2006, nr 4.

roku) i ponad pięciokrotnie (w pozostałych przedsiębiorstwach, wobec 2008 roku). Głównymi odbiorcami umów TPA pozostają nadal odbiorcy wysokiego (A) i średniego napięcia (B). Ich udział oscyluje na poziomie ok. 80%, jednak zmiany w sektorze gospodarstw domowych (G) są najbardziej dynamiczne. Na koniec grudnia 2013 roku zmiany sprzedawcy dokonało ponad 135 tys. gospodarstw, o 77% więcej niż w roku poprzednim.

Tabela 3. Sprzedaż energii elektrycznej odbiorcom końcowym w Polsce przez pozostałe przedsiębiorstwa obrotu w latach 2008–2013 (w GWh)

Wyszczególnienie	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**
Wielkość sprzedaży, w tym:	2 852	3 936	6 775	10 390	11 480	15 200
odbiorcom umów kompleksowych	-	-	-	-	-	-
odbiorcom umów TPA, w tym grup taryfowych:	2 852	3 936	6 775	10 390	11 480	15 200
A	2 412	2 735	2 516	6 105	7 305	7 882
B	427	1 022	3 724	3 672	3 121	4 836
C	13	179	534	613	1 015	2 207
G				1	39	276

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Sytuacja w elektroenergetyce – biuletyn kwartalny (IV kw. 2008, 2010, 2013)*, ARE SA, Warszawa 2009−2014.

Badając strukturę sprzedaży energii elektrycznej odbiorcom umów TPA, należy zauważyć, że dla 70% z nich energię w 2013 roku dostarczyły dawne spółki dystrybucyjne, jednak ten udział był o 5 pkt. proc. niższy niż w 2012 roku. Dynamiczny rozwój oferty konkurencyjnej pozostałych spółek obrotu pozwala na systematyczny wzrost ich udziału w poszczególnych grupach odbiorców. W szczególności widoczne jest to wśród gospodarstw domowych, gdzie prawie 3/4 sprzedanej energii elektrycznej pochodziło właśnie od nich (w 2012 roku było to ok. 2/3).

3. Sytuacja finansowa przedsiębiorstw obrotu energią elektryczną, działających w skonsolidowanych grupach kapitałowych

Największy udział w rynku sprzedaży energii elektrycznej do odbiorców końcowych w Polsce przypada grupie kapitałowej Tauron, która w 2013 roku

sprzedała ponad 41 TWh energii, w tym 26,3 TWh trafiło do odbiorców grup taryfowych A, B, C, a ok. 10 TWh – do G. Porównywalne parametry sprzedażowe osiągnęła grupa kapitałowa PGE, której udział w rynku określa się na ok. 30%.

Tabela 4. Działalność poszczególnych grup energetycznych w obszarze sprzedaży energii elektrycznej[10]

Nazwa grupy kapitałowej	**Nazwa i przedmiot działalności segmentu operacyjnego**	**Szacunkowy udział w rynku sprzedaży do odbiorców końcowych w 2013 roku (%)**
Enea	Obrót – zakup i sprzedaż energii elektrycznej	11
Energa	Sprzedaż – handel energią elektryczną, obsługa klienta, usługi oświetlenia	15
PGE	Sprzedaż detaliczna – sprzedaż energii elektrycznej oraz świadczenie usług odbiorcom końcowym	30
TAURON	Sprzedaż – handel hurtowy energią elektryczną, obrót uprawnieniami do emisji i świadectwami pochodzenia, sprzedaż energii elektrycznej do krajowych odbiorców końcowych lub podmiotów dokonujących dalszej odsprzedaży energii elektrycznej	33

Źródło: Opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych publikowanych przez grupy kapitałowe za lata 2009–2013.

W badanym okresie przychody ze sprzedaży energii elektrycznej poszczególnych grup energetycznych (z wyjątkiem Enei) uległy znacznemu wzrostowi. Dopiero w 2013 roku stopa zmian wyraźnie zahamowała (oprócz PGE). Tąpnięcie to, które nie było dostrzegalne we wcześniejszych okresach, było wyrazem niewielkiego spadku cen energii (dla całego rynku), ale też – lub przede wszystkim – wolumenu obrotu. Mniejsze zapotrzebowanie na energię zgłaszali w szczególności odbiorcy w grupach taryfowych A i B oraz G. Spadek popytu na usługi grup kapitałowych to także efekt bardziej wzmożonej aktywności niezależnych, konkurencyjnych spółek obrotu[11]. Pod wpływem nasilonej akcji informacyjno-marketingowej i praktyk handlowych (nie zawsze

[10] Organizacja i zarządzanie segmentem obrotu energią elektryczną w badanych grupach kapitałowych istotnie różnią się między sobą, stąd dla możliwości lepszej porównywalności danych finansowych w opracowaniu bazuję na ich zmianach w ujęciu względnym.

[11] Dla przykładu w 2013 roku niezależne przedsiębiorstwo obrotu DUON S.A. sprzedało swoim odbiorcom (w liczbie ok. 18,7 tys.) ok. 273 GWh energii elektrycznej (wzrost o 66% r/r), zwiększając przy tym swoje przychody o ok. 73% (do poziomu 69 mln zł).

do końca uczciwych[12]) z ich strony coraz większa rzesza odbiorców indywidualnych dokonywała i nadal dokonuje swobodnej zmiany sprzedawcy energii (wykorzystując umowy TPA).

Tabela 5. Stopa zmian danych finansowych grup kapitałowych z działalności sprzedażowej w latach 2009–2013

Dane finansowe	Podmiot	Wskaźnik r/r				Wskaźnik 2013/2009
		2010	2011	2012	2013	
Wartość sprzedaży na rzecz klientów zewnętrznych	TAU	6,98	8,29	27,32	-10,12	32,58
	PGE	0,66	5,98	1,94	2,84	11,84
	ENR	-	19,22	7,12	0,96	28,94*
	ENE	-10,43	-4,66	5,79	-17,61	-25,57
EBIT	TAU	-70,80	198,99	71,55	91,23	186,44
	PGE	-48,58	-44,86	93,95	27,85	-29,70
	ENR	-	-33,77	49,49	-14,81	-15,66*
	ENE	-11,12	-25,47	41,23	13,81	6,48
EBITDA	TAU	-73,10	220,00	66,26	94,88	178,91
	PGE	-47,25	-42,68	85,95	26,44	-28,91
	ENR	-	-30,98	57,89	-21,89	-14,88*
	ENE	-10,99	-25,35	40,87	13,83	6,53
Aktywa segmentu	TAU	40,71	-3,09	41,34	-17,56	58,89
	PGE	9,08	18,17	10,15	-2,91	37,85
	ENR	-	-	-	4,84	-
	ENE	-11,94	15,91	20,35	-2,82	19,38

TAU – TAURON
PGE – Polska Grupa Energetyczna
ENR – Energa
ENE – Enea
* bazą zmian jest rok 2010

Źródło: Opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych publikowanych przez grupy kapitałowe za lata 2009–2013.

Tendencje te nie zahamowały jednak wzrostu (od 2011 roku) wartości wskaźników rentowności EBIT i EBITDA (tabele 5 i 6) z działalności sprze-

[12] A. Przybysz, *Przyszli „panowie z elektrowni", dali niższe ceny. Uważaj, co podpisujesz*, http://wyborcza.biz/biznes/1,100896,16503572,Przyszli__panowie_z_elektrowni___dali_nizsze_ceny_.html (data dostępu: 20.08.2014).

dażowej. Zdecydowały o tym głównie spadek kosztów nabycia energii (niższy był poziom kosztów zmiennych związanych np. z handlem certyfikatami energetycznymi) oraz wzrost ilości sprzedanej energii na rynku hurtowym, co częściowo zrekompensowało spadek zapotrzebowania na rynku detalicznym. Wpływ na tę sytuację miały również systematycznie ponoszone nakłady inwestycyjne na rozwój infrastruktury informatycznej, które przyczyniły się do poprawy rentowności posiadanych aktywów.

Tabela 6. Wskaźniki finansowe grup kapitałowych z działalności sprzedażowej w latach 2009–2013

Wyszczególnienie	Podmiot	2009	2010	2011	2012	2013
Rentowność EBIT	TAU	2,85	0,78	2,15	2,90	6,16
	PGE	3,48	1,78	0,93	1,76	2,19
	ENR	-	4,90	2,72	3,80	3,20
	ENE	5,24	5,20	4,07	5,43	7,50
Rentowność EBITDA	TAU	2,81	0,71	2,09	2,73	5,92
	PGE	3,54	1,86	1,00	1,83	2,25
	ENR	-	4,74	2,75	4,05	3,13
	ENE	5,25	5,22	4,09	5,44	7,52
Rentowność aktywów segmentu	TAU	15,41	3,20	9,87	11,98	27,79
	PGE	26,55	12,52	5,84	10,28	13,54
	ENR	-	-	-	10,40	8,45
	ENE	42,96	43,36	27,88	32,72	38,32

Źródło: Opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych publikowanych przez grupy kapitałowe za lata 2009–2013.

W dłuższej perspektywie wydaje się jednak, że aby utrzymać ten trend, kluczowym celem przedsiębiorstw obrotu powinna być maksymalizacja marży ze sprzedaży energii na rynku detalicznym (poprzez odpowiednie kształtowanie ofert, również tych powiązanych, i stawek taryfowych dla poszczególnych grup odbiorców indywidualnych[13]). Istotny będzie także dalszy proces optymalizacji kosztów własnych funkcjonowania[14].

[13] Z wyłączeniem taryf dla odbiorców G, dla których wciąż wymagane jest zatwierdzenie przez Prezesa URE.

[14] Na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych grup kapitałowych za lata 2009–2013.

Zakończenie

Postępujący proces liberalizacji detalicznego rynku energii elektrycznej w Polsce nie oddziałuje negatywnie na efektywność obecnych działań (mierzonych wskaźnikami rentowności) przedsiębiorstw obrotu skupionych w grupach kapitałowych, choć w coraz większym stopniu wpływa na ich operacyjne decyzje. Z jednej strony pobudził je do konkurowania w obszarze produktowym (np. poprzez łączenie ofert sprzedaży energii elektrycznej z innymi mediami) i promocji (np. poprzez kampanie marketingowe), z drugiej zaś zachęcił do bardziej efektywnego zarządzania kosztami (np. optymalizując nakłady związane z obsługą klienta).

Działania te i wciąż duża lojalność odbiorców do tzw. sprzedawców z urzędu[15] pozwalają większości z grup kapitałowych nadal generować wysokie wpływy ze sprzedaży energii elektrycznej i poprawiać wskaźniki rentowności z tego segmentu działalności. Podobnie jak ma to miejsce w Wielkiej Brytanii – przedsiębiorstwa tzw. Wielkiej Szóstki[16] (ang. *Big Six*) w ostatnich latach zwiększają swoje zyski średnio o ok. 5% rocznie[17], mimo że popularność „małych" sprzedawców energii znacząco rośnie. W ciągu ostatnich 12 miesięcy (2014) z zasady TPA skorzystało 3,3 mln brytyjskich odbiorców, z czego aż 40% wybrało ofertę niezależnych dostawców (spoza tzw. Wielkiej Szóstki), podczas gdy w 2013 roku udział ten wynosił jedynie ok. 19%[18].

Należy jednak pamiętać, że wprowadzenie na rynek i upowszechnienie zasady TPA to także szansa dla pozostałych, mniejszych, niezależnych przedsiębiorstw obrotu energią elektryczną, które przez coraz lepiej rozwiniętą sieć sprzedaży oferują swoim klientom zarówno standardowe, jak i zindywidualizowane produkty, mocno konkurencyjne. Pozyskując i obsługując nowych odbiorców, tym samym odbierają ich spółkom obrotu działającym w ramach skonsolidowanych grup energetycznych, w których przyrost klientów jest praktycznie marginalny – co zmusza je do bardziej efektywnego zarządzania relacjami z odbiorcami.

Bibliografia

Baza przedsiębiorstw posiadających koncesje, „Biuletyn Informacji Publicznej Urzędu Regulacji Energetyki" (stan na 17 listopada 2014 roku).

[15] Sprzedawca z urzędu świadczy usługi kompleksowe odbiorcom, którzy nie korzystają z umów TPA.

[16] Przedsiębiorstwa energetyczne: British Gas, E.ON, SSE, EDF Energy, Scottish Power, RWE Npower kontrolują ok. 92% brytyjskiego rynku energii.

[17] G. Carpenter, *The UK energy market: economics gone wrong*, "New Economics Foundation" 2013.

[18] Polska Agencja Prasowa, *W. Brytania: 3,3 mln klientów zmieniło dostawcę energii w ostatnim roku* (12.12.2014).

Carpenter G., *The UK energy market: economics gone wrong*, "New Economics Foundation" 2013.
Electricity Act 1989, c. 29, 1989.
Godecki S., Panek A., *Struktura przedsiębiorstw obrotu oraz jej wpływ na zachowania przedsiębiorstw i ich oferty dla odbiorców*, „Biuletyn Urzędu Regulacji Energetyki" 2006, nr 4.
Hattori T., Tsutsui M., *Economic Impact of Regulatory Reforms in the Electricity Supply Industry: a Panel Data Analysis for OECD Countries*, "Energy Policy" 2004, No. 32 (6).
Informacje dotyczące zmiany sprzedawcy w wybranych miesiącach za okres od XII 2010 r. do X 2014 r., Urząd Regulacji Energetyki, Warszawa 2014.
Jamasb T., Mota R., Newbery D., Pollitt M., *Electricity Sector Reform in Developing Countries: a Survey of Empirical Evidence on Determinants and Performance*, "Cambridge Working Papers in Economics" 2004, No. 0439.
Łucki Z., Misiak W., *Energetyka a społeczeństwo. Aspekty socjologiczne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010.
Mielczarski W., *Rynek energii elektrycznej. Wybrane aspekty techniczne i ekonomiczne*, Agencja Rynku Energii SA, Warszawa 2000.
Pollitt M.G., *The Role of Policy in Energy Transitions: Lessons from the Energy Liberalisation Era*, "Energy Policy" 2012, No. 50.
Polska Agencja Prasowa, *W. Brytania: 3,3 mln klientów zmieniło dostawcę energii w ostatnim roku*, (12.12.2014).
Prospekt emisyjny ENERGA SA z siedzibą w Gdańsku, ENERGA S.A., 2013.
Przybysz A., *Przyszli „panowie z elektrowni", dali niższe ceny. Uważaj, co podpisujesz*, http://wyborcza.biz/biznes/1,100896,16503572,Przyszli__panowie_z_elektrowni___dali_nizsze_ceny_.html (data dostępu: 20.08.2014).
Raport roczny 2012, Grupa DUON S.A., 2013.
Skonsolidowane sprawozdanie finansowe Grupy Kapitałowej ENEA za rok obrotowy kończący się 31 grudnia 2010, 2012, 2013 r., ENEA S.A.
Skonsolidowane sprawozdanie finansowe za okres od 1 stycznia 2013 roku do 31 grudnia 2013 roku, Grupa DUON S.A.
Skonsolidowane sprawozdanie finansowe zgodne z Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej zatwierdzonymi przez Unię Europejską za rok zakończony dnia 31 grudnia 2012, 2013 roku, Grupa Kapitałowa ENERGA S.A.
Skonsolidowane sprawozdanie finansowe zgodne z MSSF za rok zakończony dnia 31 grudnia 2010, 2012, 2013 roku, Grupa Kapitałowa PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.
Skonsolidowany raport roczny Grupy Kapitałowej Tauron Polska Energia S.A. za 2010, 2012, 2013 rok, Tauron Polska Energia S.A.
Steiner F., *Regulation, Industry Structure and Performance in the Electricity Supply Industry*, "OECD Economic Studies" 2001, No. 32 (1).
Sytuacja w elektroenergetyce – biuletyn kwartalny (IV kw. 2008, 2010, 2013), ARE SA, Warszawa 2009−2014.
Ustawa z dnia 10 kwietnia 1997 roku − Prawo energetyczne, Dz.U., nr 54, poz. 348 ze zm.

Summary

Profitability of Electrical Energy Sellers in the Context of the Retail Market Liberalization in Poland

The idea of the free market for electricity is a move away from the concept of social paradigm. Electrical energy became a commodity which can be freely traded between the seller and the buyer. Moreover, those changes boosted competition in the sector and allowed all business

entities to become more active on the market – they are able to exercise their right to choose an electricity trader (TPA rule). This opportunity may also affect the financial results of the sellers consolidated in a holding group. Currently, the ongoing process of liberalization of the retail electricity market in Poland has not a negative effect on their financial results, although it has an increasing impact on their operating decisions.

Keywords: energy production, corporate finance, profitability, market of electrical energy, market liberalization, TPA rule, retail sale, end user, consumption of electrical energy, energy price and tariffs

Rozdział

7

Mateusz Krzysztoń

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

Wpływ popytu na akcje na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie i na płynność rynku – analiza spółek z indeksu WIG30

Streszczenie

Celem opracowania jest przedstawienie problematyki płynności akcji, przejawiającej się w momencie wprowadzenia nowej spółki do obrotu giełdowego. W przeprowadzonym badaniu, które zostało zaprezentowane w niniejszej pracy, skupiono się na analizie wartości obrotów poszczególnych branż oraz nowo wprowadzanych spółek do obrotu giełdowego. Badania dowiodły, że wprowadzenie nowej spółki na giełdę może powodować przejściowe zachwianie płynności akcji spółek już notowanych.

Słowa kluczowe: płynność, akcje, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, popyt, podaż, inwestor instytucjonalny, inwestor indywidualny, papiery wartościowe, wartość obrotu, ryzyko

Wstęp

Celem niniejszego opracowania jest identyfikacja problemu zmniejszenia płynności przy wprowadzeniu nowej spółki do obrotu giełdowego, jak również efektu migracji płynności na nowo wprowadzaną spółkę. Jako hipotezę badawczą przyjęto, iż wprowadzenie nowej spółki do obrotu giełdowego spowoduje zmniejszenie płynności na walorach akcji wywodzących się z sektora, do którego zostanie przypisana nowa spółka. W pracy podjęto więc próbę zbadania, w jakim stopniu wprowadzenie nowej spółki na giełdę może powodować zachwianie płynności na akcjach spółek wchodzących w skład danego sektora, w którym docelowo znajdzie się nowo wprowadzona spółka. Autor podejmuje również próbę odpowiedzi na pytanie odnośnie możliwych czynników, które mają na to wpływ. Do przeprowadzenia analizy wykorzystano dane publikowane przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie dla pięciu

spółek, które reprezentują sektory: bankowy, surowcowy, energetyczny, paliwowy oraz chemiczny. Wybrane spółki to: PKO BP, JSW, PGE, PGNiG oraz ZAP. Okres analizy obejmował 30 dni sesyjnych przed i po wprowadzeniu nowej spółki na giełdę. Metoda badawcza, która posłużyła weryfikacji przyjętej hipotezy badawczej polega na porównaniu miar – wolumenu obrotu, liczby transakcji oraz wartości obrotu w ujęciu bezwzględnym. Takie podejście w badaniu było podyktowane homogenicznością wykorzystanych danych. Argumentem przemawiającym za tym, aby porównać dane debiutującej spółki do danych sektorowych jest fakt, iż spółki, będąc w tym samym sektorze, mają podobny profil działalności.

1. Aktywność inwestycyjna inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych jako determinanta płynności rynku akcyjnego

Rynek jest określonym ogółem stosunków zachodzących między podmiotami uczestniczącymi w procesach wymiany. Podmiotami tymi są sprzedawcy (sprzedający) i nabywcy (kupujący), którzy reprezentują i kształtują podaż i popyt oraz wspólne relacje zachodzące między nimi[1]. Rynek, łącząc sprzedających i kupujących, spełnia dwa główne zadania: ustala cenę dóbr i usług oraz dostarcza sygnałów o produkcji i konsumpcji dla producentów i konsumentów[2].

Na świecie istnieją różnego rodzaju rynki, jednakże trzema najważniejszymi są: rynek dóbr i usług, rynek pracy oraz rynek finansowy. Ostatni z wymienionych rynków to ten, na którym dokonuje się transakcji instrumentami finansowymi[3]. Podziału rynku finansowego można dokonać na następujące cztery segmenty: rynek pieniężny, rynek kapitałowy, rynek instrumentów pochodnych oraz rynek walutowy. Przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym są udziałowe i dłużne papiery wartościowe, do których zalicza się akcje i obligacje[4].

Rynek papierów wartościowych, jak każdy inny rynek, rządzi się prawem popytu i podaży. Stronę popytową i podażową reprezentują zarówno inwestorzy instytucjonalni, jak i indywidualni. Towarem, którym handlują inwestorzy są różnego rodzaju instrumenty finansowe, w tym papiery wartościowe, do których zalicza się akcje. Wypadkową działania sił popytu i podaży na rynku akcji jest ich cena, która określa bieżącą sytuację rynkową. Nie jest ona jednak

---

[1] D. Begg, G. Vernasca, S. Fischer, R. Dornbusch, *Mikroekonomia*, PWE, Warszawa 2014, s. 78−79.

[2] P. Samuelson, W. Nordhaus, *Ekonomia*, Dom Wydawniczy REBIS, Poznań 2012, s. 26−28.

[3] W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, PWN, Warszawa 2010, s. 14−21.

[4] K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, PWN, Warszawa 2006, s. 22−23.

jej jedynym wyznacznikiem. Oprócz ceny sytuację rynkową określają również wielkość obrotu (wolumen obrotu), liczba transakcji oraz wartość obrotu. Te trzy wielkości są nierozerwalnie związane z zagadnieniem płynności każdego rynku. Oprócz nich istnieją jednak inne, które także można stosować, analizując płynność rynku. Są to[5]:

– efektywność popytu (podaży) – określona jako iloraz połowy wartości obrotów i liczby zleceń kupna (sprzedaży),

– relacja kupna do sprzedaży – określona jako iloraz liczby zleceń kupna do liczby zleceń sprzedaży danego instrumentu finansowego,

– wskaźnik akcji w wolnym obrocie – określony jako relacja liczby akcji posiadanych przez inwestorów mniejszościowych, posiadających mniej niż 5% akcji, do liczby akcji zarejestrowanych ogółem,

– *spread* – określony jako różnica pomiędzy kursem danego instrumentu w najlepszej ofercie sprzedaży i najlepszej ofercie kupna dla zawartej transakcji. Niska wartość *spread* wskazuje, że zawieranie transakcji na danym instrumencie finansowym jest prostsze, szybsze i tańsze.

Dokonywanie transakcji giełdowych jest związane z ryzykiem. Teoria wyróżnia następujące rodzaje ryzyka finansowego[6]:

– ryzyko kredytowe,
– ryzyko rynkowe,
– ryzyko operacyjne,
– ryzyko płynności,
– ryzyko prawne,
– ryzyko biznesu.
– ryzyko wydarzeń.

Ryzyko płynności może być rozumiane na dwa sposoby – w odniesieniu do podmiotu gospodarczego lub w odniesieniu do transakcji zawieranych na rynku finansowym[7]. W pierwszym przypadku chodzi o możliwość zamiany aktywów, które są w posiadaniu podmiotu gospodarczego, na gotówkę. W drugim przypadku chodzi o możliwość zamknięcia pozycji rynkowej na danym instrumencie finansowym[8]. Uznaje się, że rynek jest płynny, gdy zlecenia kupna-sprzedaży są realizowane bez przeszkód, tzn. w danym czasie ich realizacja nie powoduje nadmiernej zmiany kursu waloru oraz istnieje możliwość dokonania transakcji natychmiast, co oznacza, że w arkuszu zleceń jest dostępna odpowiednia liczba ofert kupna-sprzedaży[9]. Wysoka płynność

[5] www.gpw.pl/plynnosc_obrotu (data dostępu: 14.11.2014).

[6] A. Sopoćko, *Rynkowe instrumenty finansowe*, PWN, Warszawa 2010, s. 162.

[7] W niniejszym opracowaniu ryzyko płynności jest rozumiane w odniesieniu do transakcji zawieranych na rynku finansowym.

[8] K. Jajuga, *Teoretyczne podstawy zarządzania ryzykiem*, [w:] K. Jajuga (red.), *Zarządzanie ryzykiem*, PWN, Warszawa 2009, s. 24−25.

[9] Zakłada się, że różnica (*spread*) między ofertą kupna-sprzedaży jest niewielka.

rynku jest bardzo pożądaną cechą, gdyż inwestorzy będą żądać znacznie mniejszej premii za ryzyko aniżeli w przypadku, gdyby rynek był mało płynny. Mniejsza premia za ryzyko płynności będzie przejawiać się niższymi kosztami transakcyjnymi.

Na płynność akcji ma wpływ szereg czynników, które w skali mikro zależą od samej spółki, zaś w skali makro – od ogólnej koniunktury gospodarczej. Do czynników zależnych od spółki należy zaliczyć[10]:

– sposób zarządzania spółką,
– politykę informacyjną spółki,
– relacje inwestorskie spółki.

Innymi czynnikami mającymi wpływ na płynność akcji są[11]:

– struktura akcjonariatu,
– koniunktura rynkowa,
– sytuacja branży,
– atrakcyjność oraz dostępność innych form lokowania środków finansowych,
– renoma giełdy organizującej handel walorami,
– aspekt behawioralny, np. moda przejawiająca się w chęci posiadania danych akcji,
– struktura strony popytowej i podażowej.

Podział czynników determinujących płynność akcji można również rozpatrywać w odniesieniu do pierwotnego rynku akcji oraz wtórnego rynku akcji. W pierwszym przypadku mamy do czynienia z takimi czynnikami, jak[12]:

– odpowiednia liczba akcji w wolnym obrocie, tj. *free float*,
– odpowiednia kapitalizacja spółki,
– aktywność rynkowa spółki przejawiająca się poprzez działania służące jej promocji pośród inwestorów[13].

W drugim przypadku chodzi o:

– wykorzystanie instytucji animatora obrotu, co wpływa na odpowiednią płynność akcji,
– promocję i rozwój giełdy jako miejsca obrotu walorami emitenta.

Identyfikacja czynników determinujących płynność oraz ocena siły ich oddziaływania jest konieczna do prawidłowego określenia ryzyka płynności walorów giełdowych, co z kolei przekłada się na decyzje inwestycyjne poszczególnych grup inwestorów.

---

[10] A. Sopoćko, *op. cit.*, s. 165.

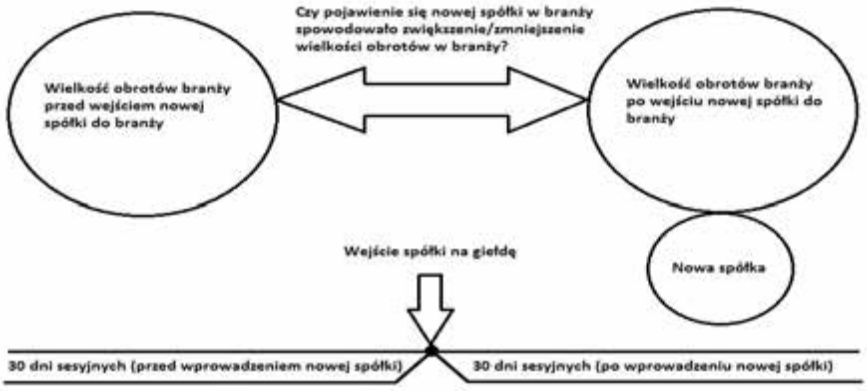
[11] www.gpw.pl/od_czego_zalezy_plynnosc (data dostępu: 14.11.2014).

[12] *Ibidem*.

[13] Działania służące promocji spółki mogą przejawiać się poprzez: wprowadzanie innowacyjnych produktów przez spółkę, utrzymywanie odpowiednich relacji inwestorskich, czy też kolejne emisje akcji.

2. Analiza płynności akcji spółek wybranych z indeksu WIG30

Płynność giełdowego rynku akcji ma duże znaczenie dla jego prawidłowego funkcjonowania i rozwoju. Wyższa płynność powinna zachęcać inwestorów do udziału w handlu walorami. Sama płynność zależy jednak od szeregu czynników, na które spółka może mieć wpływ lub też nie. Nie bez znaczenia dla płynności jest również struktura strony popytowej i podażowej czy aktualnie panująca moda. Jak wskazano, płynność można badać za pomocą różnych miar. W przeprowadzonym badaniu wykorzystano kilka z nich: wolumen obrotu, liczbę transakcji oraz wartość obrotu. Na wykresie 1 przedstawiono schemat problemu badawczego.



Wykres 1. Schemat problemu badawczego

Źródło: Opracowanie własne.

Do przeprowadzenia analizy wykorzystano dane publikowane przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie dla pięciu spółek, które reprezentowały sektory: bankowy, surowcowy, energetyczny, paliwowy oraz chemiczny. Wybrane spółki to: PKO BP, JSW, PGE, PGNiG oraz ZAP. Dane dotyczyły wolumenu obrotu, liczby transakcji oraz wartości obrotu[14] na walorach poszczególnych spółek. Okres analizy obejmował 30 dni sesyjnych przed i po wprowadzeniu nowej spółki na giełdę. Spółki wybrane do analizy (wraz z datą wejścia na giełdę) oraz spółki reprezentujące poszczególne sektory zostały przedstawione w tabeli 1.

[14] Wartość obrotu do końca 2010 roku była liczona podwójnie, zaś od początku 2011 roku − pojedynczo. Nie ma to jednak znaczenia dla przeprowadzonego badania.

Tabela 1. Zestawienie spółek wybranych do analizy

Spółki wybrane do analizy (wchodzące na giełdę)	**PKO BP**	**JSW**	**PGE**	**PGNiG**	**ZAP**
Data wejścia na giełdę	10.11.2004	06.07.2011	15.12.2009	20.10.2005	22.11.22005
Spółki uwzględnione w badaniu (jako sektor)	Pekao BZWBK INGBSK Bank Handlowy Bank Millennium Getin Bank BOŚ Bank Nordea Bank Polska Kredyt Bank BRE Bank Bank BPH	Bogdanka KGHM Coal Energy	PEP CEZ ENEA Kogenera	PKN Orlen LOTOS MOL	Police Ciech Synthos
Sektor	Banki	Surowce	Energia	Paliwa	Chemia

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych archiwalnych GPW.

W tabeli 2 przedstawiono obliczenia poszczególnych wielkości dotyczących płynności, z podziałem na sektory.

Tabela 2. Mierniki płynności dla poszczególnych sektorów

	Wolumen obrotu (w szt.)		**Liczba transakcji**		**Wartość obrotów (w tys. zł)**	
Sektor	Przed wejściem nowej spółki	Po wejściu nowej spółki	Przed wejściem nowej spółki	Po wejściu nowej spółki	Przed wejściem nowej spółki	Po wejściu nowej spółki
Banki (suma)	35 551 634	52 731 419	33 294	49 098	2 951 236	2 905 848
Banki (średnia)	1 185 055	1 757 714	1 110	1 637	98 375	96 862
Surowce (suma)	26 464 414	31 847 414	105 050	139 991	4 907 954	5 348 230

Surowce (średnia)	882 147	1 061 580	3 502	4 666	163 598	178 274
Energia (suma)	5 446 277	4 676 911	16 506	17 285	690 192	793 839
Energia (średnia)	181 543	155 897	550	576	23 006	26 461
Paliwa (suma)	64 925 513	38 952 112	69 736	51 474	7 410 911	4 480 780
Paliwa (średnia)	2 164 184	1 298 404	2 325	1 716	247 030	149 359
Chemia (suma)	4 977 136	5 647 311	10 901	10 628	244 748	210 383
Chemia (średnia)	165 905	188 244	363	354	8 158	7 013

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych archiwalnych GPW.

Analizując wartość obrotów akcjami na giełdzie przed wprowadzeniem nowej spółki do obrotu i po wprowadzeniu nowej spółki do obrotu, można zauważyć, że w badanym okresie wielkości te ulegały zmianie. Dla sektora bankowego zmiana była najmniejsza. Po wprowadzeniu banku PKO BP na giełdę wartość obrotów dla sektora spadła o 1,5%. Dla sektora surowcowego po wprowadzeniu spółki JSW nastąpił wzrost wartości obrotów w sektorze o 8,97%. Tak samo jak i dla sektora energetycznego, kiedy po wprowadzeniu spółki PGE na giełdę wartość obrotów wzrosła o 15,02%. W przypadku sektora chemicznego, po wprowadzeniu spółki Zakłady Azotowe Puławy, nastąpił spadek wartości obrotów o 14,04%. Największy spadek wartości obrotów odnotował jednak sektor paliwowy po wprowadzeniu spółki PGNiG. Wartość obrotów spadła aż o 39,54%.

Kolejne wskaźniki przedstawione w tabeli 2, takie jak: średnia wartość obrotu na sesję, średnia liczba transakcji na sesję oraz średnia wartość transakcji, mają jedynie wartość statystyczną, gdyż ich wielkości są pochodną wartości obrotów. W tabeli 3 przedstawiono wartość obrotów, wolumen obrotu oraz liczbę transakcji dla nowych spółek wprowadzonych do poszczególnych sektorów.

Tabela 3. Mierniki płynności dla poszczególnych spółek

Spółka	Sektor	Wolumen obrotu (w szt.)	Liczba transakcji	Wartość obrotów (w tys. zł)
PKO BP (suma)	Banki	153 211 837	107 243	7 524 780
PKO BP (średnia)		5 107 061	3 575	250 826
JSW (suma)	Surowce	31 152 174	132 148	4 130 805
JSW (średnia)		1 038 406	4 405	137 693
PGE (suma)	Energia	51 570 287	42 230	2 522 951
PGE (średnia)		1 719 010	1 408	84 098
PGNiG (suma)	Paliwa	252 003 662	43 343	1 721 544
PGNiG (średnia)		8 400 122	1 445	57 385
ZAP (suma)	Chemia	749 368	4 300	81 973
ZAP (średnia)		24 979	143	2 732

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych archiwalnych GPW.

Analizując powyższe dane, można dojść do ciekawych wniosków. Dla spółki PKO BP łączna wartość obrotów w okresie 30 dni po wprowadzeniu do obrotu giełdowego wyniosła ponad 7,5 mld zł. Wartość obrotów dla sektora bankowego spadła w tym czasie o 1,5%, co daje wartość równą około 45 mln zł. W tym przypadku widać wyraźnie, że wartość kapitału, który został przekierowany z sektora, jest niewielka w porównaniu do nowego kapitału, który znalazł się w sektorze dzięki pojawieniu się nowej spółki. W przypadku spółki JSW łączna wartość obrotów w badanym okresie wyniosła 4,13 mld zł. Sektor surowcowy odnotował w tym czasie prawie 9% wzrost wartości obrotów, co daje łączną kwotę ponad 440 mln zł. W tym przypadku wystąpił napływ nowego kapitału do sektora. Z kolei dla spółki PGE łączna wartość obrotów w badanym okresie wyniosła trochę ponad 2,5 mld zł. Podobnie jak dla sektora surowcowego, i w tym przypadku wystąpił napływ nowego kapitału. Dla spółki ZAP wartość obrotów wyniosła prawie 82 mln zł. W badanym okresie sektor chemiczny odnotował spadek wartości obrotów o blisko 14%, co daje wartość 34,37 mln zł. W tym przypadku nastąpiło częściowe przekierowanie kapitału z sektora na nową spółkę oraz napływ nowych środków. Dla ostatniej z badanych spółek – PGNiG, wartość obrotów wyniosła trochę ponad 1,72 mld zł. Sektor paliwowy odnotował największy procentowy spadek wartości obrotów dla badanego okresu, który wyniósł 39,54%, co daje wartość 2,93 mld zł. Zakładając, że część inwestorów pozbyła się akcji innych spółek z sektora paliwowego, to i tak

wystąpił odpływ kapitału z sektora. We wszystkich przypadkach nastąpiło większe lub mniejsze przesunięcie kapitału z sektora lub do sektora.

Zakończenie

Problematyka płynności akcji jest aktualna, wymaga jednak dalszych badań, które pozwolą rzucić nowe światło na zagadnienia związane z płynnością. Jako uzasadniony cel dalszych badań na polskim rynku giełdowym można zaproponować analizę innych wskaźników płynności aniżeli tych, które zostały zaprezentowane w niniejszej pracy[15]. Analiza wartości obrotów akcji wchodzących w skład poszczególnych sektorów oraz akcji spółek dopiero wchodzących na giełdę pozwoliła określić możliwe przepływy kapitału w relacji sektor – nowa spółka. Na taki stan rzeczy mogły mieć wpływ dwa czynniki: moda, która determinowała chęć zakupu akcji, oraz zmiana składu portfela inwestycyjnego przez obie grupy inwestorów. Jak wskazano, przepływy kapitału przekładają się na płynność poszczególnych walorów. Przejściowe zmniejszenie płynności sektora może spowodować osłabienie zainteresowania handlem na danych akcjach, zwiększenie kosztów transakcyjnych (rozumianych jako większy *spread*), a w najgorszym przypadku − niemożność upłynnienia posiadanych walorów w krótkim okresie. Nie bez znaczenia dla płynności akcji jest więc wielkość sektora, co widać na przykładzie wprowadzenia do obrotu giełdowego banku PKO BP. Wyniki badań nie potwierdziły w pełni przyjętej hipotezy badawczej, gdyż w przypadku debiutu dwóch spółek nastąpił wzrost wartości obrotów w sektorze. Taki stan rzeczy mógł wynikać z dwóch powodów – panującej mody na zakup akcji danych spółek (podczas debiutu) oraz dobrej koniunktury w danym sektorze (co *de facto* również mogło mieć wpływ na modę). Dla trzech pozostałych spółek wartość obrotów w sektorze spadła. W sytuacji zmniejszenia płynności obrotów może wydawać się konieczne poczynienie starań mających na celu z jednej strony zatrzymanie dotychczasowych emitentów na giełdzie, a z drugiej − pozyskanie nowych emitentów. Przy czym pozyskanie nowych emitentów powinno być nakierowane na dany sektor z uwzględnieniem jego wielkości, tak by wejście nowej spółki na giełdę nie powodowało znaczących zmian w wielkości i wartości obrotów.

Bibliografia

Begg D., Vernasca G., Fischer S., Dornbusch R., *Mikroekonomia*, PWE, Warszawa 2014.
Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, PWN, Warszawa 2010.

[15] J. Olbryś, *Zastosowanie wybranych miar płynności aktywów kapitałowych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.*, „Zarządzanie i Finanse" 2013, nr 2, s. 65−77.

Jajuga K., *Teoretyczne podstawy zarządzania ryzykiem*, [w:] K. Jajuga (red.), *Zarządzanie ryzykiem*, PWN, Warszawa 2009.
Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, PWN, Warszawa 2006.
Olbryś J., *Zastosowanie wybranych miar płynności aktywów kapitałowych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.*, „Zarządzanie i Finanse" 2013, nr 2.
Samuelson P., Nordhaus W., *Ekonomia*, Dom Wydawniczy REBIS, Poznań 2012.
Sopoćko A., *Rynkowe instrumenty finansowe*, PWN, Warszawa 2010.
www.gpw.pl/mierniki_plynnosci (data dostępu: 01.12.2014).
www.gpw.pl/od_czego_zalezy_plynnosc (data dostępu: 14.11.2014).
www.gpw.pl/plynnosc_obrotu (data dostępu: 14.11.2014).
www.gpw.pl/wspieranie_plynnosci (data dostępu: 01.12.2014).

Summary

The Impact of Demand for the Shares on the Warsaw Stock Exchange on the Liquidity of the Market – Analysis of Companies from WIG30 Index

The aim of the article is to present the problems of liquidity of shares manifested at the time of introducing a new company to the stock exchange. Our study, which was presented in this paper, focuses on the analysis of the turnover value of particular industries and companies to the newly launched trading. The studies have shown that the introduction of a new company to the stock exchange may cause temporary disturbance of the liquidity of the listed companies.

Keywords: liquidity, stocks, Warsaw Stock Exchange, demand, supply, institutional investor, individual investor, securities, trading value, risk

Rozdział

8

Szymon Stereńczak

Uniwersytet Technologiczno-Przyrodniczy
im. Jana i Jędrzeja Śniadeckich w Bydgoszczy

Czynniki wpływające na płynność obrotu na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych

Streszczenie

Niniejsze opracowanie traktuje o płynności obrotu na rynku akcji oraz jej determinantach. Całość została podzielona na cztery części, dotyczące kolejno: determinant płynności w literaturze przedmiotu, mierników płynności stosowanych w praktyce, sposobu pomiaru płynności na potrzeby przeprowadzonego badania oraz wyników badań. Przeprowadzone analizy wykazały pozytywny wpływ wielkości spółki na płynność jej akcji. Jako determinanty płynności zostały także zweryfikowane wskaźnik wartości księgowej do wartości rynkowej oraz cena.

Słowa kluczowe: płynność obrotu, rynek giełdowy, GPW, analiza wielowymiarowa, determinanty

Wstęp

Płynność wpływa zarówno na atrakcyjność danego instrumentu finansowego, jak i całego rynku. Bardziej płynne aktywa można sprzedać szybciej i bez utraty ich wartości. Możliwość łatwego i niekosztownego zbycia można mierzyć przy wykorzystaniu różnych mierników. Jest ona również zależna od wielu czynników, zależnych tak od przedsiębiorstwa, jak i od rynku, na którym jego akcje są notowane. Celem badania jest zweryfikowanie związku między płynnością obrotu a czynnikami takimi, jak cena akcji, kapitalizacja spółki czy wskaźnik wartości księgowej do wartości rynkowej. W trakcie badania weryfikowano hipotezę o tym, że wskazane czynniki wpływają na płynność obrotu. Pomiar płynności został dokonany za pomocą metody wykorzystującej wielowymiarową analizę porównawczą. Hipoteza o istnieniu zależności między badanymi zmiennymi została zweryfikowana przy użyciu testu istotności różnic dwóch zmiennych oraz analizy korelacji.

1. Determinanty płynności obrotu w literaturze przedmiotu

Temat determinant płynności obrotu jest często poruszany w anglojęzycznej literaturze przedmiotu. Uwzględniane w badaniach czynniki można podzielić na dwie grupy: wspólne determinanty (*common determinants*) oraz zmienne specyficzne (*specific variables*). Do pierwszej grupy zaliczają się podstawowe czynniki, takie jak cena, rozmiar rynku (kapitalizacja), liczba akcji, liczba transakcji, wariancja rynkowych stóp zwrotu oraz liczba akcjonariuszy. Specyficznymi determinantami płynności są takie, które pojawiają się w wybranych badaniach. Należą do nich między innymi[1]:

– liczba akcji znajdujących się w rękach wyspecjalizowanych instytucji oraz siła nabywcza tych instytucji (Tinic, 1972; Branch i Freed, 1977),

– ryzyko systematyczne (współczynnik beta) i specyficzne (Benston i Hagerman, 1974),

– wskaźnik wartości rynkowej do wartości księgowej (Gopalan, Kadan i Pevzner),

– rentowność aktywów, dźwignia finansowa (Frieder i Martell, 2006),

– przejrzystość i jawność, asymetria informacji (Chen, Chung, Lee i Liao, 2007),

– stopa dywidendy oraz uwarunkowania rynkowe (Breen, Hodrick i Korajczyk, 2002),

– rozpoznawalność przedsiębiorstwa (Alzahrani, 2011).

Wielu badaczy dostrzega istnienie wpływu rynku na płynność notowanych na nim walorów (m.in. Chordia, Sarkar i Subrahmanyam, 2001; Choudhry, 2009). Uwarunkowania rynkowe jako determinanty płynności pojawiają się w pracy Chordii, Rolla i Subrahmanyama. Wskazują oni na istnienie związku między rynkowymi stopami zwrotu i ich zmiennością a aktywnością inwestorów[2]. Odmienne determinanty przedstawiają S. Syamala i V. Reddy, którzy dowiedli, że na to zjawisko większy wpływ ma strona podażowa niż popytowa. Z ich badań wynika także, iż poziom płynności wzrasta wraz z wielkością firmy[3]. Jest ona zatem w dużym stopniu uzależniona od warunków rynkowych, chociaż spółki mogą podjąć działania mające na celu poprawę płynności ich akcji.

---

[1] I. Mihhejev, Y. Obertas, *Explaining Equity Liquidity on the Baltic Stock Markets: Role of Traditional and Novel Determinants*, www.nasdaqomxbaltic.com/files/riga/Studiju_darbi/2012/Thesis_Mihhejev%20&%20Obertas.pdf (data dostępu: 26.02.2015), s. 47–48.

[2] T. Chordia, R. Roll, A. Subrahmanyam, *Determinants of Daily Fluctuations in Liquidity and Trading Activity*, "Cuadernos de Economía" 2003, No. 120, s. 747.

[3] S. Syamala, V. Reddy, *Commonality in Liquidity and its Determinants: an Empirical Examination of Stocks Listed on National Stock Exchange of India*, "Social Science Research Network" 2013, s. 17.

2. Aspekty i mierniki płynności

Płynność obrotu, jako możliwość łatwej i szybkiej zamiany jednego aktywa w inne bez utraty jego wartości, może być określana przy wykorzystaniu różnych mierników. Warto pamiętać, że płynność waloru nie pozostaje bez znaczenia na jego wycenę. Prowadzone badania potwierdziły, że wyższe stopy zwrotu są uzyskiwane z inwestycji w akcje spółek o wyższym stopniu płynności[4]. Jednak sama płynność nie jest pojęciem jednorodnym. A. Sarr i T. Lybek scharakteryzowali pięć aspektów płynności[5]:

– ciasność (odnosząca się do kosztów zawierania transakcji),
– głębokość (liczba kontraktów, która musi być zawarta, by cena rynkowa uległa zmianie),
– szerokość (odporność ceny na wolumen obrotu),
– odporność (czas powrotu cen do poziomu sprzed nagłych zmian rynku),
– natychmiastowość (odnosząca się do czasu potrzebnego do zawarcia transakcji).

Uwzględniając wszystkie aspekty płynności obrotu, nie można znaleźć jednego, uniwersalnego miernika, który oddawałby ją w sposób kompleksowy[6]. Najbardziej istotnymi wskaźnikami płynności akcji są: wolumen i wartość obrotu, liczba transakcji, efektywność popytu i podaży, relacja kupna do sprzedaży, wskaźnik akcji w wolnym obrocie (*free float*), wskaźnik obrotu oraz *spread*[7].

Powyższe wskaźniki, ze względu na swą intuicyjność, są dość łatwe w stosowaniu, co nie oznacza, iż nie są przydatne. Na uwagę zasługują przede wszystkim wartość obrotu, liczba transakcji, *free float* oraz wskaźnik obrotu. Poza wymienionymi znaczącym jest wskaźnik Y. Amihuda, nazywany także wskaźnikiem braku płynności. Oparty jest on na cenie równowagi i mierzy odporność rynku na wolumen zawieranych transakcji.

Dość podobną do wskaźnika Amihuda konstrukcję przyjmuje często stosowany w badaniach empirycznych Konwencjonalny Wskaźnik Płynności. Podobnie jak wskaźnik braku płynności, odnosi się on do odporności cen na wartość obrotu. Obliczany jest jako stosunek wartości obrotu do procentowej zmiany ceny w badanym okresie. Kolejnymi miernikami odnoszącymi się do

---

[4] A. Gniadkowska, *Wpływ płynności obrotu na kształtowanie się stopy zwrotu z akcji notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, „Zarządzanie i Finanse" 2012, nr 1, cz. 1, s. 563.

[5] A. Sarr, T. Lybek, *Measuring Liquidity in Financial Market*, "IMF Working Papers" 2002, No. 232, s. 8.

[6] G. Hałaj, R. Sieradzki, *Metody pomiaru płynności rynku akcji*, [w:] S. Buczek, A. Fierla (red.), *Rynek kapitałowy w Polsce i na świecie – jak mądrze inwestować*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2008, s. 65.

[7] S. Stereńczak, *Split akcji jako narzędzie zwiększenia płynności obrotu*, [w:] A. Krzysztofek, J. Rogalska (red.), *Współczesne problemy ekonomii*, AT Wydawnictwo, Kraków 2014, s. 184.

odporności cen są: Indeks Płynności Martina (MLI), Wskaźnik Płynności Hui i Heubela'a[8]. Podobną miarę płynności w swoich badaniach wykorzystali W.G. Choi i D. Cook. Ich parametr ($\Theta^2_{k,f}$) przyjmuje wartości ujemne, a wartość bliższa zeru świadczy o wyższym poziomie płynności[9].

Na szczególną uwagę zasługuje miernik zaproponowany przez M. Kołodziejczyka, J. Lasotę i P. Piechotę. W swoich badaniach wykorzystali oni syntetyczny miernik rozwoju Z. Hellwiga, uwzględniając kilka podstawowych mierników związanych z czasem, wielkością obrotu i *spreadem*. Wykorzystali następujące zmienne diagnostyczne: liczbę transakcji, wolumen obrotu, czas trwania wolumenu obrotu, wartość obrotu, wskaźnik obrotu, czas trwania wartości obrotu oraz średni ważony *spread*[10].

Zastosowanie wielowymiarowej analizy porównawczej pozwala uwzględnić w pomiarze więcej niż jeden aspekt płynności. Wskaźnik syntetyczny zdaje się zatem lepszy niż pojedynczy, analityczny wskaźnik. Proponowany w kolejnej części miernik płynności również jest oparty na metodzie porządkowania liniowego, przy czym − ze względu na cel pomiaru − składają się na niego inne zmienne diagnostyczne.

3. Konstrukcja miernika płynności obrotu uwzględniającego kilka czynników

Jak już wspomniano, płynność nie jest pojęciem jednorodnym, dlatego jej pomiar jest niemożliwy przy wykorzystaniu jednego wskaźnika. Z tego względu został stworzony miernik uwzględniający kilka wskaźników używanych przy pomiarze stopnia płynności obrotu. Opiera się on, podobnie jak wskaźnik Kołodziejczyka, Lasoty i Piechoty, na wielowymiarowej analizie porównawczej, która służy do badania zjawisk złożonych, bezpośrednio niemierzalnych, charakteryzujących określone obiekty poddane analizie[11].

Metody WAP mogą wykorzystywać różne dane statystyczne oraz nieograniczoną liczbę zmiennych. Pozwalają m.in. na hierarchizowanie obiektów według określonego kryterium. W tym celu wykorzystuje się metodę porządkowania liniowego, która polega na rzutowaniu obiektów z wielowymiarowej

[8] A. Gabrielsen, M. Marzo, P. Zagaglia, *Measuring Market Liquidity: an Introductory Survey*, "Quaderni DSE Working Paper" 2011, No. 802, s. 6−10.

[9] W.G. Choi, D. Cook, *Stock Market Liquidity and he Macroeconomy: Evidence from Japan*, "IMF Working Papers" 2005, No. 05/6, s. 5.

[10] M. Kołodziejczyk, J. Lasota, P. Piechota, *Dyskonto z tytułu braku płynności w wycenie spółek notowanych na GPW*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia" 2013, nr 761, s. 62–63.

[11] M. Łuniewska, W. Tarczyński, *Metody wielowymiarowej analizy porównawczej na rynku kapitałowym*, PWN, Warszawa 2006, s. 9−10.

przestrzeni cech na prostą. Do najważniejszych cech porządkowania liniowego należy zaliczyć następujące stwierdzenia[12]:

– każdy obiekt ma przynajmniej jednego, ale nie więcej niż dwóch sąsiadów,

– jeżeli sąsiadem *i*-tego obiektu jest *j*-ty obiekt, to jednocześnie sąsiadem *j*-tego obiektu jest *i*-ty obiekt,

– dokładnie dwa obiekty mają tylko jednego sąsiada.

Mierniki wykorzystane w WAP mogą posiadać jednakowy wpływ na zmienną syntetyczną albo mieć przypisane wagi. Istnieją dwie metody ich określania: merytoryczne oraz statystyczne[13]. Jednym ze sposobów wyznaczania wag statystycznych, wykorzystanym w badaniu, jest preferencja dla zmiennych o większej wariancji. Syntetyczny Miernik Płynności obliczany jest jako miernik rozwoju Z. Hellwiga wzorem[14]:

$$SMP_i = 1 - \frac{q_i}{q_0}, \tag{1}$$

gdzie:

SMP_i – wartość syntetycznego miernika płynności dla *i*-tego obiektu

q_i – odległość od wzorca (Euklidesa), obliczana na podstawie znormalizowanych wartości zmiennych diagnostycznych

$q_0 = \max\{q_i\}$ – obiekt wzorcowy

Konstrukcja wieloczynnikowego miernika płynności nie różni się zatem metodą obliczeń od innych znanych miar wykorzystujących porządkowanie liniowe, takich jak np. Taksonomiczna Miara Atrakcyjności Inwestycji (TMAI). Mierniki płynności wykorzystane do obliczenia wieloczynnikowego miernika płynności (SMP) oraz przypisane im wagi zostały przedstawione w tabeli 1.

Tabela 1. Wskaźniki wykorzystane w SMP oraz ich wagi

Nazwa wskaźnika	**Waga wskaźnika**
Średni dzienny wolumen obrotu	32,44%
Średnia dzienna wartość obrotu	24,44%
Wskaźnik obrotu dla jednego roku	39,25%

[12] A. Zeliaś (red.), *Metody taksonomii numerycznej w modelowaniu zjawisk społeczno-gospodarczych*, Warszawa 1989, s. 53.

[13] E. Nowak, *Metody taksonomiczne w klasyfikacji obiektów społeczno-gospodarczych*, Warszawa 1990, s. 33.

[14] M. Kołodziejczyk, J. Lasota, P. Piechota, *op. cit*., s. 63.

Nazwa wskaźnika	Waga wskaźnika
Wskaźnik akcji w wolnym obrocie (*free float*)	3,87%
SUMA	100,00%

Źródło: Opracowanie własne.

Zakres wykorzystanych miar płynności jest o wiele skromniejszy niż zaproponowany przez Kołodziejczyka, Lasotę i Piechotę. Pominięcie czynnika czasu (liczba transakcji) jest celowe i ma na celu dokonanie pomiaru płynności wyłącznie w oparciu o czynniki związane z wielkością obrotu. Dodatkowo wskaźnik *free float* służy pomiarowi podaży akcji (*vide* badania S. Syamala i V. Reddy'ego). To właśnie skłoniło to wyboru przedstawionych w tabeli wskaźników. Należy jednak być świadomym ograniczeń wynikających z zastosowania tylko czterech prostych mierników.

4. Determinanty płynności obrotu w badanych spółkach

Analizie zostały poddane 74 spółki należące do giełdowych indeksów WIG30 i WIG50[15], natomiast do obliczenia poszczególnych wskaźników wykorzystano sprawozdania finansowe oraz dane rynkowe z roku 2013. Zakres przedmiotowy badania stanowią największe spółki notowane na polskim rynku kapitałowym. Wybór taki był podyktowany przeświadczeniem o reprezentatywności próby. Jest to, rzecz jasna, duże uproszczenie analizy, jednakże uzasadnione, biorąc pod uwagę wstępny charakter badania.

Spółki uwzględnione w badaniu są dość mocno wewnętrznie zróżnicowane. Dotyczy to m.in. reprezentowanych branż, okresu notowań akcji, wieku spółki, a także jej rozmiaru (kapitalizacja) oraz ceny akcji. Badane przedsiębiorstwa są także zróżnicowane pod względem płynności obrotu. W tabeli 2 zostały przedstawione średnie wartości oraz współczynniki zmienności dla wybranych charakterystyk badanych spółek. Wskazane wartości wskaźników pozwalają stwierdzić, że ich zmienność jest wystarczająca do zastosowania ich w badaniu.

[15] Spółkami nieobjętymi badaniem były: Astarta Holding NV, Energa S.A., Global City Holdings NV, Newag S.A., Polski Holding Nieruchomości S.A. oraz PKP Cargo S.A. Powodem nieuwzględnienia spółek w badaniu była niedostępność wymaganych danych.

Tabela 2. Współczynnik zmienności dla wybranych charakterystyk badanych spółek

Wskaźnik	Kapitalizacja	BV/MV	Cena akcji	Wskaźnik obrotu	Wartość obrotu	Wolumen obrotu	*Free float*
Średnia	5 750 129 914	1,03	167,59	65,72%	11 053 834	758 960	42,54%
Odchylenie standardowe	10 913 269 280	1,42	822,83	245,00%	25 655 052	2 338 679	15,65%
Współczynnik zmienności	1,90	1,38	4,91	3,73	2,32	3,08	0,37

Źródło: Opracowanie własne.

W celu określenia determinant płynności obrotu wytypowano trzy czynniki mogące na nią wpływać. Są to: średnia cena akcji, wskaźnik BV/MV oraz wartość kapitalizacji. Dodatkowo przyjęto kwadrat odwrotności ceny, aby zweryfikować ewentualny nieliniowy charakter zależności. Wyboru czynników dokonano w oparciu o badania autora, w których został wykazany ich dość silny, statystycznie istotny wpływ na płynność obrotu[16]. W pierwszej kolejności obliczono współczynniki korelacji między analizowanymi czynnikami a syntetycznym miernikiem płynności. Wyniki zostały przedstawione w tabeli 3.

Tabela 3. Korelacja między syntetycznym miernikiem płynności a badanymi czynnikami

Wyszczególnienie	Cena	BV/MV	Kapitalizacja	Cena^(-2)
Współczynnik korelacji Pearsona	-0,0631	0,7393	0,3019	0,8168
Poziom istotności dla współczynnika Pearsona	0,594	0,001	0,009	0,001
Współczynnik korelacji rang	-0,3662	0,2637	0,2876	0,3662
Poziom istotności dla współczynnika korelacji rang	0,001	0,023	0,013	0,001

Źródło: Opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

Z zaprezentowanych danych wynika, że istnieją statystycznie istotne zależności między wskazanymi czynnikami a płynnością obrotu. W przypadku ceny akcji można stwierdzić, że badana zależność nie ma charakteru liniowego. Potwierdza to badanie istotności współczynników korelacji Pearsona oraz rang. Krokiem weryfikującym korelację wspomnianych cech było obliczenie

[16] Zob. S. Stereńczak, *Determinanty płynności obrotu na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych*, [w:] M. Buszko, A. Huterska, D. Piotrowski (red.), *Perspektywa. Wyzwania współczesnych finansów i bankowości*, Wydawnictwo Naukowe UMK, Toruń 2014, s. 215−226.

średnich wartości badanych zmiennych dla spółek o wyższej oraz niższej płynności. Badaniu podlegały spółki z dolnego i górnego kwartyla. Średnie wartości dla tych grup zamieszczono w tabeli 4.

Tabela 4. Średnie wartości badanych zmiennych dla spółek z górnego i dolnego kwartyla

Wyszczególnienie	Cena	BV/MV	Kapitalizacja	Cena^(-2)
Średnia dla spółek z górnego kwartyla	56,27	1,49	15 621 558 014	0,4660
Średnia dla spółek z dolnego kwartyla	115,46	0,58	924 092 911	0,0043
Poziom istotności różnicy średnich	0,297	0,130	0,001	0,078

Źródło: Opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

Spółki należące do grupy o największej płynności (górny kwartyl) cechują się przede wszystkim wyższym stosunkiem wartości księgowej do rynkowej oraz większą kapitalizacją. Cena ich akcji jest mniejsza od cen akcji spółek należących do dolnego kwartyla (niższa płynność), ale różnica ta nabywa istotności dopiero przy poziomie α=0,297. Najsilniejszy wpływ na płynność obrotu spośród omawianych zmiennych przejawia wielkość spółki mierzona jej kapitalizacją. Dodatkowo można zauważyć nieliniowy wpływ ceny na poziom płynności.

Zakończenie

Celem opracowania było zweryfikowanie hipotezy o istnieniu zależności między poziomem płynności a ceną akcji, jej kapitalizacją oraz wskaźnikiem wartości księgowej. Do pomiaru płynności obrotu został wykorzystany syntetyczny miernik płynności (SMP), oparty na wielowymiarowej analizie porównawczej (WAP), który wykorzystuje kilka klasycznych wskaźników. Eliminuje przez to wady pojedynczych wskaźników, choć sam nie jest pozbawiony wad.

Przeprowadzone badania pozwoliły na zweryfikowanie hipotezy o istnieniu związku między ceną akcji, wskaźnikiem wartości księgowej do wartości rynkowej i wielkością spółki a poziomem płynności. Spośród tych czynników najsilniej na badane zjawisko oddziałuje kapitalizacja spółki. Zarówno badanie korelacji (z wykorzystaniem współczynnika Pearsona i korelacji rang), jak i test istotności różnic wykazały silny, statystycznie istotny, pozytywny wpływ wielkości spółki na płynność obrotu jej akcjami. Kolejny wniosek dotyczy negatywnego wpływu ceny akcji na jej płynność. Zależność ta ma charakter krzywoliniowy, co potwierdza przede wszystkim porównanie poziomów istotności dla współczynnika Pearsona oraz korelacji rang.

Wyniki przeprowadzonych badań zdają się potwierdzać analizy prowadzone dla zagranicznych rynków kapitałowych. Dwa z trzech czynników należą do grupy tzw. wspólnych determinant (patrz podział za I. Mihhejevem i Y. Obertas), natomiast wskaźnik wartości księgowej do rynkowej był analizowany jako determinanta płynności przez Gopalana, Kadana i Pevznera. W dalszych badaniach nad zagadnieniem płynności należy poszerzyć zakres badanych czynników, co pozwoli na pełniejsze zobrazowanie problemu. Istotną kwestią jest także rozwój syntetycznego miernika płynności poprzez dookreślenie uwzględnianych zmiennych diagnostycznych oraz przyporządkowanych im wag.

Bibliografia

Choi W.G., Cook D., *Stock Market Liquidity and he Macroeconomy: Evidence from Japan*, "IMF Working Papers" 2005, No. 05/6.

Chordia T., Roll R., Subrahmanyam A., *Determinants of Daily Fluctuations in Liquidity and Trading Activity*, "Cuadernos de Economía" 2003, No. 120.

Gabrielsen A., Marzo M., Zagaglia P., *Measuring Market Liquidity: an Introductory Survey*, "Quaderni DSE Working Paper" 2011, No. 802.

Gniadkowska A., *Wpływ płynności obrotu na kształtowanie się stopy zwrotu z akcji notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, „Zarządzanie i Finanse" 2012, nr 1, cz. 1.

Hałaj G., Sieradzki R., *Metody pomiaru płynności rynku akcji*, [w:] S. Buczek, A. Fierla (red.), *Rynek kapitałowy w Polsce i na świecie – jak mądrze inwestować*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2008.

Kołodziejczyk M., Lasota J., Piechota P., *Dyskonto z tytułu braku płynności w wycenie spółek notowanych na GPW*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia" 2013, nr 761.

Łuniewska M., Tarczyński W., *Metody wielowymiarowej analizy porównawczej na rynku kapitałowym*, PWN, Warszawa 2006.

Mihhejev I., Obertas Y., *Explaining Equity Liquidity on the Baltic Stock Markets: Role of Traditional and Novel Determinants*, www.nasdaqomxbaltic.com/files/riga/Studiju_darbi/2012/Thesis_Mihhejev%20&%20Obertas.pdf (data dostępu: 26.02.2015).

Nowak E., *Metody taksonomiczne w klasyfikacji obiektów społeczno-gospodarczych*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1990.

Sarr A., Lybek T., *Measuring Liquidity in Financial Market*, "IMF Working Papers" 2002, No. 232.

Stereńczak S., *Determinanty płynności obrotu na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych*, [w:] M. Buszko, A. Huterska, D. Piotrowski (red.), *Perspektywa. Wyzwania współczesnych finansów i bankowości*, Wydawnictwo Naukowe UMK, Toruń 2014.

Stereńczak S., *Split akcji jako narzędzie zwiększenia płynności obrotu*, [w:] A. Krzysztofek, J. Rogalska (red.), *Współczesne problemy ekonomii*, AT Wydawnictwo, Kraków 2014.

Syamala S., Reddy V., *Commonality in Liquidity and its Determinants: an Empirical Examination of Stocks Listed on National Stock Exchange of India*, "Social Science Research Network" 2013.

Zeliaś A. (red.), *Metody taksonomii numerycznej w modelowaniu zjawisk społeczno-gospodarczych*, Warszawa 1989.

Summary

Factors Determining the Market Liquidity on the Warsaw Stock Exchange

This article deals with the trading liquidity on the stock market and its determinants. It is divided into four parts devoted to determinants of liquidity in the subject literature, measures of liquidity used in practice, liquidity measurement method for the purpose of this research and the research findings. The study showed a positive effect of the company's size on the liquidity. As determinants of liquidity were also verified: book-to-market ratio and the share's price.

Keywords: market liquidity, stock market, WSE, multivariate analysis, determinants

Rozdział

9

Kamil Gołuchowski
Uniwersytet Szczeciński

Ocena efektywności funduszy inwestycyjnych polskiego rynku akcji

Streszczenie

Głównym celem opracowania jest ocena efektywności funduszy inwestycyjnych lokujących środki w akcje notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Do badania wykorzystano zarówno podstawowe miary efektywności funduszy inwestycyjnych (stopę zwrotu, odchylenie standardowe, współczynnik zmienności beta), jak i miary złożone: wskaźnik Sharpe'a, Treynora, alfa Jensena. Przeprowadzone badanie wykazało, że jedynie dwa spośród 15 analizowanych funduszy osiągnęły wyższą stopę zwrotu niż portfel rynkowy (WIG), jednak wyniki te okazały się nieistotne statystycznie. Analiza dotyczyła 3-letniego okresu od czerwca 2011 do maja 2014 roku.

Słowa kluczowe: rynek akcji, inwestowanie, fundusz inwestycyjny, rynek kapitałowy, efektywność, analiza, ocena, inwestycje, giełda, instrumenty finansowe

Wstęp

Fundusze inwestycyjne są obecnie główną formą uczestnictwa inwestorów detalicznych w obrocie papierami wartościowymi[1]. Każdy inwestor, mający do dyspozycji wolne środki finansowe, które zamierza powierzyć funduszowi inwestycyjnemu, oczekuje, że w przyszłości osiągnie dochody z danej inwestycji. W procesie podejmowania decyzji przez potencjalnego klienta funduszu inwestycyjnego przydatny jest pomiar efektywności dostępnych na rynku funduszy. Analiza efektywności pozwala na uzyskanie odpowiedzi na pytanie, czy aktywne zarządzanie funduszem, którego koszty ponoszą klienci, przynosi efekt w postaci większej stopy zwrotu niż pasywnie zarządzany

[1] D. Hunter, E. Kandel, S. Kandel, R. Wermers, *Mutual Fund Performance Evaluation with Active Peer Benchmarks*, "Journal of Financial Economics" 2014, No. 112, s. 2.

portfel papierów wartościowych. Badanie efektywności funduszy inwestycyjnych ma zatem bardzo ważne zastosowanie praktyczne. Gdy wyniki badania dowiodą o nieefektywności aktywnie zarządzanych funduszy inwestycyjnych, pojawia się poważny argument do tego, by inwestorzy kierowali swoje środki finansowe do funduszy pasywnych[2].

Głównym celem opracowania jest ocena efektywności funduszy inwestycyjnych lokujących środki w akcje notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Realizując postawiony cel, autor zweryfikował następujące hipotezy:

– aktywnie zarządzane fundusze inwestycyjne polskich akcji nie osiągają wyższej stopy zwrotu niż portfel rynkowy,

– aktywnie zarządzane fundusze inwestycyjne polskich akcji charakteryzują się mniejszym poziomem ryzyka całkowitego niż portfel rynkowy.

Do badania wykorzystano zarówno podstawowe miary efektywności funduszy inwestycyjnych (stopę zwrotu, odchylenie standardowe, współczynnik zmienności beta), jak i miary złożone, czyli skorygowane o ryzyko: wskaźnik Sharpe'a, Treynora, alfa Jensena. Uzyskane wyniki zostały odniesione do wskaźników efektywności uzyskanych przez portfel rynkowy (WIG). W celu uzyskania porównywalności wyników wybrano do badania wyłącznie fundusze uniwersalne, czyli nieograniczające swoich decyzji inwestycyjnych do spółek z określonego sektora. Do obliczeń wartości wskaźników w niniejszym opracowaniu zastosowano stopy zwrotu w interwale miesięcznym. Za stopę wolną od ryzyka przyjęto WIBID 1M.

1. Przegląd badań nad efektywnością funduszy inwestycyjnych w Polsce

Liczba polskich publikacji dotyczących efektywności funduszy inwestycyjnych jest niewielka i są one znacznie mniej zaawansowane niż literatura światowa, szczególnie amerykańska. Wpływ na to ma niewątpliwie krótka historia rynku kapitałowego w Polsce.

Pierwszą analizę efektywności polskich funduszy inwestycyjnych przeprowadził T. Miziołek w 1997 roku. Autor ten przebadał wszystkie ówcześnie funkcjonujące fundusze akcyjne i zrównoważone. Badanie wykazało brak ponadprzeciętnych stóp zwrotu w przypadku niemal całej badanej próby[3]. Dwa lata później T. Miziołek powtórzył badanie i uzyskał podobne wyniki[4]. Efektyw-

[2] J. Vidal-Garcia, *The Persistence of European Mutual Fund Performance*, "Research in International Business and Finance" 2013, No. 28, s. 46.

[3] T. Miziołek, *Ocena efektywności inwestowania w fundusze powiernicze*, „Nasz Rynek Kapitałowy" 1997, nr 11, s. 37.

[4] *Idem*, *Dwa oblicza rynku funduszy*, „Nasz Rynek Kapitałowy" 1999, nr 11, s. 65.

ności funduszy inwestycyjnych w Polsce poświęcili swoje badanie również J. Czekaj, M. Woś oraz J. Żarnowski. Badaniem został objęty okres od grudnia 1998 do grudnia 2000 roku. Na podstawie przeprowadzonego badania autorzy dowiedli, że fundusze w większości osiągały dodatkową stopę zwrotu, jednak była ona nieistotna statystycznie[5]. Jedno z najbardziej kompleksowych badań przeprowadził D. Dawidowicz, który przeanalizował 134 fundusze inwestycyjne w pięciu grupach: akcji, zrównoważonych, stabilnego wzrostu, obligacji i gotówkowych. Badanie obejmowało lata 1997−2007. Wykazało ono, że polskie fundusze akcji były efektywne jedynie w latach: 1999, 2000, 2003, 2006 i 2007[6]. Ciekawych wyników dostarczyło badanie J. Białkowskiego i R. Ottena. Autorzy zbadali 140 funduszy inwestycyjnych działających w Polsce. Badanie obejmowało okres od stycznia 2000 do stycznia 2008 roku. Przeprowadzona analiza efektywności wykazała, że polskie fundusze inwestycyjne osiągają gorsze wyniki od benchmarku. Jednak po dodaniu do wyników funduszy opłaty za zarządzanie, uzyskano dodatnie i istotne statystycznie parametry alfa. Oznacza to, że zarządzający osiągali lepszą stopę zwrotu niż indeks rynkowy, tylko efekt ten został w całości zneutralizowany przez wysokie opłaty[7]. Jedną z najnowszych publikacji o efektywności polskich funduszy inwestycyjnych jest artykuł K. Zawadzkiego. Autor zanalizował fundusze akcji, zrównoważone i stabilnego wzrostu w latach 2000−2012. Badanie wykazało niską efektywność wszystkich trzech typów funduszy[8].

Należy zauważyć, że brakuje opracowań, które obejmowałyby okres hossy w 2013 i trendu bocznego w 2014 roku. Ponadto w wymienionych wyżej publikacjach wyniki badań są przedstawione w postaci średniej, co nie pozwala na porównanie efektywności między pojedynczymi funduszami, a jedynie umożliwia przedstawienie ogólnego wniosku dla całej grupy funduszy inwestycyjnych.

2. Charakterystyka badanych funduszy

Badaniu zostało poddanych 15 funduszy akcji inwestujących na polskim rynku w 3-letnim okresie od czerwca 2011 do maja 2014 roku. Z uwagi na zróżnicowanie trendów, które miały miejsce na rynku w tym czasie, okres ten wydaje się być interesujący z punktu widzenia analizy efektywności. Druga

[5] J. Czekaj, M. Woś, J. Żarnowski, *Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce*, PWN, Warszawa 2001, s. 143.

[6] D. Dawidowicz, *Fundusze inwestycyjne*, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 115−142.

[7] J. Białkowski, R. Otten, *Emerging Market Mutual Fund Performance: Evidence for Poland*, "North American Journal of Economics and Finance" 2011, No. 22, s. 118−130.

[8] K. Zawadzki, *Efektywność inwestowania kapitału w fundusze inwestycyjne w Polsce*, „Przegląd Organizacji" 2013, nr 8, s. 48−53.

połowa 2011 roku to okres bardzo gwałtownych spadków. Lata 2012−2013 to okres trendu wzrostowego. Z kolei w pierwszej połowie 2014 roku miał miejsce trend boczny. Lista analizowanych funduszy wraz z datą rozpoczęcia działalności, wartością zarządzanych aktywów oraz wysokością opłaty za zarządzanie została zaprezentowana w tabeli 1.

Tabela 1. Podstawowe informacje dotyczące analizowanych funduszy inwestycyjnych

Nazwa funduszu inwestycyjnego	**Data rozpoczęcia działalności**	**Aktywa (mln zł, stan na 31.05.2014)**	**Opłata za zarządzanie**
Arka BZ WBK Akcji	02.04.1998	1 240,7	4,00%
Aviva Polskich Akcji	08.04.2002	904,9	4,00%
BPS Akcji	10.05.2011	20,9	4,00%
Copernicus Akcji	08.07.2010	5,5	3,25%
ING Akcji	09.03.1998	781,2	3,50%
Investor Akcji	21.08.2000	95,5	2,80%
KBC Akcyjny	25.10.2006	79,5	4,00%
Legg Mason Akcji	04.01.1999	1 485,2	3,50%
Millennium Akcji	03.01.2002	367,0	4,00%
Noble Fund Akcji	01.12.2006	629,6	4,00%
Pioneer Akcji Polskich	18.12.1995	957,8	4,00%
PKO Akcji	27.01.1998	509,8	4,00%
PZU Akcji Krakowiak	25.10.1999	478,2	4,00%
Skarbiec Akcja	09.10.1997	404,1	4,00%
UniKorona Akcje	20.01.1997	945,3	4,00%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, *Aktywa Funduszy Inwestycyjnych 31.05.2014*, www.izfa.pl/files_user/xls/Raport%20aktywa%20 31.05.2014.xls (data dostępu: 20.11.2014); analizy.pl.

W przypadku dwóch funduszy aktywa przekraczają 1 mld zł. Są to fundusze Arka BZ WBK Akcji oraz Legg Mason Akcji. Najmniejszym pod względem aktywów jest fundusz Copernicus Akcji, zarządzający aktywami o wartości zaledwie 5,5 mln zł.

Analizowane fundusze inwestycyjne charakteryzują się mało zróżnicowanymi opłatami pobieranymi za zarządzanie aktywami. Zaledwie cztery z nich

posiadają opłatę inną niż 4% (zob. tabela 1). Najniższą opłatę za zarządzanie pobiera fundusz Investor Akcji, wynosi ona 2,8%. Fundusz Copernicus Akcji posiada opłatę na poziomie 3,25%, natomiast w przypadku funduszy ING Akcji oraz Legg Mason Akcji kształtuje się ona na poziomie 3,5%. Wszystkie pozostałe fundusze pobierają opłatę za zarządzanie równą 4%.

3. Analiza funduszy inwestycyjnych z wykorzystaniem prostych metod oceny

Ocena funduszy inwestycyjnych opiera się przede wszystkim na metodzie porównawczej wykorzystującej wzorzec odniesienia. Elementami porównywanymi są różne miary oceny wyników funduszy inwestycyjnych. Miary te można podzielić na[9]:

– proste,
– złożone (skorygowane o ryzyko).

Istotne jest przy tym, aby charakterystyki badanych funduszy były doprowadzone do porównywalności. W tym celu ocenę efektywności należy przeprowadzać oddzielnie dla każdej grupy funduszy w zależności od rodzaju instrumentów, w które lokują one środki, a także położenie geograficzne tych lokat. Posługiwanie się jednakowym benchmarkiem w ocenie efektywności różnych typów funduszy inwestycyjnych lub funduszy działających na odmiennych geograficznie rynkach doprowadziłoby do błędnych wniosków. W wyborze odpowiedniego wzorca odniesienia należy wziąć pod uwagę przede wszystkim następujące czynniki[10]:

– poziom ryzyka podejmowanego przez dany fundusz inwestycyjny,
– przyjęty cel inwestycyjny funduszu,
– prowadzoną politykę inwestycyjną funduszu.

Do prostych metod wykorzystywanych w badaniu ich efektywności zalicza się[11]:

– stopę zwrotu,
– odchylenie standardowe,
– współczynnik zmienności,
– współczynnik beta.

Stopa zwrotu jest najprostszą metodą pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych. Wyznacza się ją przez podzielenie zmiany wyceny jednostki uczestnictwa powiększoną o ewentualną dywidendę przez wycenę jednostki uczestnictwa na początku okresu:

---

[9] D. Dawidowicz, *op. cit.*, s. 55.

[10] *Ibidem*, s. 74.

[11] E. Feder-Sempach, *Ryzyko inwestycyjne. Analiza polskiego rynku akcji*, CeDeWu, Warszawa 2011, s. 22−23.

$$Rp = \frac{d_t + (P_{t+1} - P_t)}{P_t}$$

gdzie:
Rp – stopa zwrotu z funduszu inwestycyjnego w okresie t
d_t – dywidenda w okresie t
P_{t+1} – wycena jednostki uczestnictwa na koniec okresu t
P_t – wycena jednostki uczestnictwa na początku okresu t

Na polskim rynku funduszy inwestycyjnych występuje niewiele funduszy dywidendowych, stąd we wzorze można pominąć ten element[12]. Fundusze będące przedmiotem badania nie wypłacały dywidendy.

W tabeli 2 zamieszczono stopy zwrotu badanych funduszy inwestycyjnych dla poszczególnych okresów, a także średnią arytmetyczną miesięcznych stóp zwrotu, która posłużyła do obliczenia wskaźników efektywności w dalszej części opracowania. Do obliczeń miesięcznych stóp zwrotu wykorzystano wartości indeksu lub jednostek funduszu inwestycyjnego w pierwszym dniu miesiąca, w którym odbywały się notowania.

Tabela 2. Stopy zwrotu analizowanych funduszy inwestycyjnych

Nazwa funduszu	**Średnia miesięczna stopa zwrotu**	**Stopa zwrotu dla okresu**			
		VI 2011 – V 2014	**VI 2011 – V 2012**	**VI 2012 – V 2013**	**VI 2013 – V 2014**
WIG	0,23%	3,71%	-19,7%	17,9%	9,8%
Arka BZ WBK Akcji	-0,32%	-13,94%	-23,5%	14,2%	1,7%
Aviva Polskich Akcji	0,18%	2,82%	-15,9%	17,5%	6,6%
BPS Akcji	0,03%	-2,37%	-16,1%	10,1%	5,9%
Copernicus Akcji	0,43%	11,99%	-19,5%	10,4%	24,4%
ING Akcji	-0,03%	-5,08%	-23,9%	20,6%	6,1%
Investor Akcji	0,33%	7,21%	-23,1%	19,3%	21,2%
KBC Akcyjny	0,06%	-2,13%	-23,9%	16,3%	9,3%

[12] K. Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2008, s. 48.

Legg Mason Akcji	0,21%	4,54%	-16,6%	14,9%	8,8%
Millennium Akcji	-0,04%	-4,91%	-21,8%	15,5%	7,5%
Noble Fund Akcji	0,14%	1,36%	-15,8%	15,8%	4,4%
Pioneer Akcji Polskich	-0,80%	-29,30%	-37,6%	9,5%	4,7%
PKO Akcji	0,13%	1,48%	-17,7%	16,2%	8,3%
PZU Akcji Krakowiak	-0,20%	-10,88%	-22,3%	10,3%	3,8%
Skarbiec Akcja	-0,03%	-4,60%	-21,5%	20,4%	2,3%
UniKorona Akcje	0,19%	3,14%	-17,0%	16,1%	7,2%

Źródło: Obliczenia własne.

Stopy zwrotu dla całego badanego okresu kształtują się na relatywnie niskim poziomie, co wynika z koniunktury, która miała miejsce na GPW w Warszawie. W sierpniu 2011 roku indeks WIG spadł o 11%, natomiast we wrześniu tego samego roku zanotowano spadki na poziomie ponad 9%. Z okresem złej koniunktury najlepiej poradził sobie fundusz Aviva, natomiast największe straty zanotował fundusz Pioneer. Kolejne okresy wszystkie badane fundusze zakończyły dodatnią stopą zwrotu. W okresie od czerwca 2012 do maja 2013 roku stopy zwrotu kształtowały się od 9,5% (Pioneer Akcji Polskich) do 20,6% (ING Akcji), przy stopie zwrotu indeksu WIG na poziomie 17,9%. W ostatnim roku badanego okresu, tj. od czerwca 2013 do maja 2014 roku, tempo wzrostów wyraźnie zmalało. Indeks szerokiego rynku zanotował wzrost o 9,8%, a wyniki funduszy kształtowały się od 1,7% do 24,4%, przy czym stopę zwrotu na poziomie ponad 20% wypracowały tylko fundusze Investor oraz Copernicus i wyniki te znacznie odbiegają od stóp zwrotu pozostałych funduszy.

Porównanie stóp zwrotu analizowanych funduszy akcji do indeksu szerokiego rynku nie wskazuje na pozytywne efekty aktywnego zarządzania portfelem (zob. tabela 3). Z danych wynika, że większość funduszy nie osiągała wyższych stóp zwrotu od indeksu WIG.

Tabela 3. Porównanie prostej stopy zwrotu funduszy akcji i indeksu WIG

Wskaźnik	Liczba funduszy ze stopą zwrotu w porównaniu do indeksu WIG	
	większą	mniejszą
Średnia miesięczna stopa zwrotu	2	13
VI 2011 – V 2014	3	12
VI 2011 – V 2012	7	8
VI 2012 − V 2013	3	12
VI 2013 − V 2014	2	13

Źródło: Opracowanie własne.

Biorąc pod uwagę stopę zwrotu dla całego 3-letniego okresu objętego badaniem, tylko trzy spośród 15 funduszy okazały się lepsze od indeksu rynkowego. W porównaniu do indeksu WIG fundusze najlepiej wypadły w okresie między czerwcem 2011 a majem 2012 roku, kiedy prawie połowa funduszy osiągnęła wynik lepszy od stopy zwrotu indeksu WIG. Należy zauważyć, że był to okres największych spadków w okresie objętym badaniem. Od czerwca 2012 do maja 2013 roku, czyli w okresie największych wzrostów w badanym przedziale czasowym, tylko fundusze ING, Investor oraz Skarbiec wypracowały wyższą stopę zwrotu niż indeks szerokiego rynku. Natomiast między czerwcem 2013 a majem 2014 roku ponadprzeciętną stopę zwrotu osiągnęły fundusze Investor oraz Copernicus.

Odchylenie standardowe stopy zwrotu obliczane jest według wzoru:

$$s = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^{n}(Rp - \overline{Rp})^2}{n-1}}$$

gdzie:
$\overline{Rp}$ – średnia stopa zwrotu funduszu w badanym okresie
n – liczba okresów

Odchylenie standardowe przyjmuje wartości dodatnie i wskazuje, o ile przeciętnie wartość stopy zwrotu różniła się od jej średniej wartości dla badanego okresu. Im mniejsza wartość odchylenia standardowego, tym ryzyko całkowite funduszu inwestycyjnego jest mniejsze[13].

[13] *Ibidem,* s. 50.

Wskaźnikiem uwzględniającym w swojej formule nie tylko miarę ryzyka, ale również stopę zwrotu jest współczynnik zmienności. Oblicza się go według wzoru:

$$CV=\frac{s}{Rp}$$

Współczynnik zmienności informuje, jaka wartość ryzyka całkowitego przypada na jednostkę stopy zwrotu. Im mniejsza, ale dodatnia wartość tego wskaźnika, tym bardziej atrakcyjny wynik osiągnął fundusz. Wadą współczynnika zmienności jest to, że nie można go stosować, gdy stopa zwrotu funduszu inwestycyjnego jest ujemna[14].

Kolejną miarą stosowaną przy ocenie ryzyka związanego z funduszem inwestycyjnym jest współczynnik beta. Wykorzystuje się go do pomiaru ryzyka systematycznego, czyli takiego, którego nie można zdywersyfikować, gdyż jego źródło znajduje się poza portfelem. Współczynnik beta oblicza się według wzoru:

$$\beta = \frac{\sum_{i=1}^{n}(Rp - \overline{Rp}) \times (Rm - \overline{Rm})}{\sum_{i=1}^{n}(Rm - \overline{Rm})}$$

gdzie:
Rm – stopa zwrotu z indeksu rynkowego
$\overline{Rm}$ – średnia stopa zwrotu z indeksu rynkowego w badanym okresie

Współczynnik beta wskazuje zmienność wartości jednostki uczestnictwa funduszu wobec zmian indeksu rynkowego. Wartość współczynnika beta wskazuje, o ile zmieniała się stopa zwrotu funduszu inwestycyjnego, gdy stopa zwrotu z portfela rynkowego zmieniała się o 1%[15].

Tabela 4. Odchylenie standardowe, współczynnik zmienności oraz współczynnik beta badanych funduszy inwestycyjnych i indeksu WIG

Nazwa funduszu	Odchylenie standardowe (s)	Współczynnik zmienności (CV)	Beta (β)	Statystyka t-Studenta t(β)
WIG	5,03%	22,12	1,00	-
Arka BZ WBK Akcji	4,69%	-14,66	0,91	25,03
Aviva Polskich Akcji	4,48%	25,01	0,83	14,89

[14] D. Dawidowicz, *op. cit.*, s. 88.
[15] *Ibidem*, s. 90.

BPS Akcji	4,38%	171,72	0,85	28,45
Copernicus Akcji	4,75%	10,96	0,86	12,28
ING Akcji	4,95%	-175,63	0,97	35,63
Investor Akcji	5,18%	15,58	0,98	17,33
KBC Akcyjny	5,07%	78,65	1,00	40,29
Legg Mason Akcji	4,18%	19,75	0,81	25,50
Millennium Akcji	4,67%	-127,46	0,91	31,64
Noble Fund Akcji	4,54%	32,56	0,88	26,26
Pioneer Akcji Polskich	6,10%	-7,66	1,17	20,38
PKO Akcji	4,35%	32,33	0,85	28,60
PZU Akcji Krakowiak	5,21%	-26,58	1,01	27,87
Skarbiec Akcja	4,72%	-186,64	0,92	29,94
UniKorona Akcje	4,53%	24,03	0,87	23,44

Źródło: Obliczenia własne.

Wartości odchylenia standardowego dla badanych funduszy (zob. tabela 4) wskazują, że zdecydowana większość charakteryzowała się mniejszymi wahaniami wartości jednostek uczestnictwa niż indeks rynkowy. Uzyskane wartości wskaźnika świadczą o tym, że aktywne zarządzanie portfelem akcji z reguły prowadzi do ograniczenia ryzyka całkowitego. Tylko cztery spośród 15 analizowanych funduszy posiadają wartość odchylenia standardowego wyższą niż indeks WIG.

Z otrzymanych wartości współczynnika zmienności CV (zob. tabela 4) wynika, że najbardziej efektywnym funduszem był Copernicus, dla którego wartość wskaźnika wyniosła 10,96, przy wartości współczynnika dla indeksu WIG na poziomie 22,12. Łącznie tylko trzy fundusze uzyskały wynik lepszy od indeksu szerokiego rynku.

Zdecydowana większość funduszy inwestycyjnych osiągnęła wartość współczynnika beta mniejszą od 1, co oznacza, że charakteryzują się mniejszym ryzykiem niż portfel rynkowy (zob. tabela 4). Innymi słowy, stopy zwrotu funduszy inwestycyjnych reagują w mniejszym stopniu na zmiany rynkowe niż wartości indeksu giełdowego WIG. Na poziomie istotności 0,05 wartość parametru beta jest statystycznie istotna w przypadku wszystkich badanych funduszy inwestycyjnych, o czym świadczą wartości statystyk t-Studenta.

4. Ocena funduszy inwestycyjnych z wykorzystaniem złożonych miar efektywności

Oprócz opisanych wcześniej prostych miar wykorzystuje się też złożone wskaźniki skorygowane o ryzyko. Ich konstrukcja uwzględnia zarówno stopę zwrotu osiągniętą przez fundusz, jak i towarzyszące temu ryzyko. Do tych miar można zaliczyć[16]:

– wskaźnik Sharpe'a,
– wskaźnik Treynora,
– alfę Jensena.

Wskaźnik Sharpe'a stanowi relację premii za ryzyko do odchylenia standardowego stopy zwrotu funduszu inwestycyjnego. Wskaźnik ten oblicza się według wzoru:

$$S_t = \frac{R_p - R_f}{s_p}$$

gdzie:
R_f – stopa zwrotu z instrumentów wolnych od ryzyka
s_p – odchylenie standardowe stopy zwrotu funduszu inwestycyjnego

Wskaźnik Sharpe'a określa, jaka wielkość premii za ryzyko przypada na jednostkę ryzyka całkowitego, mierzonego odchyleniem standardowym. Im wyższa jest wartość tego wskaźnika, tym lepiej, ponieważ oznacza to wyższą premię przypadającą na jednostkę ryzyka[17].

Kolejną miarą jest wskaźnik Treynora, którego konstrukcja jest zbliżona do wskaźnika Sharpe'a. Zasadniczą różnicą jest jednak to, iż wskaźnik ten jest oparty tylko na ryzyku rynkowym. Wskaźnik Treynora dany jest wzorem:

$$T_p = \frac{R_p - R_f}{\beta_p}$$

gdzie:
β_p – współczynnik beta funduszu inwestycyjnego

Wskaźnik Treynora określa wielkość premii przypadającą na jednostkę ryzyka rynkowego. Im większa jest wartość wskaźnika, tym fundusz inwestycyjny jest bardziej efektywny. Wartości wskaźnika Sharpe'a oraz wskaźnika Treynora dla funduszy inwestycyjnych warto odnieść do wartości uzyskanych dla wzorca odniesienia[18].

---

[16] K. Zawadzki, *op. cit.*, s. 49.
[17] D. Dawidowicz, *op. cit.*, s. 95.
[18] *Ibidem*, s. 97.

Jeżeli wskaźnik Sharpe'a dla funduszu inwestycyjnego jest większy od wskaźnika Sharpe'a dla wzorca odniesienia, wówczas portfel funduszu inwestycyjnego jest bardziej efektywny niż portfel rynkowy. Analogicznie wygląda interpretacja w przypadku wskaźnika Treynora[19].

Najbardziej syntetyczną miarą, spośród omawianych w niniejszym opracowaniu, jest alfa Jensena. Wskaźnik ten oblicza się według wzoru:

$$J=(R_p - R_f) - (R_m - R_f)\times \beta_p$$

Alfa Jensena jest miarą względną. Wskaźnik ten jest szczególnie zalecany do oceny funduszy, których portfele są dobrze zdywersyfikowane. Wynika to z faktu, że pomiar oczekiwanej stopy zwrotu zależy od współczynnika beta funduszu inwestycyjnego, czyli ryzyka systematycznego[20]. Bardzo dużą zaletą alfy Jensena jest fakt, iż w przeciwieństwie do wskaźników Sharpe'a i Treynora jest ona niewrażliwa na panujący na rynku trend[21]. Wadą alfy Jensena jest to, że może być zastosowana wyłącznie do oceny funduszy inwestycyjnych, których portfele zawierają akcje. Wskaźnik ten nie jest stosowany do oceny efektywności funduszy obligacji oraz rynku pieniężnego. Gdy alfa Jensena przyjmuje wartości dodatnie, oznacza to, iż stopa zwrotu z funduszu inwestycyjnego jest większa niż oczekiwana stopa zwrotu uwzględniająca ryzyko, a więc portfel funduszu inwestycyjnego jest efektywny. Im większa jest wartość tego wskaźnika, tym lepszy wynik osiągnął badany fundusz.

Wartości wskaźnika Sharpe'a, Treynora oraz alfy Jensena dla badanych funduszy inwestycyjnych i benchmarku prezentuje tabela 5.

Tabela 5. Wskaźnik Treynora, Sharpe'a oraz alfa Jensena badanych funduszy inwestycyjnych i benchmarku

Nazwa funduszu	**Wskaźnik Treynora (T_p)**	**Wskaźnik Sharpe'a (S_t)**	**Alfa Jensena (J)**	**Statystyka t-Studenta t(J)**
WIG	-0,08%	-0,02	-	-
Arka BZ WBK Akcji	-0,69%	-0,13	-0,55%	-3,08*
Aviva Polskich Akcji	-0,16%	-0,03	-0,06%	-0,23
BPS Akcji	-0,33%	-0,07	-0,21%	-1,44
Copernicus Akcji	0,14%	0,03	0,19%	0,56

[19] *Ibidem*, s. 98.

[20] A. Dzielnicki, W. Gudaszewski, M. Hnatiuk, J. Stefanoff, *Pomiar wyników działalności inwestycyjnej*, „Rynek Terminowy" 2005, nr 3, s. 12.

[21] R.A. Haugen, *Teoria nowoczesnego inwestowania*, Wydawnictwo WIG-Press, Warszawa 1996, s. 375.

ING Akcji	-0,35%	-0,07	-0,26%	-1,91
Investor Akcji	0,02%	0,004	0,10%	0,37
KBC Akcyjny	-0,25%	-0,05	-0,16%	-1,33
Legg Mason Akcji	-0,12%	-0,02	-0,03%	-0,20
Millennium Akcji	-0,38%	-0,07	-0,27%	-1,89
Noble Fund Akcji	-0,19%	-0,04	-0,10%	-0,59
Pioneer Akcji Polskich	-0,95%	-0,18	-1,01%	-3,56*
PKO Akcji	-0,21%	-0,04	-0,11%	-0,72
PZU Akcji Krakowiak	-0,50%	-0,10	-0,42%	-2,34*
Skarbiec Akcja	-0,36%	-0,07	-0,26%	-1,70
UniKorona Akcje	-0,14%	-0,03	-0,05%	-0,27

* parametr istotny statystycznie na poziomie 0,05
Źródło: Obliczenia własne.

Analizując wartości wskaźnika Treynora i wskaźnika Sharpe'a, można wyciągnąć wniosek, iż tylko dwa fundusze są efektywne, czyli posiadają wartość wskaźnika większą od wartości dla indeksu WIG. Są to Investor Akcji oraz Copernicus Akcji. Wszystkie pozostałe fundusze charakteryzowały się w badanym okresie gorszą efektywnością niż indeks giełdowy. Ujemne wartości wskaźnika Sharpe'a świadczą o tym, że dla klientów, którzy powierzyli swoje środki funduszowi w badanym okresie, korzystniejsze byłoby ulokowanie ich po stopie wolnej od ryzyka.

Wśród badanych funduszy brak jest takiego, który charakteryzowałby się dodatnim i istotnym statystycznie parametrem alfa, co świadczy o braku efektywności wszystkich badanych funduszy. W przypadku trzech z 15 badanych funduszy uzyskano statystycznie istotne oszacowania alfy Jensena, jednak wartości wszystkich tych parametrów są ujemne (zob. tabela 5).

Zakończenie

Przeprowadzona ocena efektywności, będąca głównym celem opracowania, wykazała prawdziwość obu postawionych hipotez. Po pierwsze, aktywnie zarządzane fundusze inwestycyjne polskich akcji nie osiągały wyższej stopy zwrotu niż portfel rynkowy. Jedynymi funduszami, które osiągnęły dodatkową stopą zwrotu (dodatnią wartość alfy Jensena) były Investor Akcji oraz Coper-

nicus Akcji, jednak wyniki te okazały się nieistotne statystycznie. Po drugie, 11 spośród 15 badanych funduszy posiadało mniejszą wartość odchylenia standardowego niż portfel rynkowy. Oznacza to, że aktywnie zarządzane fundusze inwestycyjne polskich akcji charakteryzowały się mniejszym poziomem ryzyka całkowitego niż portfel rynkowy.

Bibliografia

Białkowski J., Otten R., *Emerging Market Mutual Fund Performance: Evidence for Poland*, "North American Journal of Economics and Finance" 2011, No. 22.

Czekaj J., Woś M., Żarnowski J., *Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce*, PWN, Warszawa 2001.

Dawidowicz D., *Fundusze inwestycyjne*, CeDeWu, Warszawa 2008.

Dzielnicki A., Gudaszewski W., Hnatiuk M., Stefanoff J., *Pomiar wyników działalności inwestycyjnej*, „Rynek Terminowy" 2005, nr 3.

Feder-Sempach E., *Ryzyko inwestycyjne. Analiza polskiego rynku akcji*, CeDeWu, Warszawa 2011.

Gabryelczyk K., *Fundusze inwestycyjne*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2008.

Haugen R.A., *Teoria nowoczesnego inwestowania*, Wydawnictwo WIG-Press, Warszawa 1996.

Hunter D., Kandel E., Kandel S., Wermers R., *Mutual Fund Performance Evaluation with Active Peer Benchmarks*, "Journal of Financial Economics" 2014, No. 112.

Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, *Aktywa Funduszy Inwestycyjnych 31.05.2014*, www.izfa.pl/files_user/xls/Raport%20aktywa%2031.05.2014.xls (data dostępu: 20.11.2014).

Miziołek T., *Dwa oblicza rynku funduszy*, „Nasz Rynek Kapitałowy" 1999, nr 1.

Miziołek T., *Ocena efektywności inwestowania w fundusze powiernicze*, „Nasz Rynek Kapitałowy" 1997, nr 11.

Vidal-Garcia J., *The Persistence of European Mutual Fund Performance*, "Research in International Business and Finance" 2013, No. 28.

Zawadzki K., *Efektywność inwestowania kapitału w fundusze inwestycyjne w Polsce*, „Przegląd Organizacji" 2013, nr 8.

Summary

The Efficiency of the Polish Equity Funds

The aim of the article is to analyze the efficiency of the Polish equity funds. The author used the following indicators: beta, standard deviation, coefficient of variation, Sharpe ratio, Treynor ratio and Jensen's alpha. The results of the study showed that the Polish equity funds were not efficient between June 2011 and May 2014, i.e. most of the funds achieved worse results than the stock market index (WIG). None of the mutual funds had a positive and significant Jensen's alpha.

Keywords: stock market, investing, mutual fund, capital market, efficiency, analysis, investments, financial instruments

Rozdział

10

Jarosław Żerulik

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Strategie zarządzania ryzykiem kursów walut w przedsiębiorstwie wraz z przykładem zastosowania

Streszczenie

Charakterystyczną cechą działalności gospodarczej jest jej nieustanna ekspozycja na ryzyko. W przypadku działalności na rynkach międzynarodowych dotyczy to w szczególności ryzyka kursów walut. Niniejsze opracowanie przedstawia w pierwszej kolejności klasyfikację ryzyk. Następnie są zaprezentowane przesłanki do zarządzania ryzykiem walutowym i możliwości jego identyfikacji. Część trzecia opisuje wewnętrzne strategie zarządzania ryzykiem, natomiast czwarta – strategie zewnętrzne z wykorzystaniem pośrednictwa instytucji finansowych i instrumentów pochodnych. Ostatnim punktem opracowania jest studium przypadku, obrazujące praktyczne wykorzystanie przedstawionych wcześniej strategii. Opracowanie ma charakter rozważań teoretycznych i zostało zbudowane na podstawie badań literaturowych.

Słowa kluczowe: ryzyko, ryzyko walutowe, strategia zarządzania ryzykiem walutowym, instrumenty pochodne

Wstęp

Każda działalność gospodarcza narażona jest na ryzyko. Działalność eksportowa i importowa przedsiębiorstwa rodzi jego nowe źródła związane z wahaniami kursów walut i wynikającą z nich zmiennością wartości planowanych zysków, a nawet możliwością poniesienia strat. Jest to ryzyko zmiany kursu walutowego (ryzyko kursowe lub walutowe), które na kanwie kryzysu finansowego z lat 2007−2008 przez światowe media zostało wykreowane na jeden z najmniej przewidywalnych i najtrudniejszych do zabezpieczenia czynników decydujących o powodzeniu lub porażce działalności ukierunkowanej na rynki zagraniczne.

Założeniem niniejszego opracowania jest udowodnienie, że wbrew obiegowej opinii ryzyko zmiany kursu walutowego w działalności przedsiębiorstw można ograniczyć (a ponadto swobodnie kształtować, w zależności od potrzeb). W tym celu autor prezentuje współczesne metody minimalizacji ryzyka walutowego, klasyfikując je w dwóch grupach jako wewnętrzne i zewnętrze strategie zarządzania ryzykiem kursowym, które poprzedza teoretyczna analiza pojęcia ryzyka, a podsumowuje *case study* zarządzania ryzykiem walutowym w przedsiębiorstwie.

1. Klasyfikacja ryzyka w działalności gospodarczej

Zgodnie z ustawą o podatku dochodowym od osób fizycznych działalność gospodarcza jest prowadzona w celu zarobkowym, ale bez względu na jej rezultat[1]. Swoiste złożenie, że zysk nie musi zostać osiągnięty, wynika ze świadomości ustawodawcy o niepewności będącej podstawową cechą gospodarki rynkowej. Ta niepewność, czyli ryzyko, jest kategorią ekonomiczną, która podlega kilkustopniowej klasyfikacji co do rodzaju wpływu i przedmiotu oddziaływania[2]. Wyróżnia się ryzyko systematyczne (niezależne od podmiotu)[3] i ryzyko specyficzne (poddające się przynajmniej częściowej kontroli). Z punktu widzenia przedsiębiorstwa proponuje się bardziej szczegółowy podział ryzyka, uwzględniający pełny konspekt prowadzania działalności. Jest to ryzyko:

- rynkowe,
- kredytowe,
- operacyjne,
- biznesowe,
- prawne,
- kulturowe,
- polityczne.

Najważniejsze − ze względu na ciągłość występowania − jest ryzyko rynkowe, zależne m.in. od wahań kursu walut, stopy procentowej czy zmian cen[4].

Na tym gruncie funkcjonuje ryzyko kursu walutowego. R. Nagaj ryzyko walutowe określa jako możliwość spadku wartości należności bądź wzrostu zobowiązań w wyniku zmiany kursu waluty. Ryzyko wahań kursu walutowego narasta w sytuacji niestabilności rynków finansowych oraz recesji i spowolnie-

---

[1] Ustawa z dnia 26 lipca 1991 roku o podatku dochodowym od osób fizycznych (Dz.U. z 2012 r., nr 173, poz. 361), art. 52, s. 6.

[2] E. Kubińska-Kaleta, *Zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwach przemysłowych na przykładzie huty stali*, AGH, Kraków 2008, s. 6−12.

[3] R. Nagaj, *Ryzyko kursowe w działalności przedsiębiorstw w Polsce*, „Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania" 2013, nr 32, s. 92−93.

[4] W. Tarczyński, M. Mojsiewicz, *Zarządzanie ryzykiem*, PWE, Warszawa 2001, s. 23.

nia gospodarki światowej[5]. M. Kalinowski za ryzyko kursowe uważa potencjalną zmianę dochodu wynikającą z nieoczekiwanych zmian kursu waluty obcej. Dotyczy ono wszystkich przedsiębiorstw – finansowych i niefinansowych – a także dodatnich i ujemnych odchyleń dochodu[6].

Dla eksporterów, importerów oraz międzynarodowych koncernów i podmiotów zaciągających kredyty w obcych walutach lub finansujących inwestycje takimi środkami[7], ryzyko walutowe może mieć wpływ krótko- lub długoterminowy oraz zależeć od[8]:

– czynników ekonomicznych (stóp procentowych, inflacji, bilansu płatniczego, polityki monetarnej, PKB itp.),

– czynników politycznych (reżimów kursowych, trwałości prawa, polityki fiskalnej itp.),

– spekulacji na rynku walutowym i operacji banków centralnych.

Znaczenie ryzyka kursowego w działalności przedsiębiorstwa obrazują pozycje wyeksponowane na ten rodzaj ryzyka, obejmujące[9]:

– pozycje bilansu nominowane w obcej walucie,

– rzeczywiste, fizyczne zakupy oraz sprzedaż dóbr i usług, które nie zostały jeszcze zafakturowane,

– transakcje kupna i sprzedaży przyszłych okresów,

– rachunki i płatności w obcych walutach, które zostają ujawnione w momencie zawarcia transakcji.

W nawiązaniu do powyższego wyliczenia, literatura przedmiotu proponuje następujący podział ryzyka kursowego na[10]:

– transakcyjne – dotyczące zmian wartości należności lub zobowiązań,

– konwersji – wpływające na zmianę wartości aktywów i pasywów przedsiębiorstwa, nominowanych w obcych walutach,

– operacyjne – gdy wahania kursów walut wpływają na wartość przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej przedsiębiorstwa.

2. Wprowadzenie do strategii zarządzania ryzykiem kursowym

Podstawowym celem zarządzania ryzykiem jest poprawa lub zabezpieczenie wartości wyniku finansowego przez maksymalne ograniczenie jego

---

[5] R. Nagaj, *op. cit.*, s. 93.

[6] M. Kalinowski, *Zarządzanie ryzykiem walutowym w przedsiębiorstwie*, Cedetu, Warszawa 2007, s. 38.

[7] R. Nagaj, *op. cit.*, s. 92.

[8] D. Dziawgo, *Ryzyko na rynku finansowym*, PWE, Warszawa 1998, s.27.

[9] D. Bennett, *Ryzyko walutowe: instrumenty i strategie zabezpieczające*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000, s. 28−29.

[10] I. Sobańska, *Kontrakty długoterminowe. Przychody – koszty – wynik*, Difin, Warszawa 2004, s. 98.

skutków. Zarządzanie ryzykiem obejmuje rozpoznanie ryzyka, które może oddziaływać na firmę, a następnie jego pomiar i kontrolę. Jest to zatem logiczny zbiór reguł i zasad, stosowany w sposób ciągły w odniesieniu do całego przedsiębiorstwa[11]. Ten ogólny tok postępowania ma swoje bezpośrednie przełożenie na zarządzanie ryzykiem walutowym. Aby wybrać odpowiednią strategię, niezbędne jest ustalenie czasu występowania i wielkości ekspozycji walutowej. Ryzyko walutowe pojawia się w momencie ustalenia ceny, a kończy z chwilą zapłaty za dany towar lub usługę[12]. Im mniejsza jest ekspozycja, tym mniej niezbędne jest jej zabezpieczenie i tym mniejsza jest korzyść z ograniczania ryzyka.

Pozostałe determinanty wpływające na wybór strategii zarządzania ryzykiem to[13]:

– stabilność waluty rozliczeniowej – stosowanie stabilniejszych walut znacznie ogranicza ryzyko, przy czym nie zawsze taki wybór jest możliwy ze względu np. na nadrzędny charakter dolara i euro w handlu międzynarodowym,

– okres do wygaśnięcia ryzyka – im krótszy okres, tym mniejsze ryzyko,

– relacja otwartej pozycji do obrotów przedsiębiorstwa – im niższa relacja, tym niższe znaczenie pozycji dla kształtowania się wyniku finansowego,

– kwalifikacje kadry kierowniczej – wyższe kwalifikacje kadry kierowniczej zapewniają wyższą jakość zarządzania finansowego,

– preferencje kadry kierowniczej co do metody zarządzania ryzykiem kursowym – w większych firmach wzrasta prawdopodobieństwo funkcjonowania wyspecjalizowanych komórek,

– stosunek właściciela firmy do ryzyka walutowego.

Pomiar ryzyka walutowego możemy określić w miarach, które literatura grupuje w trzech kategoriach, a mianowicie[14]:

– zmienności (np. odchylenie standardowe, współczynnik zmienności),

– wrażliwości, w tym korelacji kursów walutowych i wybranych czynników mikroekonomicznych,

– zagrożenia, w tym *Value at Risk* czy *Cash Flow At Risk*.

Dwie pierwsze miary dotyczą analizy kursów walutowych. Trzeci rodzaj obejmuje pozycje sprawozdawcze organizacji.

Po przeanalizowaniu powyższych czynników firma jest wstanie określić najważniejsze cechy ryzyka walutowego, którego skutki chce zminimalizować. Do ostatecznego wyboru strategii konieczny jest wybór jednej z dwóch

---

[11] A. Lech, *Zarządzanie ryzykiem kluczem do stabilizacji*, WIB, Warszawa 2003, s. 63.

[12] I. Tymoczko, *Sposoby zabezpieczania się polskich przedsiębiorstw niefinansowych przed ryzykiem kursowym*, „Bank i Kredyt" 2009, nr 40 (3), s. 73.

[13] *Ibidem*, s. 73–74.

[14] I. Miciuła, *Znaczenie zarządzania ryzykiem walutowym na przykładzie przedsiębiorstw województwa zachodniopomorskiego*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego" nr 729, „Finanse. Rynki finansowe. Ubezpieczenia" nr 54 (2012), s. 92.

koncepcji, która będzie bezpośrednio decydować o formie i częstotliwości kontroli ryzyka. Są to[15]:

1. Koncepcja konserwatywna – oznacza pełne zabezpieczenie pozycji walutowej, tak aby zmiany kursu nie powodowały zmian wartości przepływów pieniężnych.

2. Koncepcja aktywna – świadome pozostawienie pozycji walutowej w całości lub części otwartej na ryzyko kursowe w oczekiwaniu na korzystne zmiany. Przy czym gdy uznamy, że poziom kursu jest dla nas korzystny, może nastąpić nawet pełne zabezpieczenie pozycji. Czynnikiem charakteryzującym tę koncepcję jest zatem chęć uzyskania dodatkowego zysku.

Konkludując powyższe zapisy, należy stwierdzić, że ryzyko walutowe można ograniczać we własnym zakresie (wewnętrznie) lub przerzucając to zadanie na instytucję zewnętrzną.

Wybór odpowiedniej strategii zarządzania ryzykiem kursowym niesie ze sobą określone korzyści[16]:

– zmniejsza fluktuację zysku i przepływów pieniężnych, co korzystnie wpływa na proces planowania,

– ogranicza wpływ zmiany kursów walut na wartość przychodów i kosztów przedsiębiorstwa,

– pozwala ustalić na przewidywalnym poziomie przyszłe przepływy pieniężne oraz wykorzystać korzystne zmiany kursów walut do planowania i podejmowania nowych inwestycji,

– wpływa na wzrost świadomości kadry zarządzającej i pracowników wyspecjalizowanych komórek, a w rezultacie − na szybsze podejmowanie kluczowych decyzji oraz lepszą interpretację zachodzących i prognozowanych zmian,

– przedsiębiorstwo prezentuje wyższą jakość zarządzania (dzięki zarządzaniu ryzykiem walutowym) w oczach kontrahentów i pracowników.

3. Strategie wewnętrzne

Wewnętrzne strategie zarządzania ryzykiem kursowym polegają na samodzielnym ograniczaniu ryzyka walutowego przez przedsiębiorstwo. Firma w takim przypadku nie korzysta z przerzucania ryzyka na podmioty trzecie, takie jak instytucje finansowe, np. przez zakup instrumentów pochodnych. Może natomiast zatrzymać ryzyko lub przerzucić je na kontrahenta. Do wachlarza strategii wewnętrznych[17] należy zaliczyć[18]:

---

[15] *Ibidem*, s. 91.

[16] *Ibidem*, s. 91−92.

[17] R. Nagaj, *op. cit.*, s. 95.

[18] I. Miciuła, *op. cit.*, s. 95.

– kompensacje,
– zamykanie ekspozycji na ryzyko przez zaciąganie zobowiązań handlowych w walucie obcej lub w formie kredytów i pożyczek walutowych,
– wybór waluty krajowej do rozliczeń międzynarodowych,
– wybór koszyka walut jako benchmark dla rozliczeń zagranicznych,
– rezerwy na zmiany kursu walut (samoubezpieczenie),
– klauzule waloryzacyjne na pokrycie ewentualnych strat, zawierane z kontrahentem zagranicznym,
– wcześniejszy zakup waluty obcej,
– przyśpieszanie lub opóźnianie płatności,
– transfer generującej ryzyko działalności na kooperatorów,
– pokrycie strat z zysku netto,
– politykę kadrowo-płacową uwzględniającą wynagradzanie i premiowanie pracowników w walucie obcej.

Kompensacja oraz zamykanie ekspozycji na ryzyko polega na równoważeniu posiadanych należności walutowych zobowiązaniami o takiej samej wartości i takim samym terminie wygaśnięcia. Przedsiębiorstwo może zamknąć pozycję przez zawieranie transakcji handlowych, np. eksportująca towary firma dokona równoczesnego zakupu środków produkcji za granicą (w kraju wykonania usługi lub dostarczenia towarów). Innym przykładem jest sytuacja, gdy importer zaciąga kredyt w walucie obcej. Ten sposób neutralizacji ryzyka nie musi generować dodatkowych kosztów. W przypadku Polski kredyty i pożyczki walutowe są niżej oprocentowane niż kredyty w polskim złotym, a samo zaciągnięcie zobowiązania w banku może odbywać się w formie otwartej linii kredytowej w rachunku bieżącym i nie obciążać kredytobiorcy bardziej niż w przypadku finansowania się kredytem w walucie krajowej.

Stosunkowo najbardziej kłopotliwym sposobem jest przeniesienie produkcji do kraju, którego waluta jest środkiem rozliczeniowym. Obecnie, gdy coraz więcej państw rozlicza się za pomocą tych samych środków płatniczych, np. euro, możliwość taka pozwala również na wybór najlepszego środowiska biznesowego pod względem konkurencyjności czy infrastruktury.

Sposobem na uniknięcie ryzyka jest nieprowadzenie transakcji handlowych w obcych walutach. W takim przypadku instytucja może z jednej strony wymagać od swoich zagranicznych kontrahentów zawierania umów w walucie krajowej (tu: w polskim złotym) i tak dobierać partnerów biznesowych, aby nie otwierać się na ryzyko kursowe. Beneficjentem ryzyka staje się przedsiębiorstwo zagraniczne. Taka strategia w praktyce może być wykorzystywana przez firmy o silnej pozycji rynkowej, pozwalającej na „dyktowanie" warunków współpracy. Innym sposobem jest wybór waluty o stosunkowo niewielkich wahaniach kursu lub koszyka walut, którego skład zapewni kompensację ruchów fluktuacyjnych. Celem importera będzie wybór waluty, która do momentu rozliczenia transak-

cji ulegnie deprecjacji, a eksportera − wybór waluty, która ulegnie aprecjacji. Uzasadnieniem takiego działania jest założenie, że kursy różnych walut mogą w tym samym czasie charakteryzować się innymi kierunkami zmian. Odpowiedni dobór walut do koszyka zapewni tym samym minimalizację wahań i ryzyka.

Innym rozwiązaniem jest stosowanie klauzul waloryzacyjnych w umowach, które polegają na zmianie wartości kontraktu w zależności od ruchów kursów walut[19] lub transfer działalności generującej ryzyko kursowe na krajowych podwykonawców[20].

Najmniej zaawansowanym sposobem odpowiedzi na ryzyko jest jego akceptacja. W tym wypadku przedsiębiorstwo godzi się na pokrycie ewentualnych strat z zysku netto. Może również tworzyć rezerwy na ryzyko walutowe. Ten sposób jest uzasadniony, gdy pozycje walutowe są stosunkowo niewielkie i rzadkie. W przypadku małych przedsiębiorstw ewentualne zabezpieczenie pozycji może okazać się kosztowniejsze od jego akceptacji, a dla dużych firm może być relatywnie niewielkie i nieistotne[21].

Duże organizacje zatrzymane należności nominowane w walucie obcej mogą wykorzystać w polityce kadrowo-płacowej. Uzyskane środki posłużą do wypłaty premii i nagród finansowych, np. dla kadry zarządzającej. Warunkiem jest wykorzystanie waluty, która oprócz wartości przeliczeniowej będzie posiadała pewną wartość obiektywną, takich jak dolar, euro czy brytyjskie funty, cenione ze względu na silną i stabilną pozycję na rynku.

4. Strategie zewnętrzne

Strategie zewnętrzne zarządzania ryzykiem walutowym polegają na przerzuceniu całości lub części ryzyka na podmioty trzecie, którymi są instytucje finansowe, takie jak banki czy fundusze hedgingowe. Do instrumentów strategii zewnętrznych zaliczamy kontrakty terminowe typu forward i futures, opcje walutowe oraz swapy i kontrakty CIRS, a także mniej popularne ze względu na koszty – ubezpieczenia.

Najprostszym instrumentem wykorzystywanym do zabezpieczenia przedsiębiorstwa przed ryzykiem zmiany kursu walut jest kontrakt terminowy typu forward. Pozwala on na zakup lub sprzedaż potrzebnej waluty po określonym kursie – znanym w momencie zawarcia kontraktu, i z ustalonym terminem dostawy, który przedsiębiorstwo dostosowuje do swoich potrzeb. Taka forma zabezpieczenia cechuje się wysoką skutecznością, ale ogranicza możliwe do zrealizowania potencjalne zyski wynikające z wahań na rynkach wa-

[19] I. Tymoczko, *op. cit.*, s. 73−75.
[20] I. Miciuła, *op. cit.*, s. 95.
[21] I. Tymoczko, *op. cit.*, s. 73−75.

lutowych[22]. Forwardy są instrumentami niestandaryzowanymi, co umożliwia określenie wszystkich cech transakcji, ale jednocześnie nie gwarantuje wywiązania się z niego drugiej strony kontraktu. Brak instytucji pośredniczącо-kontrolnej umożliwia bezkosztowe zawieranie transakcji[23].

Podobne w swojej konstrukcji są transakcje terminowe futures, które w odróżnieniu od forwardów są oferowane na rynkach regulowanych. W zawarciu kontraktu futures pomiędzy zainteresowanymi stronami pośredniczy izba skarbowa, pełniąca jednocześnie rolę gwaranta. Ten typ instrumentu, w przeciwieństwie do poprzednio omawianego, generuje koszty związane z koniecznością wniesienia depozytu początkowego, a następnie jego uzupełnianie do wysokości depozytu gwarantującego, co wynika z codziennych rozliczeń zajętych pozycji. Również warunki transakcji są mniej elastyczne i z góry określone[24].

Opcje walutowe to instrumenty zabezpieczania ryzyka kursowego, które nabywcy opcji dają prawo zakupu lub sprzedaży określonej ilości waluty w określonym dniu w przyszłości po z góry znanym kursie[25]. Opcje walutowe charakteryzują się dużą elastycznością. Nabywca opcji, a więc strona transakcji zajmująca długą pozycję, może opcję zrealizować, gdy kurs waluty zmienia się w niepożądanym kierunku. Jeśli jednak przedsiębiorca mógłby zyskać na zmianach wartości waloru, nie ma on obowiązku finalizować kontraktu opcyjnego. W takim wypadku ponosi jedynie koszty transakcji kupna opcji, tzw. premię opcyjną, które są stosunkowo niewielkie, a umowę handlową realizuje po (korzystniejszym) kursie rynkowym[26].

Rynek opcji daje możliwość tworzenia i wykorzystywania strategii opcyjnych, dzięki którym przedsiębiorstwo zabezpiecza się przed ryzykiem, nie ponosząc kosztów. Takie strategie eliminują jednak możliwość osiągnięcia nieoczekiwanych zysków. Są to strategie korytarzy zerokosztowych, których konstrukcja polega np. na równoczesnym nabyciu opcji sprzedaży i zbyciu opcji kupna. Koszty takiej transakcji, dzięki odpowiedniemu dobraniu cen realizacji, są zredukowane do zera przez kompensatę zapłaconej premii opcyjnej za opcję sprzedaży z uzyskaną premią opcyjną za opcję kupna. Jeśli kurs waluty krajowej kształtuje się powyżej wartości opcji sprzedaży lub poniżej wartości opcji kupna, to przedsiębiorstwo realizuje odpowiedni instrument finansowy. Natomiast gdy kurs waluty kształtuje się pomiędzy wartościami obu opcji, organizacja nie ponosi żadnych strat. Strategie opcyjne pozwalają ponadto na taki dobór opcji, który ogranicza wahania tylko w jedną stronę, a więc nie ogranicza strat lub pozwala osiągnąć nieprzewidziany zysk[27].

---

[22] R. Nagaj, *op. cit*., s. 99.

[23] K. Jajuga, *Giełdowe instrumenty pochodne*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2007, s. 15.

[24] I. Tymoczko, *op. cit*., s. 75.

[25] F. Taylor, *Rynki i opcje walutowe*, Dom Wydawniczy ABC, Kraków 2000, s. 193.

[26] K. Jajuga, *op. cit*., s. 3139.

[27] R. Nagaj, *op. cit*., s. 101.

Na rynku finansowym funkcjonują także swapy walutowe, dzięki którym można zabezpieczyć równocześnie kurs kupna i sprzedaży. Swapy walutowe polegają na przekazaniu sobie przez zainteresowane strony określonych i równoważnych sum wyrażonych w dwóch różnych walutach. Zwrot kwot następuje według określonego planu w trakcie obowiązywania umowy. Jedna ze stron kontraktu zobowiązuje się do kupna i sprzedaży drugiej stronie danej waluty w określonych terminach i po znanym już kursie[28]. Wykorzystanie swapów walutowych jest możliwe, gdy sytuacja jednego kontrahenta stwarza korzystniejsze warunki dla transakcji na dany walor (np. pozyskanie kredytu walutowego w banku), który następnie stanie się przedmiotem wymiany z drugą stroną umowy (będącą w analogicznej sytuacji w stosunku do innego waloru – innej waluty). Na rynku walutowym wykorzystywane są również kontrakty swapowe CIRS, będące połączeniem swapu odsetkowego z walutowym. Polegają one na dostarczeniu w operacji odwrotnej kwoty waluty według kursu terminowego wraz z oprocentowaniem[29].

5. *Case study*

W przykładzie na wykorzystanie strategii zarządzania ryzykiem kursowym niezbędne jest określenie ekspozycji walutowej przedsiębiorstwa. Wyróżniamy ekspozycję walutową brutto i netto. Wielkość ekspozycji walutowej brutto to suma wszystkich przychodów i kosztów odpowiednio osiągniętych i poniesionych w walucie obcej oraz w walucie krajowej denominowanej w walorach zagranicznych. Ekspozycja netto oznacza natomiast różnicę pomiędzy powyższymi kategoriami (przychody – koszty). Jeżeli przedsiębiorca uzyskuje wyższe przychody w obcym pieniądzu, nazywamy go eksporterem netto. Oznacza to, że ewentualne działania zabezpieczające będą miały na celu minimalizację ryzyka związanego ze spadkiem kursu dewiz[30]. W odwrotnym przypadku – importera netto – zabezpieczenie obejmie wzrost wartości waluty, ponieważ są w niej ponoszone koszty, a przychody firma realizuje w pieniądzu krajowym.

Poniżej zostaną zaprezentowane trzy przykłady zabezpieczenia działalności gospodarczej przed ryzykiem kursowym. Jeden (za przyczyną stosunkowo prostej metodologii opisanej w poprzednich punktach niniejszej pracy) przy zastosowaniu strategii wewnętrznych i dwa – przy zastosowaniu strategii zewnętrznych.

W rozważanym przypadku przedsiębiorstwo dokonuje transakcję sprzedaży towarów z kontrahentem zagranicznym i zabezpiecza się przed ryzykiem kursowym, stosując strategię wewnętrzną:

---

[28] *Ibidem*, s. 102.

[29] I. Tymoczko, *op. cit.*, s. 76.

[30] J. Maliszewski, *Ryzyko walutowe w działalności małych i średnich polskich przedsiębiorstw eksportowych*, PARP, Warszawa 2012, s. 44−45.

– średnioroczne obroty przedsiębiorstwa wynoszą 3 mln zł, a dochód w ostatnim roku to 700 tys. zł,

– przedsiębiorstwo jest firmą rodzinną, zatrudnia czterech pracowników, działa na rynku od trzech lat i do tej pory nie kierowało swojej sprzedaży za granicę,

– zakład sam dostarcza sprzedane towary,

– wartość omawianej transakcji – sprzedaż towarów − jest równy 102 500 zł,

– okres kredytu kupieckiego wynosi 1 miesiąc.

Powyższe dane charakteryzują przedsiębiorstwo i zdarzenie gospodarcze. Przykładowa firma jest mikroprzedsiębiorstwem[31] i do tej pory nie prowadziła działalności eksportowej. Właściciele firmy oraz pracownicy nie posiadają doświadczenia w zakresie zabezpieczania kursu walutowego. W dniu dokonania sprzedaży wartość 1 euro na rynku wyceniana jest na 4,10 zł. Ekspozycja na ryzyko walutowe netto wynosi w tym przypadku 25 000 euro i trwa 1 miesiąc. Stosunkowa wartość transakcji do rocznych obrotów wynosi ~3,5%, ale w stosunku do przychodów − już ponad ~14,5%. Korzystając z prasy branżowej, właściciel firmy obawia się spadku wartości euro, dlatego podejmuje decyzję o zakupie w kraju importera specjalistycznej maszyny za kwotę 10 000 euro z terminem płatności również za miesiąc.

Wynik tej transakcji po upływie terminu zapadalności wzajemnych zobowiązań, przyjmując spadek wartości euro do 3,90 zł, prezentuje się następująco:

– przychód ze sprzedaży towarów wyniósł 97 500 (25 000 euro po 3,90 zł), czyli jest mniejszy o 5 000 zł od zakładanego,

– wartość zakupionej maszyny denominowana w złotówkach wyniosła 39 000, a więc o 2 000 zł mniej niż planowany koszt w momencie kupna,

– dochód przedsiębiorcy wyniósł 58 500 zł.

Gdyby kurs euro w dniu zapłaty kształtował się − niezmiennie − na poziomie 4,10 zł za 1 euro, wypracowany zysk równałby się 61 500 zł. W przedstawionym przypadku firma straciłaby na niezabezpieczonej części ekspozycji. Potencjalna strata (bez zabezpieczenia) wyniosłaby 5 000 zł, jednak zakup maszyny zmniejszył jej rozmiar o 2 000 zł, czyli o 40%. Przedsiębiorstwo uzyskało także dodatkowe oszczędności, które są równe stratom, jakie firma poniosłaby, gdyby samochód dostawczy wrócił „na pusto" z miejsca dostawy towaru.

Drugi przypadek przedstawia sytuację importera netto sprowadzającego potrzebne środki produkcji z krajów Unii Europejskiej, aktywnie wykorzystując zewnętrzne strategie zabezpieczenia przed ryzykiem kursowym:

– średnioroczne obroty firmy kształtują się na poziomie 20 mln zł,

– dochód przedsiębiorstwa w ostatnim roku wyniósł 3 mln zł,

– organizacja jest spółką z o.o. i od siedmiu lat działa w obrocie międzynarodowym,

[31] Ustawa z dnia 2 lipca 2004 roku o swobodzie działalności gospodarczej (Dz.U. z 2004 r., nr 173, poz. 1807), art. 104.

– wartość transakcji zakupu materiałów wynosi 200 000 zł,
– firma dokona zapłaty za okres 1 miesiąca,
– cena 1 euro w dniu zamówienia wynosi 4 zł.

Organizacja posiada duże doświadczenie w transakcjach międzynarodowych i zabezpiecza się przed wzrostem wartości euro. W tym celu stosuje kontrakty terminowe typu forward, oferowane przez instytucje finansowe. W dniu zamówienia przedsiębiorstwo zawarło kontrakt terminowy na zakup 50 000 tys. euro w bieżącej cenie 4 zł za 1 euro, z terminem realizacji za miesiąc. W dniu wykonania kontraktu 1 euro wyceniane jest na rynku na 4,20 zł. Oznacza to, że firma za zakupione materiały musiałaby zapłacić w przeliczeniu na złote 210 000, ponosząc tym samym stratę w wysokości 10 000 zł. Wykorzystując transakcję terminową na walutę, dokonuje zakupu 50 000 euro w cenie 1 euro po 4 zł oraz zapłaty za zakupione wcześniej środki produkcji w równowartości 200 000 zł, nie ponosząc tym samym strat. Przedstawiony przykład prezentuje zabezpieczenie pozycji walutowej przed spadkiem kursu. Gdyby natomiast cena dewizy w momencie wykonania kontraktu była niższa niż w momencie złożenia zamówienia, przedsiębiorstwo poniosłoby stratę proporcjonalnie do wielkości zmiany kursu waluty.

Trzeci przykład prezentuje wykorzystanie opcji walutowych do zabezpieczenia przedsiębiorstwa przed ryzykiem kursowym. W tym przypadku ta sama firma co poprzednio dokonuje zakupu środków produkcji na kwotę 20 000 zł, tj. 80 000 euro (w cenie 1 euro po 4 zł), płatne w dwóch równych ratach, odpowiednio: dla pierwszej raty w terminie trzech miesięcy i dla drugiej raty w terminie sześciu miesięcy od daty złożenia zamówienia. W dniu zawarcia umowy (w styczniu) kurs euro wynosił 4 zł. Przedsiębiorca, zabezpieczając się przed wzrostem wartości obcego waloru, dokonał − w tym samym czasie − zakupu dwóch opcji kupna po kursie wykonania 4,10 zł, z terminem wygaśnięcia w marcu i w czerwcu, co odpowiada datom płatności. Wynik na tej transakcji jest następujący:

– w terminie płatności pierwszej raty kurs euro wyniósł 4,05 zł. Przedsiębiorca zrezygnował z wykonania opcji, ponieważ kurs rynkowy był niższy niż kurs wykonania. Wartość raty wyniosła 40 500 euro. W wyniku tej operacji powstała strata o wartości 500 euro, tj. 2 025 zł,

– w terminie płatności drugiej raty kurs euro znacznie wzrósł − do poziomu 4,30 zł. W tych okolicznościach przedsiębiorca wykonał opcję, dokonując zakupu waluty w cenie 4,10 zł. Wartość raty wyniosła 41 000 euro. Wielkość straty w stosunku do ceny zamówienia jest równa 1 000 euro, tj. 4 100 zł. Jednak gdyby pozycja nie była wcześniej zabezpieczona, wartość raty wyniosłaby 43 000 euro, co jest równoznaczne ze stratą na poziomie 3 000 euro po kursie 4,30 zł, a więc 12 900 zł, czyli o 8 800 zł więcej niż przy zakupie opcji.

Dodatkowo przedsiębiorca, niezależnie od wykonania opcji, poniósł koszty ich zakupu w łącznej wysokości 1 000 zł (po 500 zł każda). Podsumowując powyższy przykład, firma zaoszczędziła na zabezpieczeniu pozycji walutowych 7 800 zł (8 800–1 000 zł premii opcyjnej). Gdyby nie podjęto działań asekuracyjnych, omawiana strata wyniosłaby 14 925 zł, tj. byłaby większa o 7 125 zł[32]. W rzeczywistości należy doliczyć do powyższych wyliczeń marżę banku (lub innego pośrednika finansowego) – nie zmienia to jednak faktu, że strategia okazała się skuteczna. Z nie mniejszym powodzeniem opcje można stosować do zabezpieczenia się przed spadkiem kursu waluty, czy też wykorzystać ten instrument do określenia akceptowalnych przedziałów wahań kursowych. W przypadku działań zabezpieczających priorytetem powinno być zagwarantowanie płynności, a nie potencjalny zysk.

Zakończenie

Korzystając z doświadczenia w handlu na rynkach międzynarodowych i z instrumentarium rynków finansowych, współczesny przedsiębiorca posiada do dyspozycji wachlarz możliwości, dzięki którym może (również) bez ponoszenia kosztów zabezpieczyć swoją działalność przed negatywnymi skutkami wahań wartości walut i stworzyć warunki dla stabilnego kształtowania się przepływów pieniężnych w swojej firmie.

Taką szansę dają przedstawione w opracowaniu wewnętrzne i zewnętrzne strategie zarządzania ryzykiem kursowym. Przedsiębiorca ma do wyboru podjąć działania na własną rękę lub skorzystać z możliwości, jakie daje wsparcie instytucji finansowych i instrumenty pochodne. Rozwój wiedzy i świadome podejmowanie decyzji wydają się w tym kontekście decydujące co do ochrony własnej działalności gospodarczej i jej stabilnego funkcjonowania.

Bibliografia

Bennett D., *Ryzyko walutowe: instrumenty i strategie zabezpieczające*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000.

Dziawgo D., *Ryzyko na rynku finansowym*, PWE, Warszawa 1998.

Jajuga K., *Giełdowe instrumenty pochodne*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2007.

Kalinowski M., *Zarządzanie ryzykiem walutowym w przedsiębiorstwie*, Cedetu, Warszawa 2007.

Kubińska-Kaleta E., *Zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwach przemysłowych na przykładzie huty stali*, AGH, Kraków 2008.

Lech A., *Zarządzanie ryzykiem kluczem do stabilizacji*, WIB, Warszawa 2003.

Maliszewski J., *Ryzyko walutowe w działalności małych i średnich polskich przedsiębiorstw eksportowych*, PARP, Warszawa 2012.

[32] J. Wasik, *Opcje walutowe*, www.waluty.com.pl/doc/OPCJE%20WALUTOWE.doc (data dostępu: 16.03.2015), s. 3−6.

Miciuła I., *Znaczenie zarządzania ryzykiem walutowym na przykładzie przedsiębiorstw województwa zachodniopomorskiego*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego" nr 729, „Finanse. Rynki finansowe. Ubezpieczenia" nr 54 (2012).
Nagaj R., *Ryzyko kursowe w działalności przedsiębiorstw w Polsce*, „Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania" 2013, nr 32.
Sobańska I., *Kontrakty długoterminowe. Przychody – koszty – wynik*, Difin, Warszawa 2004.
Tarczyński W., Mojsiewicz M., *Zarządzanie ryzykiem*, PWE, Warszawa 2001.
Taylor F., *Rynki i opcje walutowe*, Dom Wydawniczy ABC, Kraków 2000.
Tymoczko I., *Sposoby zabezpieczania się polskich przedsiębiorstw niefinansowych przed ryzykiem kursowym*, „Bank i Kredyt" 2009, nr 40 (3).
Ustawa z dnia 26 lipca 1991 roku o podatku dochodowym od osób fizycznych, Dz.U. z 2012 r., nr 173, poz. 361.
Ustawa z dnia 2 lipca 2004 roku o swobodzie działalności gospodarczej, Dz.U. z 2004 r., nr 173, poz. 1807.
Wasik J., *Opcje walutowe*, www.waluty.com.pl/doc/OPCJE%20WALUTOWE.doc (data dostępu: 16.03.2015).

Summary

Strategies of Managing Risk of Exchange Rates in the Company and their Practical Applications

Risk is an important part of business. Entrepreneurs face a number of difficulties with classification of risk, as well as the identification of risk and security. This study reviews some definitions of risk and the methods for its identification. The third and the fourth parts present the strategies of managing risk of exchange rates. The last part provides practical examples of the use of the above strategies. The paper is of theoretical nature and it was developed on the basis of the subject literature and desk research.

Keywords: classification of risk, risk, foreign exchange risk, risk management strategies, derivatives

Rozdział

11

Magdalena Wiercioch

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

Ujęcie bilansowe leasingu w kontekście wprowadzenia proponowanych zmian w MSR 17

Streszczenie

Obecny kształt MSR 17 nie pozwala na przedstawienie pełnej informacji dla inwestorów w zakresie przepływów pieniężnych wykazanych w sprawozdaniu finansowym. Główną przyczyną jest brak prezentacji aktywów i zobowiązań dotyczących pozycji leasingu operacyjnego w sprawozdaniu z sytuacji finansowej. Projekt zmiany w międzynarodowych standardach rachunkowości w zakresie umów leasingu zakłada ograniczenie do jednego modelu oraz zmianę dotychczasowego modelu opartego na koncepcji ryzyka i korzyści. Nowy model opiera się na prawie do użytkowania składnika aktywów, co oznacza likwidację podziału na umowy leasingu operacyjnego i finansowego. W opracowaniu przeanalizowano sytuację Grupy Kapitałowej Cyfrowy Polsat S.A. przed i po wprowadzeniu proponowanych zmian w MSR 17. Wykazano tym samym, iż proponowane zmiany istotnie wpłyną na sprawozdania finansowe jednostek wykazujących dotąd głównie leasing operacyjny oraz na wskaźniki finansowe tych przedsiębiorstw.

Słowa kluczowe: leasing, finansowy, operacyjny, MSR 17, likwidacja podziału, zarządzanie finansami przedsiębiorstw

Wstęp

Aktualny kształt MSR 17 nie pozwala na przedstawienie transparentnej informacji dla interesariuszy dotyczącej przepływów pieniężnych wykazywanych w sprawozdaniu finansowym. Główną przyczyną jest fakt pomijania w sprawozdaniu z sytuacji finansowej księgowego aspektu leasingów operacyjnych. Projekt zmian w standardzie ogranicza ujęcie księgowe leasingu tylko do jednego modelu. Zakłada on zmianę dotychczasowego modelu opartego na koncepcji ryzyka i korzyści. Nowy model ma bazować na prawie do użytkowania składnika aktywów, co oznacza zniesienie podziału leasingu na tzw. operacyjny i finansowy. Celem pracy jest próba odpowiedzi na pytanie, czy takie rozwiązanie

pozwoli na poprawę transparentności sprawozdań finansowych. W tym celu zostanie poddany analizie wpływ proponowanych zmian na wskaźniki finansowe generowane przez przedsiębiorstwa po uwzględnieniu w bilansie leasingu operacyjnego. W pracy zostanie wykorzystana metoda studiów literaturowych, analiza sprawozdania finansowego oraz studium przypadku spółki telekomunikacyjnej wykazującej dotychczas głównie leasing operacyjny. Na wstępie zostaje założona hipoteza, iż proponowane zmiany w MSR 17 istotnie wpłyną na prezentację sprawozdań oraz wskaźniki finansowe przedsiębiorstw wykazujących dotychczas przede wszystkim leasing operacyjny.

1. Aktualne rozumienie i klasyfikacja leasingu

MSR 17 definiuje leasing jako umowę, w której leasingodawca przekazuje leasingobiorcy, w zamian za opłatę pieniężną albo serię płatności, prawo do użytkowania aktywów przez czas określony w umowie[1].

MSR 17 dopuszcza przy tym dwa rodzaje leasingu: finansowy oraz operacyjny. Leasing finansowy to forma umowy leasingowej, na mocy której następuje przeniesienie zarówno całego ryzyka, jak i całości pożytków wynikających z tytułu posiadania aktywów[2]. Ostateczne przeniesienie tytułu prawnego może, ale nie musi nastąpić.

Zgodnie z MSR 17 umowa leasingu finansowego powstaje, gdy jest spełniony chociaż jeden z następujących warunków[3]:

– na mocy umowy leasingowej przed końcem okresu leasingu następuje przeniesienie na leasingobiorcę własności danego składnika,

– okres leasingu stanowi większą część ekonomicznego okresu użytkowania danego składnika aktywów, nawet jeżeli wraz z końcem umowy tytuł prawny nie ulega przeniesieniu,

– leasingobiorca ma możliwość zakupienia składnika aktywów za cenę, która – zgodnie z przewidywaniami – będzie na tyle niższa od wartości godziwej, ustalonej na dzień, gdy prawo zakupienia składnika będzie mogło zostać zrealizowane, iż w momencie rozpoczęcia leasingu istnieje wystarczająca pewność, że leasingobiorca skorzysta z tego prawa,

– aktywa będące przedmiotem leasingu mają na tyle specjalistyczny charakter, że tylko dany leasingobiorca może z nich korzystać bez dokonywania większych modyfikacji,

---

[1] *Międzynarodowy Standard Rachunkowości 17 Leasing*, „Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej", 29.11.2008.

[2] Z. Adamkiewicz (red.), *Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej. Według stanu na dzień 1 stycznia 2013 r.*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2014, s. 769.

[3] J. Grzywacz, M. Burżacka-Majcher, *Leasing w przedsiębiorstwie*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2007, s. 191.

– wartość bieżąca minimalnych opłat leasingowych na dzień rozpoczęcia leasingu wynosi prawie tyle, ile łączna wartość godziwa przedmiotu leasingu.

Wszelkie pozostałe umowy leasingu, niespełniające żadnego z wyżej wymienionych kryteriów, są klasyfikowane jako umowy leasingu operacyjnego, a zatem to podstawowe rozróżnienie decyduje o fakcie zaliczenia konkretnej umowy do leasingu operacyjnego lub finansowego.

Na dzień rozpoczęcia okresu leasingu leasingobiorcy ujmują leasing finansowy w sprawozdaniu z sytuacji finansowej jako aktywa i zobowiązania w kwotach równych[4]:

– wartości godziwej przedmiotu leasingu, ustalonej na dzień rozpoczęcia leasingu, lub

– wartości bieżącej minimalnych opłat leasingowych, ustalonej na dzień rozpoczęcia leasingu (jeżeli ta wartość jest niższa od wartości godziwej).

Przy obliczaniu wartości bieżącej minimalnych opłat leasingowych stopą dyskontową jest stopa procentowa leasingu, jeżeli możliwe jest jej ustalenie. W przeciwnym razie wartość bieżącą minimalnych opłat leasingowych określa się przez stopę dyskontową ustaloną za pomocą krańcowej stopy oprocentowania kredytów i pożyczek danej spółki.

Leasing finansowy powoduje naliczanie amortyzacji aktywów podlegających amortyzacji, a także kosztów finansowych wydzielanych z rat leasingowych w każdym z okresów sprawozdawczych[5].

Opłaty leasingowe (wraz z opłatą wstępną) z tytułu leasingu operacyjnego ujmuje się jako koszty metodą liniową przez okres leasingu, chyba że zastosowanie innej systematycznej metody lepiej odzwierciedla sposób rozłożenia w czasie korzyści czerpanych przez użytkownika. Informacje na temat aktywów oraz zobowiązań finansowych są ujmowane jedynie w informacji dodatkowej[6].

W przypadku zakończenia okresu leasingu i zwrócenia finansującemu przedmiotu leasingu, korzystający zaprzestaje obciążania kosztów opłatami leasingowymi.

Warto podkreślić, iż w obecnym kształcie przepisy MSR 17 w zasadniczym stopniu pokrywają się z polskimi regulacjami prawnymi, w tym z ustawą o rachunkowości oraz Krajowym Standardem Rachunkowości nr 5 Leasing, najem i dzierżawa. Obecnie można zatem, w zakresie ujęcia księgowego umów leasingowych, dokonywać porównania sprawozdań finansowych spółek sporządzanych według jednych lub drugich przepisów.

Wydaje się, iż proponowane zmiany w MSR 17 będą miały największe znaczenie dla branży telekomunikacyjnej, budowlanej oraz transportowej.

---

[4] Z. Adamkiewicz (red.), *op. cit.*, s. 775.

[5] M. Bonham, *Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej w interpretacjach i przykładach*, LexisNexis, Warszawa 2006, s. 315.

[6] *Ibidem*, s. 320.

Zanalizowana zostanie aktualna sytuacja finansowa jednego z potentatów w branży telekomunikacyjnej, tj. Grupy Kapitałowej Cyfrowy Polsat S.A. (dalej: Grupa).

Skonsolidowany bilans Grupy Kapitałowej Cyfrowy Polsat S.A. za rok obrotowy zakończony 31 grudnia 2013 roku przedstawiono w tabeli 1.

Tabela 1. Skonsolidowany bilans Grupy Kapitałowej Cyfrowy Polsat S.A.

Aktywa trwałe		**Kapitał własny**	**3 001 213,00**
Zestawy odbiorcze	407 579,00	**Zobowiązania długoterminowe**	
Inne rzeczowe aktywa trwałe	251 152,00	Zobowiązania z tytułu kredytów i pożyczek	239 889,00
Wartość firmy	2 602 804,00	Zobowiązania z tytułu obligacji *Senior Notes*	1 340 010,00
Marki	8 908,00	Zobowiązania z tytułu leasingu finansowego	227,00
Inne wartości niematerialne	137 401,00	Zobowiązania z tytułu odroczonego podatku dochodowego	108 066,00
Długoterminowe aktywa programowe	71 571,00	Przychody przyszłych okresów	4 079,00
Nieruchomości inwestycyjne	533,00	Inne długoterminowe zobowiązania i rezerwy	7 915,00
Długoterminowe prowizje dla dystrybutorów rozliczane w czasie	29 551,00	**Zobowiązania długoterminowe razem**	**1 700 186,00**
Inne aktywa długoterminowe	20 803,00	**Zobowiązania krótkoterminowe**	
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	38 854,00	Zobowiązania z tytułu kredytów i pożyczek	245 994,00
Aktywa trwałe razem	**4 455 845,00**	Zobowiązania z tytułu obligacji *Senior Notes*	98 659,00
		Zobowiązania z tytułu leasingu finansowego	236,00
Aktywa obrotowe	1 220 385,00	Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe zobowiązania	41 321,00
		Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	452,00
		Kaucje otrzymane za wydany sprzęt	2 727,00

		Przychody przyszłych okresów	209 485,00
		Zobowiązania krótkoterminowe razem	**974 831,00**
		Zobowiązania razem	**2 675 017,00**
Aktywa razem	**5 676 230,00**	**Pasywa razem**	**5 676 230,00**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdania finansowego Grupy Kapitałowej Cyfrowy Polsat S.A., www.cyfrowypolsat.pl/ir-media/Skonsolidowane_2013_PL_26022014.pdf (data dostępu: 10.12.2014).

Biorąc pod uwagę dane z bilansu, zanalizowano trzy wybrane wskaźniki analizy finansowej: płynności, zadłużenia oraz rentowności[7].

$$\text{wskaźnik płynności bieżącej} = \frac{\text{aktywa obrotowe}}{\text{zobowiązania krótkoterminowe}} = \frac{1.220.385.000}{974.831.000} = 1{,}25$$

$$\text{wskaźnik zadłużenia kapitałów własnych} = \frac{\text{zobowiązania ogółem}}{\text{kapitał własny}} = \frac{2.675.017.000}{3.001.213.000} = 0{,}89$$

$$\text{wskaźnik rentowności majątku} = \frac{\text{wynik finansowy netto}}{\text{aktywa ogółem}} = \frac{2.675.017.000}{3.001.213.000} = 0{,}0925 = 9{,}25\ \%$$

Podane wskaźniki są aktualnie na zadowalającym poziomie. Wskaźnik płynności bieżącej znajduje się tuż powyżej granicy 1,2, poniżej której następuje zagrożenie zdolności przedsiębiorstwa do regulowania swoich bieżących zobowiązań. Wskaźnik zadłużenia kapitałów własnych nie powinien być wyższy niż 1,0 dla dużych przedsiębiorstw, stąd też Grupa osiąga zadowalający poziom zadłużenia kapitałów własnych przedsiębiorstwa. Z kolei wskaźnik rentowności majątku wskazuje, jaka wielkość zysku netto przypada na każdą jednostkę pieniężną zaangażowaną w aktywa przedsiębiorstwa, który w przypadku Cyfrowego Polsatu wynosi 9,25%

2. Proponowane zmiany brzmienia MSR 17 i skutki dla oceny sytuacji finansowej

Obecnie panuje przekonanie, iż w dotychczasowym kształcie obowiązujący w rachunkowości podział umów na leasing finansowy oraz operacyjny zaburza przejrzystość i porównywalność sprawozdań finansowych różnych podmiotów. Aktualny MSR 17 nie ujawnia bowiem pełnej informacji inwestorom

[7] H. Buk (red.), *Sprawozdawczość i analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego w Katowicach, Katowice 2005.

na temat przepływów pieniężnych wykazywanych w sprawozdaniu finansowym, ze względu na całkowite pominięcie leasingów operacyjnych. Informacja na temat przepływów pieniężnych ogranicza się jedynie do informacji dodatkowej.

Przewidziane przez obecne brzmienie MSR 17 warunki wstępne klasyfikacji leasingu niejednokrotnie skłaniają służby księgowe do takiej konstrukcji umowy leasingu, aby ująć daną transakcję zgodnie z treścią przepisów i formą prawną umowy (tj. jako leasing operacyjny), a nie na podstawie treści ekonomicznej operacji (tj. jako leasing finansowy), celem poprawy struktury bilansu spółki.

Po wprowadzeniu zmian każda umowa leasingu musiałaby zostać zidentyfikowana i ujęta w sprawozdaniu z sytuacji finansowej – zarówno w księgach korzystającego, jak i finansującego. Korzystający z leasingu będzie zobowiązany ująć w swoim sprawozdaniu prawo do użytkowania składnika aktywów i zobowiązanie z tytułu leasingu. W pierwotnym ujęciu obie pozycje będą wyceniane zgodnie z bieżącą wartością płatności leasingowych, to znaczy sumy opłat leasingowych (za cały okres umowy) zdyskontowanej przy użyciu krańcowej stopy procentowej[8]. W ciągu roku prawo do użytkowania składnika aktywów będzie amortyzowane, zaś na dzień bilansowy aktywa oraz zobowiązania leasingowe będą wyceniane według zamortyzowanego kosztu (skorygowanej ceny nabycia). Uzyskana w ten sposób korekta wartości zobowiązania leasingowego będzie ujmowana jako zwiększenie lub zmniejszenie prawa do użytkowania składnika aktywów (np. przy zmianie okresu leasingu) bądź też w rachunku zysków i strat (np. przy zmianie płatności)[9]. Na pierwszy rzut oka projekt standardu wprowadza jednolite rozwiązania dla wszystkich jednostek w zakresie ujmowania leasingu w księgach rachunkowych. Pozostawia jednak możliwość stosowania uproszczeń, które niestety będą zaprzeczały założeniom porównywalności sprawozdań finansowych. Uproszczenia mają dotyczyć umów leasingowych zawieranych na okresy krótsze niż rok. Wówczas metodologia prezentacji będzie w większości zgodna z obecnym modelem leasingu operacyjnego[10].

Ponownie dokonano analizy sprawozdania finansowego Grupy Kapitałowej Cyfrowy Polsat S.A., zakładając, iż na dzień bilansowy 31 grudnia 2013 roku proponowane zmiany już weszły w życie, a zatem przedsiębiorstwo było zobowiązane wykazać z księgach zarówno aktywa, jak i zobowiązania z tytułu leasingu operacyjnego[11].

[8] http://grantthornton.pl/zmiany_miedzynarodowych_standardow_sprawozdawczosci_finansowej (data dostępu: 10.12.2014).

[9] www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/pl/Documents/Newsletters/Biuletyn-MSSF/pl_Biuletyn_MSSF_2013_1.pdf (data dostępu: 10.12.2014).

[10] www.portalfk.pl/nowosci/uwaga-zmiany-w-msr-17-leasing-juz-dzis-sprawdz-naczym-beda-polegac-264337 (data dostępu: 10.12.2014).

[11] Podany przykład zawiera uproszczenia, ograniczając obliczenia do ujęcia pozycji leasingu operacyjnego w bilansie. Nie jest analizowany wpływ proponowanych zmian na aspekty podatkowe oraz wynik finansowy.

W sprawozdaniu finansowym za rok obrotowy zakończony 31 grudnia 2013 roku Grupa wykazała w informacji dodatkowej następujące wzmianki dotyczące leasingu operacyjnego. Zgodnie z notą 32b sprawozdania finansowego Grupy Kapitałowej Cyfrowy Polsat S.A. za 2013 rok Grupa zawarła umowy, które były kwalifikowane jako umowy leasingu operacyjnego ze względu na ich treść ekonomiczną. Grupa nie ujmowała w sprawozdaniu finansowym aktywów będących przedmiotem tych umów. Umowy leasingu operacyjnego obejmowały przede wszystkim najem powierzchni studyjnej, biurowej, a także najem transponderów satelitarnych, środków transportu i innego sprzętu.

Tabela 2 przedstawia termin realizacji przyszłych płatności z tytułu leasingu operacyjnego według stanu na 31 grudnia 2013 roku.

Tabela 2. Terminy realizacji przyszłych płatności z tytułu leasingu operacyjnego dla Grupy

	31 grudnia 2013 roku
Do jednego roku	166 926
Od 1 roku do 5 lat	536 426
Powyżej 5 lat	146 880
Razem	**850 232**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdania finansowego Grupy za rok zakończony 31 grudnia 2013 roku, www.cyfrowypolsat.pl/ir-media/Skonsolidowane_2013_PL_26022014.pdf (data dostępu: 10.12.2014).

Po uwzględnieniu korekt z tytułu leasingu operacyjnego bilans Grupy przedstawiono w tabeli 3.

Tabela 3. Skonsolidowany bilans Grupy po wprowadzeniu proponowanych zmian w MSR 17

Aktywa trwałe		**Kapitał własny**	**3 001 213,00**
Zestawy odbiorcze	407 579,00	**Zobowiązania długoterminowe**	
Inne rzeczowe aktywa trwałe	1 101 384,00	Zobowiązania z tytułu kredytów i pożyczek	239 889,00
Wartość firmy	2 602 804,00	Zobowiązania z tytułu obligacji *Senior Notes*	1 340 010,00
Marki	8 908,00	Zobowiązania z tytułu leasingu	683 533,00
Inne wartości niematerialne	137 401,00	Zobowiązania z tytułu odroczonego podatku dochodowego	108 066,00

Długoterminowe aktywa programowe	71 571,00	Przychody przyszłych okresów	4 079,00
Nieruchomości inwestycyjne	533,00	Inne długoterminowe zobowiązania i rezerwy	7 915,00
Długoterminowe prowizje dla dystrybutorów rozliczane w czasie	29 551,00	**Zobowiązania długoterminowe razem**	**2 383 492,00**
Inne aktywa długoterminowe	20 803,00	**Zobowiązania krótkoterminowe**	
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	38 854,00	Zobowiązania z tytułu kredytów i pożyczek	245 994,00
Aktywa trwałe razem	**5 306 077,00**	Zobowiązania z tytułu obligacji *Senior Notes*	98 659,00
		Zobowiązania z tytułu leasingu	167 162,00
Aktywa obrotowe	1 220 385,00	Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe zobowiązania	41 321,00
		Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	452,00
		Kaucje otrzymane za wydany sprzęt	2 727,00
		Przychody przyszłych okresów	209 485,00
		Zobowiązania krótkoterminowe razem	**1 141 757,00**
		Zobowiązania razem	**3 525 249,00**
Aktywa razem	6 526 462,00	**Pasywa razem**	**6 526 462,00**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdania finansowego Grupy Kapitałowej Cyfrowy Polsat S.A., www.cyfrowypolsat.pl/ir-media/Skonsolidowane_2013_PL_26022014.pdf (data dostępu: 10.12.2014).

Analizując ponownie wcześniej przedstawione wskaźniki finansowe, tym razem na bazie zaktualizowanych danych uwzględniających korektę z tytułu wprowadzenia do bilansu aktywów i zobowiązań z tytułu leasingu operacyjnego, otrzymano następujące dane:

$$\text{wskaźnik płynności bieżącej} = \frac{1.220.385.000}{1.141.757.000} = 1{,}068$$

$$\text{wskaźnik zadłużenia kapitałów własnych} = \frac{3.525.249.000}{3.001.213.000} = 1{,}17$$

$$\text{wskaźnik rentowności majątku} = \frac{2.675.017.000}{6.526.462.000} = 0{,}0805 = 8{,}05\%$$

Widać zatem wyraźnie, iż po wprowadzeniu zmian przewidzianych założeniami nowego MSR 17 wskaźniki ekonomiczne uległy istotnemu pogorszeniu. Wskaźnik płynności bieżącej spadł poniżej progu 1,25, a więc pojawiło się zagrożenie zdolności do regulowania bieżących zobowiązań. Może to mieć bezpośredni wpływ na sprawność prowadzenia działalności gospodarczej przez Grupę. Z kolei wskaźnik zadłużenia kapitałów własnych przekroczył pułap 1,0 przewidziany dla dużych przedsiębiorstw, a co za tym idzie – wzrosło zadłużenie kapitałów własnych przedsiębiorstwa powyżej zalecanego pułapu. Natomiast wartość wskaźnika rentowności majątku spadła do poziomu 8,05%, a więc widoczny jest niższy zwrot z funduszy zainwestowanych przez jego właścicieli, co jest tendencją negatywną.

3. Główne konsekwencje zmian w MSR 17

Po dokonaniu powyższej analizy można zauważyć, iż jednostki, które obecnie klasyfikują swoje umowy jako leasing operacyjny będą zobowiązane dokonać zmian prezentacyjnych w swoich księgach i ujawniać w sprawozdaniu z sytuacji finansowej zarówno prawo do użytkowania składnika aktywów, jak i zobowiązania. Zmiana ta byłaby szczególnie odczuwalna dla tych przedsiębiorstw, dla których głównym dotychczasowym źródłem finansowania był właśnie leasing operacyjny.

Zaproponowana w projekcie prezentacja aktywów i pasywów przede wszystkim wpłynie negatywnie na wskaźniki płynności, zadłużenia oraz rentowności aktywów. Byłaby to jednak naturalna konsekwencja ujęcia w bilansie dotychczas niewykazywanych aktywów i zobowiązań.

Warto również dodać, iż po wejściu w życie nowego MSR 17 powstanie problem porównywalności sprawozdań pomiędzy spółkami stosującymi polskie akty prawne, w tym ustawę o rachunkowości oraz Krajowy Standard Rachunkowości nr 5 Leasing, najem i dzierżawa, a tymi stosującymi Międzynarodowe Standardy Rachunkowości. Polskie akty prawne w dalszym ciągu zakładałyby bowiem podział na leasing operacyjny oraz finansowy. W takim wypadku sprawozdania finansowe tych spółek nie byłyby porównywalne.

Zakończenie

Określony we wstępie cel pracy wykazuje, iż gdyby założyć wejście w życie nowego standardu w przedstawionym powyżej kształcie, z pewnością w znacznym stopniu zlikwidowałby on problem braku transparentności i porównywalności sprawozdań finansowych w zakresie ujawnionych aktywów oraz zobowiązań dotyczących leasingu. Sprawozdania finansowe zawierałyby bowiem jednorodną informację na temat wszelkich form leasingu świadczonych oraz wykorzystywanych przez spółkę.

Pomimo faktu, iż leasing jest niejednokrotnie głównym, a nawet jedynym źródłem finansowania działalności jednostki, to aktualne przepisy pozwalają na pomijanie w prezentacji zarówno składników aktywów, jak i związanych z nimi zobowiązań leasingowych. Zostaje zatem potwierdzona hipoteza, iż prezentacja tych składników wpłynie bez wątpienia negatywnie na wskaźniki prezentowane przez przedsiębiorstwa. Osiągnięte w trakcie pracy wyniki wykazują, iż pogorszeniu uległy wszystkie przeanalizowane wskaźniki, tj. płynności, rentowności oraz zadłużenia.

Należy jednak pamiętać, iż w wielu przypadkach służby księgowe dążą do uproszczeń we własnych systemach ewidencyjnych, z kolei kierownictwa jednostek skupiają się na prezentacji jak najlepszych wyników oraz wskaźników finansowych. W związku z tym tzw. furtka w postaci uproszczeń (przewidziana przez projekt nowego standardu MSR 17) może doprowadzić do takich konstrukcji umów leasingowych, które umożliwią jednostkom korzystanie ze wspomnianych uproszczeń i stosowanie tzw. leasingu quasi-operacyjnego. Można zatem przypuszczać, iż zawarte w projekcie rozwiązania mogą ulec dalszym zmianom.

Bibliografia

Adamkiewicz Z. (red.), *Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej. Według stanu na dzień 1 stycznia 2013 r.*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2014.

Bonham M., *Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej w interpretacjach i przykładach*, Wydawnictwo Prawnicze LexisNexis, Warszawa 2006.

Buk H. (red), *Sprawozdawczość i analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego w Katowicach, Katowice 2005.

Grzywacz J., Burżacka-Majcher M., *Leasing w przedsiębiorstwie*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2007.

Koralewski M., *Umowy leasingu. Aspekty podatkowo-prawne*, CeDeWu, Warszawa 2008.

Kosacka-Łędzewicz D., Olszewski B., *Leasing*, Oficyna Wydawnicza „UNIMEX", Wrocław 2011.

http://grantthornton.pl/zmiany_miedzynarodowych_standardow_sprawozdawczosci_finansowej (data dostępu: 10.12.2014).

Międzynarodowy Standard Rachunkowości 17 Leasing, „Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej", 29.11.2008.

Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 roku – Kodeks cywilny, Dz.U. z 1964 r., nr 16, poz. 93.

www.cyfrowypolsat.pl/ir-media/Skonsolidowane_2013_PL_26022014.pdf (data dostępu 10.12.2014).

www.portalfk.pl/nowosci/uwaga-zmiany-w-msr-17-leasing-juz-dzis-sprawdz-na-czym-beda-polegac-264337 (data dostępu: 10.12.2014).
www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/pl/Documents/Newsletters/Biuletyn-MSSF/pl_Biuletyn_MSSF_2013_1.pdf (data dostępu: 10.12.2014).

Summary

Accounting for Leases in the Context of the Proposed Amendments to IAS 17

The current shape of IAS 17 does not permit the submission of complete information to investors regarding cash flows reported in the financial statements. The main reason is skipping the position of operating leases in the statement of the financial position. The draft amendments to the standard leases are limited to one model. It assumes a change in the current model based on the concept of risk and reward. The new model is based on the right to use the asset, which means the liquidation of the split between operational and financial leases. The article has analyzed the situation of the Cyfrowy Polsat S.A. Capital Group before and after the introduction of the proposed changes in IAS 17. Thus, it has been shown that the proposed changes will significantly affect not only the financial statements of the companies presenting so far mainly operational leases, but also the financial indicators of these companies.

Keywords: leasing, financial, operational, IAS 17, elimination of the division, financial management of the companies

Rozdział

12

Marta Grądziel

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Obowiązki informacyjne spółek publicznych

Streszczenie

Asymetria informacyjna występująca pomiędzy kapitałodawcami-inwestorami a kapitałobiorcami-spółkami jest jednym z najbardziej klasycznych problemów, z jakim prawo rynku kapitałowego boryka się od wieków. Inwestorzy dysponują bowiem ograniczoną wiedzą na temat specyfiki i szczegółów działalności gospodarczej kapitałobiorców, a w sytuacji braku regulacji prawnych ze znacznym opóźnieniem dowiadują się o istotnych wydarzeniach dotyczących tej działalności. Jednym z podstawowych rozwiązań prawnych, pozwalających niwelować negatywne konsekwencje asymetrii informacyjnej, są obowiązki informacyjne nakładane na spółki publiczne. Obecnie należą one do standardowych rozwiązań, których celem jest ochrona inwestorów na rynku kapitałowym. Celem opracowania jest przedstawienie problematyki obowiązków informacyjnych ciążących na spółkach publicznych. W tym celu wykorzystano fragmenty niepublikowanej pracy dyplomowej[1].

Słowa kluczowe: obowiązki informacyjne, rynek kapitałowy, asymetria informacyjna, spółki publiczne

Wstęp

Kodeks spółek handlowych[2] nie zawiera definicji spółki publicznej, w tej kwestii odwołuje się do ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (u.o.i.f.)[3]. Ustawa ta za spółkę publiczną uznaje spółkę, w której co najmniej jedna akcja jest zdematerializowana w rozumieniu przepi-

---

[1] M. Grądziel, *Obowiązki informacyjne spółek publicznych*, UEK 2011 (praca dyplomowa).

[2] Ustawa z dnia 15 września 2000 roku − Kodeks spółek handlowych, Dz.U., nr 94, poz. 1037 z późn. zm.

[3] Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, t.j. Dz.U. z 2009 r., nr 185, poz. 1439 z późn. zm.

sów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi[4], z wyjątkiem spółki, której akcje zostały zarejestrowane na podstawie art. 5a ust. 2 u.o.i.f.[5] Za spółkę publiczną może być zatem uznana spółka akcyjna i komandytowo-akcyjna.

Przekształcenie spółki akcyjnej w spółkę publiczną jest dokonywane przede wszystkim z zamiarem zdobycia kapitału na prowadzenie działalności gospodarczej. W tym celu jest przeprowadzana publiczna emisja akcji. Publiczny rynek kapitałowy, dzięki dużej koncentracji kapitału, umożliwia dostęp do znacznej liczby kapitałodawców, zarówno instytucjonalnych, jak i indywidualnych[6]. Przekształcenie w spółkę publiczną może służyć także np. sprzedaży części akcji przez dotychczasowych właścicieli (np. prywatyzacja spółek przez Skarb Państwa). Kolejnym atutem jest prestiż, jaki posiadają spółki publiczne[7]. Istotne znaczenie ma również możliwość dywersyfikacji portfela inwestycyjnego oraz możliwość rynkowej wyceny wartości firmy. Publiczny obrót akcjami danej spółki jest więc korzystny także dla jej akcjonariuszy[8].

Jednak uzyskanie statusu spółki publicznej niesie ze sobą wiele daleko idących konsekwencji związanych z poddaniem jej funkcjonowania odrębnym zasadom prawnym, właściwym jedynie dla tej kategorii podmiotów. Jako jedną z najbardziej istotnych konsekwencji należy wymienić szczególne obowiązki informacyjne[9]. Obowiązki te mają zapewnić inwestorom jednakowy dostęp do prawdziwej i rzetelnej informacji o danej spółce. Powoduje to jednak konieczność większego otwarcia spółki na konkurencję, co w skrajnym przypadku może doprowadzić do zmniejszenia przewagi rynkowej. Aby ograniczyć to ryzyko, przepisy dotyczące obowiązków informacyjnych w tym zakresie są tak skonstruowane, aby nie wymuszały ujawniania tajemnicy handlowej[10].

Celem opracowania jest przedstawienie problematyki obowiązków informacyjnych, ciążących na spółkach publicznych, jako jednych z fundamentalnych elementów funkcjonowania rynków kapitałowych oraz udowodnienie tezy, że zdecydowana większość spółek publicznych należycie wypełnia te obowiązki. Dla udowodnienia tej tezy zostaną przywołane informacje dotyczące kar nakładanych przez KNF na spółki publiczne w związku z naruszeniem obowiązków informacyjnych wynikających z art. 56 i 57 ustawy o ofercie publicznej.

---

[4] Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi, t.j. Dz.U. z 2010 r., nr 211, poz. 1384 ze zm.

[5] Art. 4, pkt 20 u.o.p.

[6] M. Poślad, S. Thiel, T. Zwoliński, *Akcje i obligacje korporacyjne – oferta publiczna i rynek regulowany*, KPWIG, Warszawa 2006, s. 27–28.

[7] A. Koch, J. Napierała (red.), *Prawo spółek handlowych, podręcznik akademicki*, wyd. 2, Wolters Kluwer business, Warszawa, Kraków 2007, s. 59.

[8] J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw, podstawy teorii*, PWN, Warszawa 1998, s. 181–182.

[9] R. Sasiak, *Fuzje i przejęcia spółek publicznych*, Kantor Wydawniczy „Zakamycze", Kraków 2000, s. 38.

[10] M. Poślad, S. Thiel, T. Zwoliński, *op. cit.*, s. 32–33.

W części pierwszej przedstawiono argumenty przemawiające za nakładaniem obowiązków informacyjnych na spółki publiczne. W części drugiej znajdują się rodzaje obowiązków informacyjnych spółek publicznych notowanych na rynku regulowanym. Obowiązki informacyjne spółek publicznych nie miałyby jednak większego sensu, gdyby nie ustanowiono odpowiednich reguł sankcjonujących zachowania emitentów podających nieprawdziwe lub niepełne informacje. Analizie naruszeń tych obowiązków w Polsce w latach 2008–2014 została poświęcona trzecia część opracowania.

1. Argumenty przemawiające za nakładaniem obowiązków informacyjnych na spółki publiczne

Biorąc pod uwagę pozycje inwestorów na rynku kapitałowym, akcje są szczególnego rodzaju „produktem", którego użyteczność przejawia się w ewentualnych przychodach przynoszonych przez dany papier wartościowy. Za przychody należy tu uznać majątkowe świadczenia, jakie inwestor może uzyskać w postaci wypłaconej przez spółkę dywidendy lub ceny sprzedaży akcji. Jednak ze względu na potrzebę uzyskania obszernych i szczegółowych informacji na temat akcji, w celu prawidłowej oceny ich ekonomicznej użyteczności, nabywca takich praw składających się na akcję znajduje się w o wiele bardziej skomplikowanej sytuacji niż nabywca innych praw własności do prostych produktów konsumpcyjnych. Ponadto informacje, jakie uzyska inwestor (tj. obecny akcjonariusz spółki publicznej lub potencjalny nabywca akcji takiej spółki), jest bardzo trudno zweryfikować ze względu na indywidualny charakter każdego przedsiębiorstwa[11]. Akcjonariusz spółki publicznej, z wyjątkiem akcjonariuszy strategicznych, nie zachowuje się jak modelowy większościowy akcjonariusz spółki niepublicznej, który jest aktywnie zaangażowany w działalność spółki. Jest on inwestorem nabywającym akcje w celu osiągnięcia zysku z tego tytułu (wypłaty dywidendy lub wzrostu wartości akcji)[12].

Analizując przyczyny nakładania obowiązków informacyjnych na spółki publiczne, należy zwrócić uwagę na fakt, iż na rynku kapitałowym inwestorzy mają do czynienia z nierównomiernym podziałem wiedzy, występuje zjawisko asymetrii informacyjnej. Uczestnicy rynku nie mają pełnych informacji dotyczących zarówno przedmiotów obrotu, jak i pozostałych jego uczestników. Asymetria informacyjna wywiera bardzo istotny wpływ na decyzje podejmowane w obrocie gospodarczym. Za przyczynę takiego stanu rzeczy należy

[11] F.H. Easterbrook, D.R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, London 1996, s. 279, 281, cyt. za: M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka, *Europejskie prawo spółek*, t. 3: *Corporate Governance*, Wolters Kluwer, Kraków 2006, s. 248−249.

[12] T. Sójka, *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*, Oficyna WoltersKluwer business, Warszawa 2008, s. 28.

uznać fakt, iż koszt, jaki należałoby ponieść, aby uzyskać dostateczną i pełną wiedzę gwarantującą podjęcie najlepszej decyzji, jest zwykle nieproporcjonalnie większy niż zyski, często niepewne i bardzo trudne do oszacowania. Występowanie zjawiska asymetrii informacji może prowadzić do nadużyć, np. wykorzystywania informacji poufnych, do których inwestorzy nie mają jeszcze dostępu, przez władze spółek[13].

Za najistotniejszą cechę spółki publicznej uznawane jest istnienie efektywnego rynku dla akcji tej spółki – rynku o wysokiej płynności, na którym cena akcji jest najbardziej zbliżona do ich wartości rzeczywistej[14]. Bezspornym jest fakt, że warunkiem dla istnienia efektywnego rynku akcji jest jego przejrzystość, zapewniana przez równy i jednoczesny dostęp do istotnych informacji − dotyczących zarówno spółki, jak i jej akcji − dla wszystkich uczestników[15]. Należy także zaznaczyć, iż informacje upubliczniane przez emitentów wpływają na kurs akcji kształtowany na rynku pod wpływem decyzji inwestorów. W związku z zaistnieniem takiej zależności, w literaturze przedmiotu została sformułowana i poparta badaniami empirycznymi teoria efektywności informacyjnej rynku kapitałowego. Najszerzej akceptowana, umiarkowana wersja tej teorii mówi, że „cena akcji na płynnym rynku kapitałowym odzwierciedla wszystkie publicznie dostępne informacje na temat emitenta tych akcji"[16].

Do tradycyjnych, choć nie zawsze przekonujących, argumentów przemawiających za unormowaniem prawnym obowiązków informacyjnych spółek publicznych należy zaliczyć wzmacnianie zaufania inwestorów do rynku kapitałowego. Bezsporny jest pozytywny wpływ ilości informacji ujawnianych przez spółki publiczne na miarodajność cen ich akcji[17]. Jednak należy brać pod uwagę także koszty, do których zalicza się nie tylko wydatki poniesione na gromadzenie i publikowanie informacji, ale także straty powstałe wskutek ujawnienia niektórych istotnych danych na rzecz konkurencji[18].

Nakładanie obowiązków informacyjnych na spółki, których akcje są notowane w zorganizowanych systemach obrotu, w związku z kosztami związanymi z realizacją tych obowiązków utrudnia, a nawet zamyka mniejszym, działającym bardziej ryzykownie jednostkom gospodarczym dostęp do kapitału[19]. Nie można jednak zapominać o tym, że obowiązki informacyjne zwięk-

---

[13] *Ibidem*, s. 25–26.

[14] *Ibidem*, s. 29.

[15] J. Mazurek, *O czym muszą informować spółki giełdowe*, www.bankier.pl/wiadomosc/O-czym-musza-informowac-spolki-gieldowe-1710320.html (data dostępu: 01.12.2014).

[16] M. Andrzejewski, *Rachunkowość a ujawnianie informacji przez spółki giełdowe*, PWN, Warszawa 2002, s. 18; J. Czekaj (red.), *Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce z perspektywy dziesięciolecia*, PWN, Warszawa 2001, s. 31, 33.

[17] N. Moloney, *EC Securities Regulation*, s. 123, cyt. za: T. Sójka, *op. cit.*, s. 35.

[18] F.H. Easterbrook, D.R. Fischel, *The Economic Structure…*, s. 299, cyt. za: T. Sójka, *op. cit.*, s. 35.

[19] T. Sójka, *op. cit.*, s. 37.

szają zainteresowanie rynkiem, który wymaga ich realizacji, o czym świadczy zwiększenie płynności akcji spółek „raportujących", co więcej − podnoszą wycenę akcji spółek, które już od dłuższego czasu im podlegają[20].

Niezaprzeczalnym jest także fakt, że władze spółek nie dysponują zbytnią motywacją do dobrowolnego ujawniania wielu innych istotnych informacji, dotyczących np. transakcji z powiązanymi podmiotami oraz planowanych fuzji, które są dla akcjonariuszy niekorzystne[21]. Niechęć menedżerów do ujawniania informacji, które mogą mieć negatywny wpływ na kurs akcji spółek przez nich zarządzanych wynika również z tego, że znaczna część ich zarobków jest uzależniona z reguły właśnie od ceny rynkowej tych papierów wartościowych (programy opcji menedżerskich). Z podobną sytuacją mamy do czynienia w przypadku dominującego akcjonariusza spółki publicznej, gdyż negatywne dla spółki informacje zmniejszałyby łączną wartość akcji będących w jego posiadaniu. Co więcej, koszt pozyskania nowego kapitału przez spółkę byłby większy ze względu na niższe ceny akcji nowych emisji. Bardzo istotne z punktu widzenia inwestorów są też porównywalność, zrozumiałość i przejrzystość informacji. Jeżeli każdy stosowałby dowolne formuły komunikatów dla inwestorów, szczególnie w zakresie rachunkowości, łatwiej byłoby mu tuszować niekorzystne i uwypuklać pozytywne dla spółki informacje. Co więcej, bardzo utrudnione byłoby porównywanie danych finansowych dotyczących różnych spółek[22]. Obecnie podkreśla się, że obowiązki informacyjne pełnią nie tylko funkcję usprawniania mechanizmu wyceny papierów wartościowych. Są bardzo istotne z punktu widzenia relacji inwestorskich[23].

2. Rodzaje obowiązków informacyjnych nakładanych na spółki publiczne

Konsekwencją podjęcia decyzji w sprawie dokonania oferty publicznej lub ubiegania się spółki o dopuszczenie emitowanych przez nią papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym jest, zgodnie z zapisami art. 7 u.o.p., obowiązek sporządzenia odpowiedniego dokumentu informacyjnego, jakim jest prospekt emisyjny, ewentualnie memorandum informacyjne[24].

---

[20] B.J. Bushee, Ch. Leuz, *Economic Consequences of SEC Disclosure Regulation*, "Working Paper of the Wharton Financial Institutions Center", Philadelphia, February 2003, s. 4 i n.

[21] G. Hertig, R. Kraakman, E. Rock, *Issuer and Investor Protection*, [w:] *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford 2004.

[22] F.H. Easterbrook, D.R. Fischel, *The Economic Structure*…, s. 293, cyt. za: T. Sójka, *op. cit.*, s. 38–39; G. Hertig, R. Kraakman, E. Rock, *op. cit.*, s. 206.

[23] R. Kraakman, *Disclosure and Corporate*…, s. 97, cyt. za: T. Sójka, *op. cit.*, s. 39–40.

[24] Art. 7 ust. 1 u.o.p.

W celu sporządzenia prospektu spółka musi nawiązać współpracę z biegłym rewidentem, którego zadaniem jest zbadanie sprawozdań finansowych spółki i doprowadzenie ich do porównywalności na przestrzeni lat. Ponadto biegły rewident wydaje odpowiednie oświadczenie audytorskie i kontroluje aspekty finansowe i księgowe analizy *due diligence*[25]. Zgodnie z obowiązującymi przepisami ofertę publiczną należy zawsze przeprowadzać za pośrednictwem domu maklerskiego, który posiada pozwolenie na prowadzenie działalności wydane przez KNF. Dom maklerski opracowuje co najmniej rozdział prospektu emisyjnego, dotyczący zasad dystrybucji, a także współpracuje z autorami pozostałych rozdziałów. Podczas przygotowywania oferty publicznej dom maklerski wypełnia rolę koordynatora całego projektu – przedstawia emitentowi propozycje harmonogramu, uczestniczy w doborze doradców oraz organizuje ich współpracę. Natomiast w procesie przeprowadzania oferty realizuje swoje najważniejsze zadanie – oferującego papiery wartościowe; realizuje elementy operacyjne transakcji i jednocześnie rekomenduje akcje emitenta jako inwestycję godną uwagi[26]. Charakter prawny prospektu emisyjnego w literaturze przedmiotu budzi kontrowersje wynikające z jego złożonej struktury prawnej, jest on bowiem dokumentem zawierającym oświadczenie zarówno wiedzy, jak i woli. Są to głównie oświadczenia emitenta, choć z reguły przedstawia on także oświadczenia innych podmiotów, które są zaangażowane w proces publicznego oferowania papierów wartościowych lub wprowadzania ich do obrotu na rynku regulowanym[27]. Umieszczone w prospekcie oświadczenia dotyczą m.in. takich kwestii, jak wielkość emisji, ewentualnie opis ustalenia ostatecznej wielkości oferty, cena akcji lub sposób jej ustalenia, zasady przydziału akcji, warunki zawieszenia lub odwołania oferty. Oświadczenia woli, zawarte w prospekcie, w zależności od ich treści, mogą stanowić tylko zaproszenie do składania ofert lub ofertę w rozumieniu art. 66 k.c. Słusznym wydaje się być pogląd uznający, że prospekt emisyjny może być traktowany jako wzorzec umowny w rozumieniu art. 384 k.c. Co za tym idzie, w przypadku zaistnienia rozbieżności między treścią umowy a wzorcem umownym, strony są związane umową[28].

Prospekt emisyjny jest głównym źródłem informacji o spółce dla potencjalnych inwestorów, dlatego bardzo ważne jest, aby jego forma i treść odpowiadały wymogom prawnym. Równie istotne znaczenie ma przystępna

---

[25] M. Mikołajska-Gocejna, *IPO jako źródło finansowania rozwoju spółki. Przygotowanie, realizacja i czynniki sukcesu pierwszej publicznej emisji akcji*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie – Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2008, s. 43.

[26] B. Duszek, *Jak pozyskać kapitał z rynków giełdowych, przewodnik dla potencjalnych emitentów*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2010, s. 15.

[27] T. Sójka, *op. cit.*, s. 76.

[28] *Ibidem*, s. 77.

i zrozumiała dla inwestorów forma prospektu, zachęcająca do inwestycji[29]. Należy podkreślić, iż rolą obowiązku prospektowego nie jest zabezpieczenie inwestorów przed podjęciem błędnej decyzji. Jego celem jest przekazanie im wyczerpujących informacji dotyczących emitenta. Najlepszą ochronę inwestorów osiągnie się bowiem przez zapewnienie równego dostępu do istotnych informacji wszystkim uczestnikom rynku[30].

Szczegółowe warunki, jakie powinien spełniać prospekt emisyjny, oraz sposób, w jaki powinien być sporządzony określa Rozporządzenie Komisji (WE) nr 809/2004 z dnia 29 kwietnia 2004 roku wykonujące dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych oraz formy, włączenia przez odniesienie i publikacji takich prospektów emisyjnych i rozpowszechniania reklam[31].

Zgodnie z zapisem art. 82 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 roku w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim, emitent jest obowiązany co do zasady przekazywać raporty okresowe: kwartalne, półroczne, roczne. Jeżeli emitent jest jednostką dominującą, to dodatkowo jest zobligowany do przekazywania informacji okresowych w formie raportów skonsolidowanych (kwartalnych, półrocznych i rocznych), chyba że na podstawie innych przepisów nie zachodzi w stosunku do niego obowiązek sporządzania skonsolidowanych sprawozdań finansowych[32].

W literaturze można znaleźć stwierdzenia przemawiające za tym, iż w zakresie bieżącego ujawniania cenotwórczych, niepublicznych informacji, podstawowe znaczenie należy przypisać obowiązkowi upubliczniania informacji poufnych. Katalog informacji, które emitent może uznać za poufne, jest katalogiem otwartym ze względu na ogólną definicję informacji poufnej. Ta elastyczna formuła ma gwarantować ujawnienie, co do zasady, wszystkich nieznanych publicznie informacji o cenotwórczym charakterze, jednak pozostawia także margines „uznaniowości" po stronie emitenta. Polega on na tym, że emitent musi *ex ante* uznać daną informację za cenotwórczą. Pojawiający się stan niepewności prawnej może stwarzać ryzyko dla inwestorów – w skrajnych

[29] B. Duszek, *op. cit.*, s. 31.

[30] T. Sójka, *op. cit.*, s. 60.

[31] Rozporządzenie Komisji (WE) nr 809/2004 z dnia 29 kwietnia 2004 roku wykonujące dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych oraz formy, włączenia przez odniesienie i publikacji takich prospektów emisyjnych oraz rozpowszechniania reklam, Dz.U., UE L 149 z 30 kwietnia 2004 roku.

[32] Art. 82 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 roku w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim, Dz.U., nr 33 poz. 259. z późn. zm.

przypadkach niektóre informacje pomimo tego, że są „obiektywnie" cenotwórcze, mogą zostać uznane przez emitentów za informacje niespełniające tego kryterium. Biorąc pod uwagę możliwość wystąpienia takiej sytuacji, prawodawca ustanowił instytucje raportów bieżących[33].

Szczegółowy katalog informacji bieżących, jakie emitent jest zobowiązany niezwłocznie upublicznić, niezależnie od tego, czy uzna je lub nie za informacje cenotwórcze, oraz ich treść i forma są określone w rozporządzeniu w sprawie informacji[34]. Obowiązki informacyjne w zakresie raportów bieżących dotyczą przede wszystkim: aktywów o znacznej wartości, zdarzeń związanych ze znaczącymi umowami, nabycia lub zbycia własnych papierów wartościowych, podziału i przekształcenia emitenta, wyboru podmiotu uprawnionego do badania sprawozdań finansowych, umorzenia akcji emitenta, zmian we władzach zarządzających oraz nadzorujących emitenta[35].

Zgodnie z definicją zawartą w art. 154 u.o.i.f., informacją poufną jest określona w precyzyjny sposób informacja dotycząca bezpośrednio lub pośrednio jednego lub kilku emitentów instrumentów finansowych, jednego lub kilku instrumentów finansowych albo nabywania lub zbywania takich instrumentów, która nie została przekazana do publicznej wiadomości, a która po takim przekazaniu mogłaby w istotny sposób wpłynąć na cenę tych instrumentów finansowych lub na cenę powiązanych z nimi instrumentów finansowych. Emitent ma obowiązek przekazać informacje poufne równocześnie KNF, spółce prowadzącej rynek regulowany, a także do publicznej wiadomości[36]. Z chwilą przekazania informacje tracą cechę poufności[37]. Ich natychmiastowe upublicznienie zapobiega zjawisku *insider trading*, które niszczy zaufanie inwestorów w stosunku do rynku kapitałowego. Przez *insider trading* należy rozumieć obrót instrumentami finansowymi przez osoby posiadające dostęp do poufnych, wewnętrznych informacji emitentów instrumentów finansowych albo innych podmiotów, które są zaangażowane w obrót tymi instrumentami (*insiders*) oraz wykorzystują te informacje w procesie podejmowania swoich decyzji inwestycyjnych[38]. Konsekwencją posiadania przez te osoby przewagi konkurencyjnej jest możliwość osiągania przez nich zysków kosztem pozostałych uczestników rynku[39]. *Insider trading* jest, obok prowadzenia działalności

---

[33] T. Sójka, *op. cit.*, s. 135–136.

[34] *Ibidem*, s. 136–137.

[35] § 5 ust. 1 rozporządzenia w sprawie informacji.

[36] Art. 56 ust. 2 pkt 1 u.o.p.

[37] A. Romanowska, *Insider trading – obowiązki emitentów oraz insiderów*, „PPH" 2007, nr 4, s. 11.

[38] T. Sójka, *op. cit.*, s. 98–99.

[39] *Idem*, *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz*, Wolters Kluwer business, Warszawa 2010, s. 310.

maklerskiej bez wymaganego zezwolenia KNF i manipulacji kursem akcji, najcięższym przestępstwem spotykanym na rynku kapitałowym[40].

Spółka publiczna jest zobowiązana przekazywać informacje w zakresie określonym w art. 69 u.o.p., tj. informacje dotyczące stanu posiadania, zmiany udziału poszczególnych udziałowców, w przypadku przekroczenia przez nich odpowiedniego odsetka liczby głosów[41]. Spółka publiczna ma również obowiązek przekazywać KNF wykaz akcjonariuszy mających prawo do udziału w WZA, wraz ze wskazaniem liczby akcji i głosów z akcji przysługujących każdemu z nich, nie później niż do dnia poprzedzającego wyznaczony dzień walnego zgromadzenia.

Ze względu na wagę, jaką przywiązuje się do dostępu do informacji na temat spółek publicznych, ustawodawca wprowadza rygorystyczną odpowiedzialność za upubliczniane informacje, dotyczące zarówno oferty publicznej lub dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym, jak i informacji przekazywanych w trybie art. 56 u.o.p., tj. informacji bieżących i okresowych oraz informacji poufnych[42].

3. Naruszanie obowiązków informacyjnych w Polsce w latach 2008–2014

Nadzór nad właściwym realizowaniem obowiązków informacyjnych sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Analizuje ona raporty bieżące i okresowe przekazywane przez spółki, monitoruje doniesienia agencyjne lub prasowe, zwraca uwagę na interwencje inwestorów. W sytuacji stwierdzenia nieprawidłowości KNF wszczyna postępowanie kontrolne i wyjaśniające.

Nie ulega wątpliwości, iż naruszanie obowiązków informacyjnych przez spółki publiczne należy do faktów negatywnie ocenianych przez system prawny[43] i skutkuje nakładaniem odpowiednich sankcji, mających charakter administracyjny, cywilny i karny[44].

Ustawodawca w art. 96 u.o.p. przewiduje możliwość nałożenia przez KNF dwóch rodzajów kar mających charakter administracyjny:

– nałożenie kary w postaci niepieniężnej – wykluczenie bezterminowo lub na czas określony papierów wartościowych z obrotu na rynku regulowanym,

– nałożenie kary pieniężnej[45].

---

[40] M. Adamska (red.), *Droga na giełdę. Jak przygotować spółkę do emisji publicznej*, Difin, Warszawa 2008, s. 114.

[41] Art. 69 ust. 1, 2 u.o.p.

[42] J. Okolski (red.), *Prawo handlowe*, wyd. 2, Oficyna WoltersKluwer business, Warszawa 2008, s. 591.

[43] T. Sójka, *Obowiązki…*, s. 143.

[44] M. Adamska (red.), *op. cit.*, s. 112.

[45] A. Skoczylas, [w:] T. Sójka, *Ustawa o ofercie publicznej…*, s. 690.

KNF ma również możliwość zastosowania obu sankcji jednocześnie. Należy zwrócić uwagę na fakt, że w przypadku wydania decyzji o naruszeniu obowiązków informacyjnych przez spółkę, KNF ma możliwość nałożyć na nią dodatkowy obowiązek – niezwłocznego opublikowania wymaganych informacji w dwóch ogólnopolskich dziennikach lub przekazania ich do wiadomości publicznej w inny sposób. Ponadto KNF może upublicznić treść decyzji stwierdzającej niewywiązywanie się spółki z obowiązków informacyjnych[46].

Celem opracowania jest wykazanie, iż zdecydowana większość spółek publicznych należycie wypełnia nałożone na nie obowiązki informacyjne. Dla udowodnienia tej tezy przeprowadzono badania realizacji obowiązków informacyjnych przez spółki publiczne. Oceny realizacji obowiązków informacyjnych dokonano na podstawie przeglądu decyzji KNF dotyczących kar nakładanych na spółki publiczne w związku z naruszeniem obowiązków informacyjnych wynikających z art. 56 i art. 57 ustawy o ofercie publicznej. Badaniem zostały objęte spółki notowane na GPW.

W analizowanym okresie 2008–2014 najwięcej kar KNF nałożyła w 2010 roku − ukarano wówczas 19 spółek. Od 2001 roku liczba ukaranych spółek spada, w 2014 roku KNF ukarała jedynie 9 spółek w związku z niedopełnieniem obowiązków informacyjnych wynikających z art. 56 i 57 ustawy o ofercie publicznej.

W 2007 roku ukarano cztery spółki. Najwyższa kara, jaką nałożyła KNF, dotyczyła spółki Eurofaktor S.A., która nie przekazała w formie raportu bieżącego korekty prognoz wyników finansowych za 2006 rok. Spółka miała zapłacić 100 000 zł, jednak w 2008 roku kara ta została obniżona do 50 000 zł w związku z sytuacją finansową spółki. W 2008 roku KNF nałożyła 9 kar, co więcej − były to już znacznie wyższe kwoty. Kary rzędu 250 000 zł nałożono na spółki Opoczno S.A., w związku z rażącym niedopełnieniem obowiązków informacyjnych polegającym na nieprzekazaniu w terminie informacji poufnej, oraz Elektrim S.A. Mostostal-Export S.A., która została obciążona karą 150 000 zł, a ATM S.A. – 100 000 zł. W 2009 roku KNF nałożyła 13 kar pieniężnych w związku z naruszaniem obowiązków informacyjnych przez spółki publiczne.

W 2010 roku KNF podjęła decyzję o ukaraniu aż 19 spółek. Karę pieniężną po 300 000 zł KNF nałożyła na spółki Bomi S.A. i Alchemia S.A. Obie spółki naruszyły obowiązki informacyjne dotyczące niezwłocznego przekazania informacji poufnych. Z kolei Swarzędz Meble S.A. została ukarana za nieprzekazanie w wymaganym terminie informacji poufnej o braku możliwości kontynuacji działalności. Kara wynosiła 150 000 zł, jednak ze względu na sytuację finansową spółki 1 września 2010 roku KNF obniżyła ją do 100 000 zł. Ciech S.A. za nieprzekazanie w terminie informacji poufnej otrzymał karę w wysokości 250 000 zł. Kara 150 000 zł dla Techmex S.A. została nałożona

[46] Art. 96 ust. 1, 3, 10 u.o.p.

w związku z nieprzekazaniem w terminie informacji poufnej o złożeniu przez bank wniosku o ogłoszenie upadłości likwidacyjnej spółki oraz przekazaniem niekompletnego raportu bieżącego. Konsekwencją tej kary było nałożenie 15 listopada 2010 roku 80 000 zł kary na byłego członka zarządu spółki.

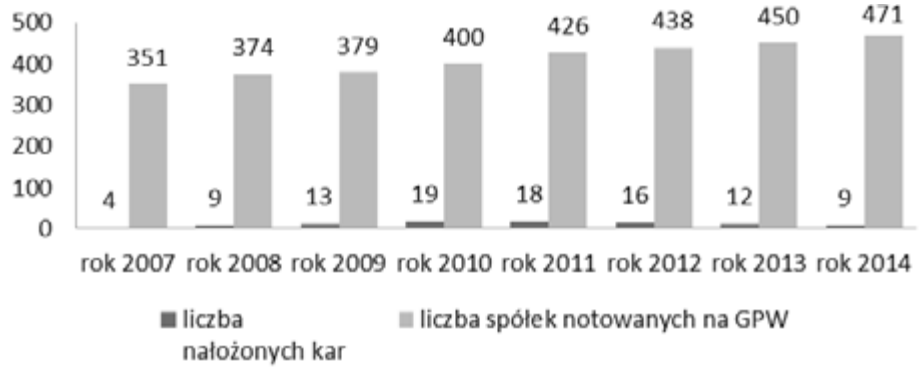
W 2011 roku KNF nałożyła 18 kar dotyczących naruszenia obowiązków informacyjnych wynikających z art. 56 i 57 ustawy o ofercie publicznej. Najwyższa w tym roku kara wynosiła 200 000 zł i została nałożona na spółkę DGA S.A., a dotyczyła nierzetelnie sporządzonych raportów bieżących oraz sprawozdania skonsolidowanego.

Wysokość kar nałożonych w 2012 roku wahała się pomiędzy kwotami 5 000 a 400 000 zł. Kara 400 000 zł dotyczyła spółki Petrolinvest S.A. w związku z nieprawidłowymi informacjami zawartymi w raportach bieżących. W 2013 roku, pomimo że nałożono mniej kar – 12, to jednak ich wysokość była zdecydowanie wyższa i sięgała 500 000 zł (PBG S.A. i Emperia Holding S.A.). Karę w wysokości 400 000 zł nałożono na Eurocash S.A.

W 2014 roku liczba kar znowu spadła. KNF nałożyła na spółki 9 kar, których wysokość wahała się od 150 000 zł do 800 000 zł (Central European Distribution Corporation i Polimex – Mostostal S.A.) W styczniu 2015 roku KNF ukarała spółkę Mewa S.A. karą w wysokości 250 000 w związku z niedopełnieniem przez nią obowiązków informacyjnych.

Niedopełnianie obowiązków informacyjnych przez spółki publiczne jest dość częstą przyczyną nakładania kar przez KNF. Kary te są raczej wysokie. Wynosiły od 5 000 zł do 800 000 zł. Stosunkowo wyższe kary nakładane są na spółki niż na osoby fizyczne. Większość kar była związana z nieprzekazaniem informacji w odpowiednim terminie. Część kar dotyczyła zatajenia przez spółki informacji, które mogłyby zaniepokoić inwestorów, co mogłoby spowodować spadek zainteresowania ich akcjami, a co za tym idzie − spadek kursów na giełdzie, a to prowadziłoby do jeszcze większych strat i pogłębienia problemów.

Na podstawie powyższych analiz należy stwierdzić, iż zdecydowana większość spółek publicznych należycie wypełnia nałożone na nie obowiązki informacyjne. W stosunku do wszystkich spółek notowanych na GPW w poszczególnych latach te, na które nakładano kary, stanowią niewielki odsetek. W analizowanym okresie udział ten wahał się pomiędzy 1,14% w 2007 roku do 4,75% w 2010 roku. W 2014 roku było to już niecałe 2%.



Wykres 1. Liczba spółek ukaranych w związku z nienależytym wykonaniem obowiązków informacyjnych na tle wszystkich spółek notowanych na GPW

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KNF i GPW.

Zakończenie

Uzasadnieniem konieczności stałego i równego dostępu do wszystkich istotnych informacji jest asymetria informacyjna między spółką a jej potencjalnymi i aktualnymi akcjonariuszami. Brak dostępu do tych informacji sprawia, że inwestowanie na rynkach kapitałowych staje się niezwykle ryzykowne, więc inwestorzy mogą zmniejszać swoje zaangażowanie w tej części rynku. W rezultacie ucierpi na tym cała gospodarka, gdyż na wolniej rozwijającym się rynku spółkom trudniej będzie pozyskiwać środki na najbardziej innowacyjne przedsięwzięcia. Ustawodawca traktuje ujawnianie informacji przez spółki publiczne jako jeden z fundamentalnych elementów prawidłowego funkcjonowania rynków kapitałowych, tzn. zapewniającego prawidłową wycenę akcji i równe traktowanie wszystkich uczestników tego rynku. Do realizacji tych celów służy nie tylko zwiększanie bezwzględnej liczby wszystkich upubliczniannych informacji, ale przede wszystkim ujawnianie informacji, które są faktycznie istotne dla obrotu papierami wartościowymi. Same obowiązki informacyjne nie mogą jednak spełniać swoich funkcji, jeżeli nie istnieją odpowiednie, skuteczne mechanizmy sankcjonowania naruszeń tych obowiązków.

Należy podkreślić, iż przeprowadzona analiza potwierdza tezę postawioną we wstępie − zdecydowana większość spółek publicznych należycie wypełnia nałożone na nie obowiązki informacyjne. Spółki, na które nakładano kary stanowią niewielki odsetek wszystkich spółek notowanych na GPW w analizowanym okresie.

Wszystkie analizowane obowiązki informacyjne prawodawca opiera na zasadzie prawdziwego, pełnego i rzetelnego obrazu emitenta. Upubliczniane przez spółki raporty, prospekty i memoranda informacyjne nie tylko nie mogą

zawierać informacji *expressis verbis* nieprawdziwych, ale przede wszystkim muszą przedstawiać rzetelny i pełny obraz spółki. Powinien on być na tyle dokładny, aby informacje podawane do publicznej wiadomości nie wprowadzały inwestorów w błąd co do faktycznej sytuacji spółki publicznej.

Bibliografia

Adamska M. (red.), *Droga na giełdę. Jak przygotować spółkę do emisji publicznej*, Difin, Warszawa 2008.

Andrzejewski M., *Rachunkowość a ujawnianie informacji przez spółki giełdowe*, PWN, Warszawa 2002.

Bushee B.J., Leuz Ch., *Economic Consequences of SEC Disclosure Regulation*, "Working Paper of the Wharton Financial Institutions Center", Philadelphia, February 2003.

Cejmer M., Napierała J., Sójka T., *Europejskie prawo spółek*, t. 3: *Corporate Governance*, Wolters Kluwer, Kraków 2006.

Czekaj J. (red.), *Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce z perspektywy dziesięciolecia*, PWN, Warszawa 2001.

Czekaj J., Dresler Z., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw, podstawy teorii*, PWN, Warszawa 1998.

Duszek B., *Jak pozyskać kapitał z rynków giełdowych, przewodnik dla potencjalnych emitentów*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2010.

Hertig G., Kraakman R., Rock E., *Issuer and Investor Protection*, [w:] *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford 2004.

Koch A., Napierała J. (red.), *Prawo spółek handlowych, podręcznik akademicki*, wyd. 2, Wolters Kluwer business, Warszawa, Kraków 2007.

Mazurek J., *O czym muszą informować spółki giełdowe*, www.bankier.pl/wiadomosc/O-czym-musza-informowac-spolki-gieldowe-1710320.html (data dostępu: 01.12.2014).

Mikołajska-Gocejna M., *IPO jako źródło finansowania rozwoju spółki. Przygotowanie, realizacja i czynniki sukcesu pierwszej publicznej emisji akcji*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie – Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2008.

Poślad M., Thiel S., Zwoliński T., *Akcje i obligacje korporacyjne – oferta publiczna i rynek regulowany*, KPWIG, Warszawa 2006.

Grądziel M., *Obowiązki informacyjne spółek publicznych*, UEK 2011 (praca dyplomowa).

Okolski J. (red.), *Prawo handlowe*, wyd. 2, Oficyna Wolters Kluwer business, Warszawa 2008.

Romanowska A., *Insider trading – obowiązki emitentów oraz insiderów*, „PPH" 2007, nr 4.

Rozporządzenie Komisji (WE) nr 809/2004 z dnia 29 kwietnia 2004 roku wykonujące dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych oraz formy, włączenia przez odniesienie i publikacji takich prospektów emisyjnych oraz rozpowszechniania reklam, Dz.U., UE L 149 z 30 kwietnia 2004 roku.

Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 roku w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim, Dz.U., nr 33 poz. 259. z późn. zm.

Sasiak R., *Fuzje i przejęcia spółek publicznych*, Kantor Wydawniczy „Zakamycze", Kraków 2000.

Sójka T., *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*, Oficyna Wolters Kluwer business, Warszawa 2008.

Sójka T., *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz*, Wolters Kluwer business, Warszawa 2010.

Ustawa z dnia 15 września 2000 roku − Kodeks spółek handlowych, Dz.U., nr 94, poz. 1037 z późn. zm.
Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi, t.j. Dz.U. z 2010 r., nr 211, poz. 1384 ze zm.
Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, t.j. Dz.U. z 2009 r., nr 185, poz. 1439 z późn. zm.

Summary

Information Obligations of Public Companies

Information asymmetry occurs between investors and companies is one of the classic problems of the capital market law. Investors have limited knowledge about the specifics and details of economic activity of companies, and in case of absence of regulations they learn about important events relating to those activities with a significant delay. One of the basic legal solutions, allowing to mitigate the negative consequences of information asymmetry are the disclosure requirements imposed on public companies. Today, they belong to the standard solutions designed to protect investors in the capital market.

Keywords: information obligations, public companies, capital market, information asymmetry

Rozdział

13

Marcin Dąbrowski

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Wiarygodność metod oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstw w ugodowym dochodzeniu należności publiczno-prawnych

Streszczenie

Analiza sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstw jest bardzo ważna w podejmowaniu decyzji. Szczególnego znaczenia nabierają metody oceny kondycji przedsiębiorstw przy restrukturyzacji zadłużenia. W opracowaniu autor starał się udowodnić wiarygodność analizy finansowej i modeli upadłości jako narzędzi oceny w polubownym dochodzeniu należności publiczno-prawnych. Analiza taka dostarcza informacji o wiarygodności przedsiębiorców posiadających zobowiązania publiczno-prawne, ale także pozwala ocenić wiarygodność metod analiz stosowanych w toku postępowań związanych z dochodzeniem należności przez organy podatkowe. W części empirycznej opracowania dokonano oceny wiarygodności wybranych wskaźników finansowych w kontekście zdolności przedsiębiorstw do spłaty długu oraz zbadano skuteczność jednego z modeli dyskryminacyjnych w przewidywaniu trudności w spłacie zadłużenia w ratach.

Słowa kluczowe: analiza wskaźnikowa, dochodzenie należności, wiarygodność analizy, wypłacalność, bankructwo

Wstęp

Państwo, bez względu na teorie o jego ekonomicznej roli, pełni znaczącą funkcję. Jednym z jego zadań jest zabezpieczenie społeczne swoich obywateli, które w Polsce jest realizowane w ramach systemu ubezpieczeń społecznych. Niektóre z tych zadań są wykonywane w oparciu o decyzje podejmowane na podstawie wyników analiz ekonomiczno-finansowych. Dotyczą nie tylko kondycji samego systemu ubezpieczeń społecznych, ale również

uczestników tego systemu. Po stronie przychodów systemu występuje szereg zadań związanych z realizacją dochodów funduszy, zwłaszcza z ugodowym dochodzeniem należności.

Przedmiotem opracowania jest zbadanie skuteczności i wiarygodności wybranych metod analizy stosowanych przez instytucję publiczną w ocenie sytuacji finansowej dłużników zawierających umowy o ratalnej spłacie lub odroczeniu należności. W pracy postawiono hipotezę, według której klasyczna analiza wskaźnikowa, mimo że często nie przedstawia jednoznacznych wyników, pozwala podejmować trafne decyzje w zakresie udzielania pomocy w spłacie należności z tytułu składek. Ponadto zastosowanie modelu dyskryminacyjnego pozwala określić ryzyko niezrealizowania umowy.

1. Cel i zakres analizy finansowej stosowanej w udzielaniu ulg w spłacie należności

Podejmując próbę określenia celu i zakresu analizy finansowej stosowanej w ramach ugodowego dochodzenia należności, należy odnieść się do uregulowań ustawowych. Ze względów gospodarczych lub innych przyczyn zasługujących na uwzględnienie ZUS może odroczyć termin płatności należności z tytułu składek oraz rozłożyć należność na raty, uwzględniając możliwości płatnicze dłużnika[1]. Tak określony zakres pomocy w spłacie należności nakłada obowiązek zbadania z jednej strony przyczyn gospodarczych powstania zadłużenia, a z drugiej − uwzględnienia możliwości płatniczych dłużnika. Wymaga zastosowania określonych metod analizy sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstw, zwłaszcza pod kątem zdolności do obsługi długu[2].

Przeprowadzenie analizy ma umożliwić w pierwszej kolejności podjęcie rozstrzygnięcia w zakresie udzielenia pomocy w spłacie należności, a w przypadku decyzji pozytywnej − ustalenia optymalnych warunków spłaty należności w ramach umowy. Ponadto z uwagi na formę udzielenia pomocy, tj. umowy cywilno-prawnej między wierzycielem i dłużnikiem, istnieje możliwość negocjacji warunków spłaty, co podkreśla znaczenie informacyjne analizy finansowej w optymalizacji decyzji.

Każda metoda oceny sytuacji przedsiębiorstw posiada wady i zalety. W praktyce analitycy dokonujący oceny potencjalnych beneficjentów pomocy stoją przed koniecznością dokonania wyboru pomiędzy dokładnością a prostotą

---

[1] Ustawa z dnia 13 października 1998 roku o systemie ubezpieczeń społecznych (Dz.U. z 2013 r., poz. 1442, ze zm.), art. 29.

[2] M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warszawa 2002, s. 78.

i czasochłonnością analizy[3]. Przedstawione tu metody nie stanowią kompletnego narzędzia stosowanego przez ZUS w ocenie sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstw, są jedynie częścią tej analizy. W pracy zbadano wiarygodność niektórych, wybranych metod analizy w oparciu o przyjęte kryterium oceny.

2. Wskaźniki finansowe stosowane w ocenie zdolności do realizacji warunków ugodowych

Dla celów niniejszego opracowania wybrano wskaźniki finansowe stosowane w ocenie sytuacji przedsiębiorstw. W opracowaniu zostaną przedstawione wyniki badań przeprowadzonych z wykorzystaniem wskaźników, które zestawiono w tabeli 1.

Tabela 1. Wybrane wskaźniki finansowe stosowane w ocenie sytuacji finansowej przedsiębiorstw

Nazwa wskaźnika		**Formuła**
1. W1	Udział aktywów obrotowych w aktywach	Aktywa obrotowe/aktywa
2. W2	Wyposażenie w kapitał własny	Kapitał własny/pasywa
3. W3	Wskaźnik wysokiej płynności	Aktywa obrotowe – zapasy/ zobowiązania bieżące
4. W4	Rentowność sprzedaży	Wynik finansowy/przychody
5. W5	Wskaźnik ogólnego zadłużenia	Zobowiązania + rezerwy/aktywa

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: W. Ciseł, *Analiza wskaźnikowa sytuacji finansowej przedsiębiorstwa*, [w:] Cz. Skowronek (red.), *Analiza ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2004, s. 252; G. Gołębiowski, *Analiza rozszerzona*, [w:] G. Gołębiowski (red.), A. Grycuk, A. Tłaczała, P. Wiśniewski, *Analiza finansowa przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 2014, s. 170; E. Nowak, *Analiza sprawozdań finansowych*, PWE, Warszawa 2005, s. 174; D. Wędzki, *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego*, Wolters Kluwer Polska, Kraków 2009, s. 207.

Z uwagi na złożoność metod analizy wskaźnikowej i jej oceny, w literaturze i praktyce wykorzystuje się również modele dyskryminacyjne opracowane dla określonych warunków gospodarczych Polski i innych krajów[4]. Modelem

[3] M. Zaleska, *Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa przez analityka bankowego*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012, s. 70.

[4] Ze względu na odmienność warunków gospodarczych, w różnych krajach stosowanie rozwiązań uniwersalnych nie daje wiarygodnych wyników. Więcej o polskich modelach zob. J. Gajdka, D. Stos, *Wykorzystanie analizy dyskryminacyjnej w ocenie kondycji finansowej przedsiębiorstw*, Wydawnictwo AE, Kraków 1996, s. 56; A. Hołda, B. Micherda, *Kontynuacja*

opracowanym w warunkach polskich, wykorzystanym w badaniu zagrożenia bankructwem w niniejszym opracowaniu, jest „model poznański" (M. Hamrol, B. Czajka, M. Piechocki). Wybrano go spośród innych polskich modeli z uwagi na dostępność danych i jego stosowanie w praktyce ZUS. Funkcja liniowa modelu wygląda następująco[5]:

$$Z = 3{,}562 \times X1 + 1{,}588 \times X2 + 4{,}288 \times X3 + 6{,}719 \times X4 - 2{,}368$$

gdzie:
X1 – wynik finansowy netto/aktywa (liczony również przy stracie)
X2 – majątek obrotowy – zapasy/zobowiązania krótkoterminowe (płynność II stopnia)
X3 – kapitał stały/aktywa (kapitał stały = kapitał własny + długoterminowy kapitał obcy)
X4 – wynik finansowy ze sprzedaży/przychody ze sprzedaży

W prezentowanym modelu wartość graniczną wyznaczono w punkcie 0. Wartość funkcji *Z-score* dla przedsiębiorstw w dobrej kondycji finansowej przyjmuje wynik dodatni, dla bankrutów – ujemny.

3. Metoda i materiał badawczy

Badaniu poddano 854 podmioty gospodarcze sporządzające sprawozdania finansowe, które w okresie od stycznia 2013 do czerwca 2014 roku zawarły umowy o odroczenie terminów płatności lub rozłożenie na raty należności z tytułu składek. Podmioty te (działające w różnej formie, zazwyczaj spółek kapitałowych) funkcjonowały w różnych branżach (według PKD).

Dane niezbędne do obliczenia wskaźników finansowych podchodziły ze sprawozdań finansowych tych przedsiębiorstw, dostarczonych przez same przedsiębiorstwa ubiegające się o udzielenie pomocy w spłacie należności. Natomiast dane o udzielonej pomocy w spłacie należności z tytułu składek, wielkości zadłużenia objętego umowami oraz historii realizacji umów pochodziły z ZUS. W niniejszej pracy wykorzystano dane objęte ochroną, stąd informacje o nazwach i identyfikatorach podmiotów poddanych badaniu muszą pozostać nieujawnione. Zestawienie danych o badanych podmiotach zawiera tabela 2.

---

działalności jednostki i modele ostrzegające przed upadłością, Krajowa Izba Biegłych Rewidentów, Warszawa 2007, s. 122; D. Hadasik, *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce i metody jej prognozowania*, Wydawnictwo AE, Poznań 1998, s. 166; E. Mączyńska, *Ocena kondycji przedsiębiorstwa*, „Życie Gospodarcze" 1994, nr 38, s. 42.

[5] P. Antonowicz, *Metody oceny i prognoza kondycji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstw*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 2007, s. 57.

Tabela 2. Branżowy podział próby

Sektor (oznaczenie)	Liczba podmiotów		Liczba złych umów	Zaległość objęta umową w tys. zł
	n	%	n	
Administracja publiczna (S1)	1	0,12	0	10
Budownictwo (S2)	81	9,48	15	19 295
Dostawa wody, gospodarowanie ściekami i odpadami (S3)	5	0,59	1	580
Działalność finansowa i ubezpieczeniowa (S4)	7	0,82	0	108
Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna (S5)	25	2,93	4	3 556
Usługi administrowania (S6)	4	0,47	0	412
Kultura, rozrywka (S7)	30	3,51	1	2 161
Obsługa rynku nieruchomości (S8)	2	0,23	0	28
Zakwaterowanie i gastronomia (S9)	10	1,17	1	372
Edukacja (S10)	172	20,14	3	3 278
Górnictwo i wydobywanie (S11)	13	1,52	0	2 860
Handel hurtowy i detaliczny, naprawa pojazdów (S12)	52	6,09	11	4 728
Informacja i komunikacja (S13)	6	0,70	0	4 105
Opieka zdrowotna (S14)	52	6,09	0	50 033
Pozostała działalność usługowa (S15)	222	26,00	41	38 138
Przetwórstwo przemysłowe (S16)	131	15,34	13	51 822
Rolnictwo, leśnictwo (S17)	3	0,35	2	43
Transport i gospodarka magazynowa (S18)	17	1,99	0	8 604
Energetyka (S19)	21	2,46	0	4 933
Razem	854	100	92	195 067

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ZUS.

Badania przeprowadzono w oparciu o sprawozdania za trzy lata poprzedzające dzień udzielenia pomocy. W niektórych przypadkach dane za trzy ostatnie okresy nie zostały dostarczone, wówczas badanie przeprowadzono w oparciu o dostępne sprawozdania.

W badaniu dokonano podziału podmiotów pod względem realizacji zawartych umów na klientów złych i dobrych. Za klientów złych uznano tych, którzy nie wywiązali się z warunków zawartych umów – umowy zostały zerwane, a za dobrych – podmioty, których umowy nie zostały zerwane. Z uwagi na fakt, że badanie przeprowadzono na podstawie danych historycznych w stosunku do momentu udzielenia pomocy w spłacie należności, a zawarte w określonym momencie umowy obejmują zaległości z tytułu składek za okresy wcześniejsze, przyjęto założenie, że sytuacja finansowa podmiotu jest skorelowana z wielkością zaległości z tytułu składek. W celu zbadania wiarygodności wybranych metod analizy finansowej przeanalizowano zależności między poszczególnymi wskaźnikami finansowymi i kwotą zaległości. Ponadto w celu zbadania dopasowania modelu dyskryminacyjnego do przewidywania powstania zadłużenia obliczono korelację między wartościami *Z-score* a wartościami wskaźnika ogólnego zadłużenia badanych przedsiębiorstw. Wyniki zaprezentowano w przekroju branżowym.

4. Współzależność pomiędzy zadłużeniem z tytułu składek a wskaźnikami

Aby sytuacja finansowa, odzwierciedlona przez wskaźniki finansowe, pozwalała właściwie prognozować prawdopodobieństwo wywiązania się z zawartych umów o spłatę zadłużenia, musi istnieć silny związek pomiędzy wartością danego wskaźnika (W) a kwotą zadłużenia z tytułu składek (KZS). W opracowaniu do pomiaru siły zależności użyto współczynnika korelacji (R).

Badanie przeprowadzono w następujący sposób:

Krok 1. Obliczono wartości wybranych wskaźników finansowych (W) przedstawionych w tabeli 1 dla każdej (*k*-tej) ze spółek w poszczególnych branżach dla okresów t_1, t_2, t_3 (lat poprzedzających dzień zawarcia umowy).

Krok 2. Wzięto pod uwagę kwotę zadłużenia z tytułu składek (KZS), objętą umową zawartą z każdą (*k*-tą) spółką.

Krok 3. Obliczono współczynniki korelacji pomiędzy wskaźnikami finansowymi (W^k_t) każdej ze spółek i kwotą zadłużenia z tytułu składek (KZS_k).

Współczynniki korelacji pomiędzy poszczególnymi wartościami W i KZS obliczono według wzoru:

$$R_{\frac{k}{t}} = \frac{\operatorname{cov}(\mathrm{W}_{\frac{k}{t}}, \mathrm{KZSk})}{S\left(\mathrm{W}_{\frac{k}{t}}\right) \times S\left(KZSt\right)}$$

gdzie:

$R_{\frac{k}{t}}$ – współczynnik korelacji pomiędzy wartościami wybranego wskaźnika finansowego a kwotą zadłużenia objętą umową dla *k*-tego przedsiębiorstwa badanego w *t* okresie

$W\frac{k}{t}$ – wskaźnik dla *k*-tego przedsiębiorstwa w *t* okresie
$KZSk$ – kwota zadłużenia z tytułu składek *k*-tego przedsiębiorstwa
$\mathrm{cov}(W\frac{k}{t}, KZSk)$ – kowariancja pomiędzy W i KZS
$S\left(W\frac{k}{t}\right)$ – odchylenie standardowe wartości wskaźnika finansowego dla *k*-tego przedsiębiorstwa w *t*-tym okresie
$S(KZSt)$ – odchylenie standardowe dla kwot objętych umowami

Badanie przeprowadzono dla wskaźników: udziału aktywów obrotowych w aktywach ogółem (W1), wyposażenia przedsiębiorstwa w kapitał własny (W2), wysokiej płynności (W3) oraz rentowności sprzedaży (W4). Wyniki korelacji przedstawia tabela 3.

Jak wskazują wyniki badań, ogólna zależność pomiędzy kwotą zadłużenia i wartościami wybranych wskaźników finansowych jest znikoma bez względu na charakter zależności (dodatni czy ujemny). Wynik sugeruje nikłe zastosowanie poszczególnych samodzielnych wskaźników w ocenie sytuacji finansowej przedsiębiorstw.

W ujęciu branżowym zależności między zmiennymi są różne. W jednych branżach siła skorelowania między zmiennymi jest istotna – około 0,8, a w innych jest znikoma.

Należy zauważyć, że bez względu na zależności w poszczególnych branżach, najlepsza korelacja występuje najczęściej w okresach bezpośrednio poprzedzających moment podpisania umowy. Wydaje się to być uzasadnione tym, że okres 1 pokazuje najbardziej aktualne wyniki podmiotów gospodarczych. Stąd wniosek o dużej wadze aktualności informacji w ocenie sytuacji finansowej zadłużonych podmiotów metodą wskaźnikową.

Reasumując, wskaźniki finansowe jako indywidualne mierniki sytuacji finansowej nie są wiarygodnym narzędziem oceny zdolności przedsiębiorstw do realizacji umów o spłacie należności z tytułu składek. Stąd też nie można na ich podstawie przewidywać powstawania zadłużenia.

Tabela 3. Współczynniki korelacji między kwotą zaległości a wskaźnikami finansowymi

Sektor / Okres	W1			W2			W3			W4		
	3	2	1	3	2	1	3	2	1	3	2	1
S1												
S2	0,131	0,107	0,133	0,104	0,113	0,091	0,076	0,175	0,053	0,104	0,081	0,097
S3	0,812	0,821	0,795	-0,010	-0,617	-0,765	0,830	-0,387	-0,560	0,862	0,490	0,440
S4	0,546	0,386	0,403	-0,934	-0,935	-0,930	0,734	0,631	0,724	-0,841	0,833	0,794
S5	-0,254	-0,200	-0,250	0,025	0,337	0,123	-0,230	-0,038	-0,154	-0,080	0,328	0,296
S6	0,633	0,645	0,796	0,071	-0,003	0,016	0,466	0,443	0,702	-0,366	0,861	-0,990
S7	-0,140	-0,214	-0,273	-0,245	0,336	0,155	-0,087	-0,025	-0,121	-0,011	0,094	0,064
S8	-0,074	-0,104	-0,120	-0,100	0,138	0,047	-0,030	-0,006	-0,072	-0,005	0,031	0,019
S9	0,260	0,607	0,501	0,495	0,249	0,426	0,502	0,240	0,108	0,465	0,217	-0,430
S10	0,063	0,169	0,214	0,083	0,043	0,038	0,076	0,324	0,381	0,031	0,072	0,048
S11	0,188	0,289	0,297	0,002	0,106	0,149	-0,107	0,176	0,292	-0,326	0,094	0,094
S12	-0,409	-0,463	-0,407	-0,175	-0,083	-0,054	-0,238	-0,097	-0,180	-0,107	0,160	0,149
S13	0,206	0,469	0,686	0,397	-0,809	-0,642	0,462	-0,356	0,674	0,408	0,713	0,456
S14	-0,183	-0,169	-0,194	-0,412	-0,430	-0,421	-0,078	-0,106	-0,077	0,056	0,052	-0,063
S15	-0,100	-0,132	-0,139	-0,022	-0,022	-0,010	-0,033	-0,144	-0,086	0,026	0,025	-0,002
S16	0,111	0,351	-0,077	-0,191	-0,402	-0,188	-0,095	-0,148	-0,194	-0,222	-0,020	0,055
S17	-0,128	-0,329		-0,128	-0,048		-0,128	-0,128		-0,846	-0,128	
S18	-0,510	-0,403	-0,373	-0,527	-0,507	-0,123	-0,397	-0,427	-0,437	-0,756	-0,487	0,017
S19	-0,715	-0,750	-0,804	-0,720	-0,420	0,173	-0,643	-0,807	-0,829	-0,113	0,114	0,987
Średni	-0,027	0,018	-0,046	0,004	-0,009	0,012	-0,013	-0,027	-0,008	0,032	0,034	0,024

Źródło: Opracowanie własne.

5. Współzależność pomiędzy wskaźnikami ogólnego zadłużenia a wartościami funkcji dyskryminacyjnej

Pojedyncze wskaźniki finansowe nie pozwalają na jednoznaczną ocenę sytuacji przedsiębiorstw, a tym bardziej na prognozowanie powstania zadłużenia z tytułu składek. Bardziej złożona metoda, model dyskryminacyjny (*Z-score*), wydaje się w sposób lepszy prognozować niewypłacalność, a tym samym powstanie zadłużenia z tytułu składek. Bada sytuację podmiotu przez uwzględnienie zależności pomiędzy zmiennymi objaśniającymi modelu. Do pomiaru siły zależności pomiędzy wskaźnikiem ogólnego zadłużenia przedsiębiorstwa (W5) i wyliczonymi wcześniej wartościami funkcji *Z-score* zastosowano współczynniki korelacji (R) liczony w sposób analogiczny, jak w punkcie 4. Wyniki obliczeń przedstawia tabela 4.

Tabela 4. Współczynniki korelacji dla wskaźnika ogólnego zadłużenia i wartości *Z-score*

Sektor	**Z-score**				**Sektor**	**Z-score**		
Okres	**3**	**2**	**1**		**Okres**	**3**	**2**	**1**
S1	0,000	0,000	0,000		S11	-0,764	-0,895	-0,904
S2	-0,734	-0,733	-0,109		S12	-0,053	-0,658	-0,075
S3	-0,237	0,074	0,923		S13	-0,985	-0,803	0,213
S4	-0,463	0,137	0,797		S14	-0,115	-0,393	-0,328
S5	-0,727	-0,264	-0,008		S15	-0,266	-0,281	-0,812
S6	-0,203	0,142	0,575		S16	-0,697	-0,613	-0,226
S7	-0,201	-0,234	-0,508		S17	-0,957	-0,934	
S8	-1,000	-1,000			S18	-0,878	-0,925	-0,065
S9	-0,995	-0,907	-0,659		S19	-0,189	-0,399	-0,665
S10	-0,193	-0,048	-0,998		Ogólny	-0,122	-0,066	-0,998

Źródło: Opracowanie własne.

Badania pokazują dość dobre dopasowanie pomiędzy wielkością wskaźnika ogólnego zadłużenia (W5) a wyliczonymi wcześniej na podstawie modelu wartościami funkcji dyskryminacyjnej (Z). Wartości współczynników korelacji są często zbliżone do 0,9; w niektórych branżach przekraczają 0,9, co świadczy o silnej zależności pomiędzy zmiennymi. Należy też zwrócić uwagę na ujemny charakter korelacji, co wskazuje, że wraz z przybieraniem niskich wartości *Z-score*, ryzyko niewypłacalności przedsiębiorstw rośnie, co ma swo-

je odzwierciedlenie we wzroście udziału zadłużenia ogółem badanych przedsiębiorstw.

6. Weryfikacja trafności funkcji dyskryminacyjnej w kontekście realizacji umów

W punkcie 5 wskazano na korelację między wartością *Z-score* i wskaźnikiem ogólnego zadłużenia, co może mieć zastosowanie w prognozowaniu nieterminowej realizacji umów. W tej części opracowania zostanie zweryfikowana prognozowana niewypłacalność ustalona na podstawie wartości *Z-score* z historią realizowanych umów.

W tym celu dla wartości *Z-score* dla przedsiębiorstw, z którymi zawarto umowy o spłacie należności z tytułu składek sprawdzono, jak wyglądała historia realizacji udzielonych ulg, tzn. czy umowa została zerwana, czy nie. Za przedsiębiorstwo zagrożone uznano takie, dla którego choćby jeden z wyników funkcji dyskryminacyjnej, wyliczony na podstawie trzech okresów, przyjmował wartość Z<0. Na tej podstawie sprawdzono wiarygodność postawionych prognoz, dzieląc je według klas:

1. Dobra prognoza negatywna – *Z-score* sugerował niewypłacalność (zła sytuacja) i zawarta umowa została zerwana (zła umowa).
2. Dobra prognoza pozytywna – *Z-score* sugerował wypłacalność (dobra sytuacja) i umowa nie została zerwana w momencie przeprowadzania badania (dobra umowa).
3. Zła prognoza negatywna – *Z-score* sugerował niewypłacalność (zła sytuacja), ale umowa nie została zerwana w momencie przeprowadzania badania (dobra umowa).
4. Zła prognoza pozytywna – *Z-score* sugerował wypłacalność (dobra sytuacja), ale umowa została zerwana (zła umowa).

Wyniki badań przedstawia tabela 5. Jak pokazują badania, model *Z-score* pozwolił na postawienie 213 poprawnych prognoz (określonych klasami A i B), co stanowi około 25% dokonanych prognoz, na co składa się 24% dobrych prognoz negatywnych i 76% dobrych prognoz pozytywnych.

Tabela 5. Weryfikacja prognozy *Z-score*

Branża	Klasa			
	A	B	C	D
S1	0	1	0	0
S2	5	21	42	10

Branża	Klasa			
	A	B	C	D
S11	0	0	13	0
S12	5	8	33	6

S3	0	2	2	1
S4	0	3	4	0
S5	2	9	12	2
S6	0	3	1	0
S7	1	4	25	0
S8	0	0	2	0
S9	0	1	8	1
S10	1	5	164	2

S13	0	1	5	0
S14	0	12	40	0
S15	27	59	122	14
S16	11	26	92	2
S17	0	0	1	2
S18	0	6	11	0
S19	0	0	21	0
Razem	52	161	598	40

Źródło: Opracowanie własne.

Należy zauważyć, że 638 prognoz uznano za złe, tzn. historia realizacji umów jest niezgodna z prognozą niewypłacalności. Trzeba jednak wskazać, że wynik w klasie C – czyli 598, co stanowi 94% wszystkich prognoz określonych jako złe, a więc tam, gdzie *Z-score* sugerował niewypłacalność, a umowa nie została zerwana w momencie przeprowadzania badania (dobra umowa) – może sugerować, że udzielenie pomocy w spłacie należności pozwoliło dłużnikowi na odzyskanie płynności finansowej, a tym samym *Z-score*, ustalony na podstawie danych historycznych, uległ w przyszłości poprawie. Sytuację tę potwierdza fakt systematycznego regulowania bieżących zobowiązań z tytułu składek oraz realizacja warunków umowy. W kategorii C znajduje się największa liczba wyników *Z-score*, co ma swoje odzwierciedlenie branżowe. Na podstawie posiadanego materiału źródłowego nie ma możliwości sprawdzenia jak zmieniła się sytuacja finansowa dłużników po zawarciu umowy o spłacie należności.

W kategorii D znajdują się złe prognozy pozytywne. Stanowią one ok. 6% złych prognoz. Biorąc pod uwagę przyczynę zerwania umowy, tj. nieopłacenie składek bieżących w okresie realizacji umowy, należy stwierdzić, że są to przypadki, w których fakt restrukturyzacji zadłużenia z różnych powodów nie wpłynął na odzyskanie przez przedsiębiorstwo płynności finansowej.

Na podstawie przeprowadzonych badań można stwierdzić, że wyniki modelu *Z-score* w sposób dobry pozwalają przewidywać realizację zawartych umów.

Zakończenie

Celem opracowania było zbadanie skuteczności i wiarygodności wybranych metod analizy stosowanych przez instytucję publiczną do oceny sytuacji

finansowej dłużników zawierających umowy o ratalnej spłacie lub odroczeniu należności.

Badania wykazały, że skuteczność zastosowania wybranych wskaźników w ocenie sytuacji finansowej przedsiębiorstw jest nikła, co częściowo nie potwierdza hipotezy postawionej we wstępie. Bez zastosowania modeli wykorzystujących zależności pomiędzy zmiennymi nie można przeprowadzić prostej, wiarygodnej analizy. Badania potwierdziły natomiast hipotezę w zakresie dość dobrej skuteczności zastosowanego modelu dyskryminacyjnego w przewidywaniu złej kondycji finansowej badanego podmiotu, co zweryfikowano analizą historii realizacji umów.

Opisane wyniki badań mają charakter cząstkowy, stanowią fragment szerszych badań autora w tym przedmiocie i będą jeszcze rozwijane w innych opracowaniach.

Bibliografia

Antonowicz P., *Metody oceny i prognoza kondycji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstw*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 2007.

Ciseł W., *Analiza wskaźnikowa sytuacji finansowej przedsiębiorstwa*, [w:] Cz. Skowronek (red.), *Analiza ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2004.

Gajdka J., Stos D., *Wykorzystanie analizy dyskryminacyjnej w ocenie kondycji finansowej przedsiębiorstw*, Wydawnictwo AE, Kraków 1996.

Gołębiowski G. (red.), Grycuk A., Tłaczała A., Wiśniewski P., *Analiza finansowa przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 2014.

Gołębiowski G., *Analiza rozszerzona*, [w:] G. Gołębiowski (red.), A. Grycuk, A. Tłaczała, P. Wiśniewski, *Analiza finansowa przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 2014.

Hadasik D., *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce i metody jej prognozowania*, Wydawnictwo AE, Poznań 1998.

Hołda A., Micherda B., *Kontynuacja działalności jednostki i modele ostrzegające przed upadłością*, Krajowa Izba Biegłych Rewidentów, Warszawa 2007.

Mączyńska E., *Ocena kondycji przedsiębiorstwa*, „Życie Gospodarcze" 1994, nr 38.

Nowak E., *Analiza sprawozdań finansowych*, PWE, Warszawa 2005.

Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warszawa 2002.

Skowronek Cz. (red.), *Analiza ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2004.

Ustawa z dnia 13 października 1998 roku o systemie ubezpieczeń społecznych (Dz.U. z 2013 r., poz. 1442, ze zm.).

Wędzki D., *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego*, Wolters Kluwer Polska, Kraków 2009.

Zaleska M., *Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa przez analityka bankowego*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012.

Summary

Credibility of Methods of the Analysis of the Enterprise's Economic-Financial Situation in an Amicable Procedure for Debt Recovery

The analysis of the enterprise's economic and financial standing is very important in modern management. Methods for assessing the condition of enterprises in debt restructuring are of particular importance. The analysis provides the information on the reliability of companies with a public-law liabilities and the credibility of methods of analysis in investigation of public amount due. In the article, the author tried to demonstrate the reliability of a financial analysis and bankruptcy models in an amicable procedure for the recovery of claims. In the empirical part of the article, he assesses the reliability of selected financial ratios in the context of the ability to repay the debt. He also examined the effectiveness of one of the discriminatory models for anticipating difficulties in the repayment of debt by installments.

Keywords: ratio analysis, debt recovery, reliability analysis, credibility, bankruptcy

Rozdział

14

Tomasz Szemraj
Uniwersytet Łódzki

Strategie kapitału obrotowego w świetle modeli dyskryminacyjnych na przykładzie spółek z branży spożywczej

Streszczenie

Głównym celem opracowania było zbadanie zależności pomiędzy wnioskami z testów dyskryminacyjnych a autorskim modelem identyfikacji sposobu zarządzania kapitałem obrotowym w zakresie dotyczącym ekspozycji na ryzyko utraty wypłacalności. Badanie potwierdziło istotność relacji, a w przypadku niektórych testów dyskryminacyjnych wskazało na istotną siłę oddziaływania. Na przykładzie spółek z branży spożywczej wykazano także, że podmioty działające w branży spożywczej, prowadzące zachowawczy styl zarządzania kapitałem obrotowym, częściej unikały problemów płynnościowych niż te preferujące bardziej agresywną politykę. Badanie umożliwiło również wskazanie kierunku rozwoju metodologii identyfikacji strategii kapitału obrotowego oraz zobrazowanie kondycji, w jakiej znajdują się polskie przedsiębiorstwa giełdowe z branży spożywczej, która z punktu widzenia wypłacalności okazała się być przeciętna.

Słowa kluczowe: kapitał obrotowy, modele dyskryminacyjne, upadłość, płynność

Wstęp

W dobie obserwowanego od 2008 roku spowolnienia gospodarczego kwestią szczególnej wagi, zarówno dla kondycji, w jakiej znajdują się przedsiębiorstwa, jak i dla całych gospodarek jest umiejętność przetrwania podmiotów gospodarczych na rynku. Turbulentne warunki, w jakich przychodzi obecnie funkcjonować przedsiębiorstwom, powodują bowiem, że wysoka jest ich ekspozycja na ryzyko upadłości, która jest kształtowana przede wszystkim przez niestabilny popyt, obniżoną opłacalność inwestycji oraz silne fluktuacje na rynku walutowym. W konsekwencji w obszarach danych branż coraz częściej obserwuje się masowe kłopoty płynnościowe przedsiębiorstw. Pomimo

tego, że dzięki temu dochodzi do samooczyszczania się gospodarki[1], powyższe nie pozostaje bez negatywnego wpływu na poziom PKB. Stąd też coraz więcej badań poświęca się predykcji upadłości podmiotów gospodarczych. Zainteresowaniu badaczy sprzyja przekonanie, że symptomy bankructwa pojawiają się na kilka lat przed jego wystąpieniem, co umożliwia zastosowanie odpowiednich środków prewencyjnych[2]. W literaturze przyjmuje się przy tym, że istnieją dwa główne systemy oceny zagrożenia bankructwem. Są to testy dyskryminacyjne oraz modele oparte na danych sprawozdawczych, które wykorzystują analizę wskaźnikową[3].

Cele niniejszego opracowania są następujące:

– przedstawienie wskaźnikowego modelu identyfikacji sposobu zarządzania kapitałem obrotowym z punktu widzenia wypłacalności,

– identyfikacja i ocena sposobu zarządzania kapitałem obrotowym przez spółki z branży spożywczej w latach 2008−2013 w kontekście ekspozycji na ryzyko bankructwa,

– określenie rodzajów prowadzonych polityk zarządzania kapitałem obrotowym oraz ich agregacja na strategie zarządzania kapitałem obrotowym w kontekście wskazań z testów dyskryminacyjnych w poszczególnych latach,

– analiza zbieżności konkluzji wynikających z zastosowania testów dyskryminacyjnych oraz modelu identyfikacji sposobu zarządzania kapitałem obrotowym,

– ewaluacja otrzymanych wyników w kontekście ujawnianych przez spółki z branży spożywczej problemów płynnościowych.

Hipotezą badawczą jest istnienie istotnych zależności pomiędzy zagrożeniem bankructwa, identyfikowanym w drodze zastosowania modeli dyskryminacyjnych, a wskazywaną z modelu identyfikacji strategią zarządzania kapitałem obrotowym.

1. Testy dyskryminacyjne – wady, zalety, podstawowe rodzaje

Testy dyskryminacyjne są ekonometrycznym narzędziem zaliczanym do systemów wczesnego ostrzegania. Jak nazwa wskazuje, wyrażają funkcje dyskryminacyjne przedsiębiorstw, stanowiąc sumę iloczynów wskaźników charakteryzujących kondycję podmiotów gospodarczych oraz wag poszcze-

[1] R. Urbanowicz, M. Zaleska, *Powiązanie wyników analizy dyskryminacyjnej spółek i notowań ich akcji na GPW w Warszawie w latach 1998−2003*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów" 2005, nr 59, s. 12.

[2] K. Wardzińska, *Przykład zastosowania analizy dyskryminacyjnej do oceny finansowej przedsiębiorstw*, „Ekonomia i Zarządzanie" 2012, nr 3, s. 197.

[3] Por. R. Bartkowiak, *Kryteria i metody oceny zagrożenia wypłacalności banku. Wnioski z doświadczeń Bankowego Funduszu Gwarancyjnego*, „Bezpieczny Bank" 1997, nr 1, s. 100.

gólnych predyktorów[4]. W konsekwencji wyznaczają one punktowe miary zdolności przedsiębiorstw do utrzymywania się na rynku.

Głównymi zaletami testów dyskryminacyjnych są wysoka dokładność oraz syntetyczność[5]. Szczególnie istotna jest druga z wymienionych cech, gdyż umożliwia proste[6] przenoszenie wyników na obiektywne zmienne agregatowe[7], będące kombinacją właściwych dla danego obszaru wskaźników finansowych[8]. Podstawowa wada modeli dyskryminacyjnych ujawnia się już przy analizie charakteru czynników wpływających na sytuację finansową przedsiębiorstwa. Przyjmuje się bowiem, że kondycję, w jakiej znajduje się przedsiębiorstwo, kształtują czynniki wewnętrzne ilościowe i jakościowe oraz zewnętrzne[9]. Testy dyskryminacyjne uwzględniają najczęściej jedynie pierwsze z wymienionych, pomijając np. specyfikę branżową. Obniża to ich skuteczność w niektórych sektorach gospodarki[10] wobec braku dostosowania do cech badanego podmiotu[11]. Najczęściej stosowane testy w Polsce przedstawiają tabele 1 i 2.

Modele E. Altmana i D. Hadasik spośród innych modeli dyskryminacyjnych wyróżnia wykorzystanie wielkości KON (odniesionej do sumy bilansowej) jako jednego z kryteriów identyfikacji zagrożenia bankructwem. O ile jednak E. Altman koncentruje się bardziej na aspektach mierzących wypłacalność przedsiębiorstwa, o tyle D. Hadasik upatruje źródeł upadłości przedsiębiorstw w ich kłopotach płynnościowych (oprócz miary opartej na KON, w modelu są dwa wskaźniki płynności oraz dwa obrazujące zarządzanie aktywami), zaś J. Gajdka i D. Stos – w problemach z rentownością (test uwzględnia trzy miary dochodowości). Model A. Hołdy jest dla odmiany kompleksowym zestawieniem wskaźników charakteryzujących różne obszary działalności przedsiębiorstwa.

---

[4] E. Mączyńska, M. Zawadzki, *Dyskryminacyjne modele predykcji bankructwa przedsiębiorstw*, „Ekonomista" 2006, nr 2 (10−45), s. 209.

[5] E. Siemińska, *Finansowa kondycja firmy. Metody pomiaru i oceny*, Poltext, Warszawa 2003, s. 124−125.

[6] M. Hamrol, J. Chodakowski, *Prognozowanie zagrożenia finansowego przedsiębiorstwa. Wartość predykcyjna polskich modeli analizy dyskryminacyjnej*, „Badania Operacyjne i Decyzje" 2008, nr 3, s. 20.

[7] M. Zaleska, *Ocena ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstwa przez analityka bankowego*, Wydawnictwo SGH w Warszawie, Warszawa 2005, s. 111, 145−146.

[8] K. Wardzińska, *op. cit.*, s. 198.

[9] E. Bombiak, *Modele dyskryminacyjne jako metoda oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstwa*, „Zeszyty Naukowe AP w Siedlcach. Seria Administracja i Zarządzanie" 2010, nr 86, s. 143.

[10] F. Wysocki, A. Kozera, *Wykorzystanie analizy dyskryminacyjnej w ocenie ryzyka upadłości przedsiębiorstw przemysłu mięsnego*, „Journal of Agribusiness and Rural Development" 2012, nr 4 (26), s. 182.

[11] O. Rusek, *Przydatność modeli dyskryminacyjnych w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, „Zeszyty Naukowe SGGW. Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej" 2010, nr 85, s. 56.

Tabela 1. Charakterystyka testów E. Altmana, D. Hadasik, A. Hołdy oraz J. Gajdki i D. Stosa

	Model E. Altmana[12]
Wzór	PZA = 0,717 *A1 + 0,847*A2 + 3,107*A3 + 0,420*A4 + 0,998*A5
Oznaczenie zmiennych	A1 – relacja KON do sumy bilansowej A2 – relacja zysku zatrzymanego do sumy bilansowej A3 – relacja EBIT do sumy bilansowej A4 – relacja księgowej wartości kapitału własnego do zadłużenia ogółem A5 – relacja przychodów ze sprzedaży do sumy bilansowej
Ryzyko upadłości	Niskie – PZA > 2,89 Wysokie – PZA < 1,21
	Model D. Hadasik[13]
Wzór	PZA = 2,36261 + 0,365425*X1 + 0,765526*X2 - 2,40435*X3 + 1,59079*X4 + 0,00230258*X5 - 0,0127826*X6
Oznaczenie zmiennych	X1 – wskaźnik płynności bieżącej X2 – wskaźnik płynności szybkiej X3 – wskaźnik zadłużenia X4 – relacja KON do sumy bilansowej X5 – relacja należności do przychodów ze sprzedaży X6 – relacja zapasów do przychodów ze sprzedaży
Ryzyko upadłości	Niskie – PZA > 0 Wysokie – PZA < 0
	Model A. Hołdy[14]
Wzór	PZA = 0,605 + 0,681*H1 - 0,0196*H2 + 0,157*H3 + 0,969*H4 + 0,000672*H5
Oznaczenie zmiennych	H1 – wskaźnik płynności bieżącej H2 – wskaźnik zadłużenia H3 – relacja przychodów ogółem do średniorocznego stanu majątku ogółem H4 – relacja wyniku netto do średniorocznego stanu majątku ogółem H5 – relacja średniorocznego stanu zobowiązań bieżących do kosztu sprzedanych produktów, towarów i materiałów, przemnożona przez 360

[12] E. Grzegorzewska, *Ocena zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w sektorze rolniczym*, „Zeszyty Naukowe SGGW. Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej" 2008, nr 64, s. 231.

[13] D. Hadasik, *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce i metody jej prognozowania*, „Zeszyty Naukowe AE. Seria 2 Prace Hab. 153" 1998, s. 130–138.

[14] J. Kisielińska, A. Waszkowski, *Polskie modele do prognozowania bankructwa przedsiębiorstw i ich weryfikacja*, „Zeszyty Naukowe SGGW. Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej" 2010, nr 82, s. 19−20.

Ryzyko upadłości	Niskie – PZA >0,1 Umiarkowane – PZA < -0,3; 0,1 > Wysokie – PZA < -0,3
	Model J. Gajdki i D. Stosa[15]
Wzór	PZA = 0,7732059 - 0,0856425*GS1 + 0,0007747*GS2 + 0,9220985*GS3 + 0,6535995*GS4 - 0,594687*GS5
Oznaczenie zmiennych	GS1 – relacja przychodów ze sprzedaży do sumy bilansowej GS2 – relacja zobowiązań krótkoterminowych do kosztu wytworzenia sprzedanej produkcji, przemnożona przez 360 GS3 – relacja wyniku netto do aktywów ogółem (ROA) GS4 – relacja wyniku brutto do przychodów ze sprzedaży GS5 – wskaźnik zadłużenia
Ryzyko upadłości	Niskie – PZA > 0,45 Wysokie – PZA < 0,45

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: E. Grzegorzewska, *Ocena zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w sektorze rolniczym*, „Zeszyty Naukowe SGGW. Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej" 2008, nr 64, s. 231; D. Hadasik, *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce i metody jej prognozowania*, „Zeszyty Naukowe AE. Seria 2 Prace Hab. 153" 1998, s. 130−138; J. Kisielińska, A. Waszkowski, *Polskie modele do prognozowania bankructwa przedsiębiorstw i ich weryfikacja*, „Zeszyty Naukowe SGGW. Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej" 2010, nr 82, s. 19−20; R. Jagiełło, *Analiza dyskryminacyjna i regresja logistyczna w procesie oceny zdolności kredytowej przedsiębiorstw*, „Materiały i Studia" 2013, z. 286, s. 36.

Tabela 2. Charakterystyka testów dyskryminacyjnych D. Appenzeller i K. Szarzec, B. Prusaka, M. Pogodzińskiej i S. Sojaka, E. Mączyńskiej oraz modelu „poznańskiego"

	Model „poznański"[16]
Wzór	PZA = -2,368 + 3,562*P1 + 1,588*P2 + 4,288*P3 + 6,719*P4
Oznaczenie zmiennych	P1 – relacja wyniku netto do aktywów ogółem (ROA) P2 – wskaźnik płynności szybkiej P3 – relacja kapitału stałego do sumy bilansowej P4 – relacja wyniku na sprzedaży do przychodów ze sprzedaży
Ryzyko upadłości	Niskie – PZA > 0 Wysokie – PZA < 0
	Model D. Appenzeller i K. Szarzec[17]
Wzór	PZA = -0,556 + 0,819*AS1 + 2,567*AS2 - 0,005*AS3 + 0,0006*AS4 - 0,0095*AS5

[15] R. Jagiełło, *Analiza dyskryminacyjna i regresja logistyczna w procesie oceny zdolności kredytowej przedsiębiorstw*, „Materiały i Studia" 2013, z. 286, s. 36.

[16] J. Kisielińska, A. Waszkowski, *op. cit.*, s. 24.

[17] R. Jagiełło, *op. cit.*, s. 41.

Oznaczenie zmiennych	AS1 – wskaźnik płynności bieżącej AS2 – relacja wyniku na sprzedaży do przychodów ze sprzedaży AS3 – relacja średniej wartości zapasów do przychodów ze sprzedaży przemnożona przez liczbę dni w okresie AS4 – suma wskaźników rotacji zapasów i należności AS5 – relacja zobowiązań (w tym rezerw) do sumy wyniku ze sprzedaży i amortyzacji, przemnożona przez wskaźnik okresu obrachunkowego
Ryzyko upadłości	Niskie – PZA > 0 Wysokie – PZA < 0
	Model B. Prusaka[18]
Wzór	PZA = -1,871 + 1,438*BP1 + 0,188*BP2 + 5,023*BP3
Oznaczenie zmiennych	BP1 – relacja nadwyżki finansowej do zobowiązań ogółem BP2 – relacja kosztów z działalności operacyjnej do zobowiązań bieżących BP3 – relacja wyniku na sprzedaży do sumy bilansowej
Ryzyko upadłości	Niskie – PZA > 0,2 Wysokie – PZA < -0,7
	Model M. Pogodzińskiej i S. Sojaka[19]
Wzór	PZA = 0,644741*PS1 + 0,912304*PS2
Oznaczenie zmiennych	PS1 – wskaźnik płynności szybkiej PS2 – relacja wyniku na sprzedaży do przychodów ze sprzedaży
Ryzyko upadłości	Niskie – PZA > 0,090 Wysokie – PZA < -0,454
	Model E. Mączyńskiej[20]
Wzór	PZA = 1,5*EM1 + 0,08*EM2 + 10*EM3 + 5*EM4 + 0,3*EM5 + 0,1*EM6
Oznaczenie zmiennych	EM1 – relacja sumy wyniku brutto i amortyzacji do zobowiązań ogółem EM2 – relacja pasywów ogółem do zobowiązań ogółem EM3 – relacja wyniku brutto do sumy bilansowej EM4 – relacja wyniku brutto do przychodów ze sprzedaży EM5 – relacja zapasów do przychodów ze sprzedaży EM6 – relacja przychodów ze sprzedaży do sumy bilansowej
Ryzyko upadłości	Niskie – PZA > 1 Wysokie – PZA < 1

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: E. Grzegorzewska, *Ocena zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w sektorze rolniczym*, „Zeszyty Naukowe SGGW. Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej" 2008, nr 64, s. 231−232; J. Kisielińska, A. Waszkowski, *Polskie modele do prognozowania bankructwa przedsiębiorstw i ich weryfikacja*, „Zeszyty Naukowe

[18] M. Hamrol, J. Chodakowski, *op. cit.*, s. 22−23.
[19] R. Jagiełło, *op. cit.*, s. 34.
[20] E. Grzegorzewska, *op. cit.*, s. 231−232.

SGGW. Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej" 2010, nr 82, s. 24; R. Jagiełło, *Analiza dyskryminacyjna i regresja logistyczna w procesie oceny zdolności kredytowej przedsiębiorstw*, „Materiały i Studia" 2013, z. 286, s. 41.

Spośród przedstawionych powyżej modeli możliwe jest wskazanie, że modele M. Pogodzińskiej i S. Sojaka oraz „poznański" wykorzystują miary z różnych sfer działalności przedsiębiorstwa, E. Mączyńskiej oraz B. Prusaka opierają się na wskaźnikach rentowności, zaś D. Appenzeller i K. Szarzec − na wskaźnikach sprawności działania. Można także zauważyć różnice w podejściu do identyfikacji ryzyka upadłości przez różnych badaczy – w modelach M. Pogodzińskiej i S. Sojaka oraz B. Prusaka wskazanie ryzyka upadłości jest możliwe po analizie odpowiednio 2 i 3 wskaźników, podczas gdy E. Mączyńska wykorzystuje do tego samego celu wypadkową wielu zmiennych.

2. Istota właściwej identyfikacji strategii kapitału obrotowego

Zastosowanie modeli opartych na danych sprawozdawczych do predykcji bankructwa przedsiębiorstwa jest pokłosiem przekonania, że odpowiednio zaimplementowane do algorytmu wskaźniki finansowe ukazują trudności organizacji, które mogą prowadzić do jej upadłości[21]. Według badań przeprowadzonych przez Bancela i Mitto w trakcie zapoczątkowanego w 2008 roku spowolnienia gospodarczego, ok. 77% zarządzających finansami przedsiębiorstw stwierdziło problemy związane z niedostatecznym poziomem kapitału obrotowego[22], przez który − najogólniej rzecz ujmując − rozumie się ogół środków finansujących działalność bieżącą. Ów niedobór może przyjmować różne źródła pochodzenia, takie jak niezadowalająca ściągalność należności, utrata marż czy niewłaściwie prowadzona polityka inwestycyjna. W efekcie jego występowania następuje upośledzenie zdolności do realizacji dochodów i utrzymywania płynności finansowej. Ze względu na to, że podmioty gospodarcze dysponują ograniczoną dostępnością do środków kapitałowych, które w dodatku są obciążone określonymi kosztami, należy odpowiednio zarządzać kapitałem obrotowym[23]. Zarządzanie kapitałem obrotowym w literaturze często utożsamia się z zarządzaniem płynnością. Dlatego też rozległą wiedzę na temat poziomu ekspozycji przedsiębiorstw na ryzyko utraty płynności (a więc i bankructwa) daje właściwie przeprowadzona identyfikacja stosowanych strategii sterowania kapitałem obrotowym.

[21] R. Jagiełło, *op. cit.*, s. 5.

[22] M. Porada-Rochoń, *Wpływ kryzysu globalnego na kształtowanie się płynności bieżącej przedsiębiorstw usługowych*, [w:] S. Wrzosek (red.), *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Finanse przedsiębiorstw*, Wydawnictwo UE we Wrocławiu, Wrocław 2011, s. 420.

[23] J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, PWN, Warszawa 2001, s. 123.

Problematyka identyfikacji strategii zarządzania kapitałem obrotowym jest dość rzadko poruszana w literaturze, przy czym brakuje ogólnie przyjętej wykładni w zakresie sposobu jej przeprowadzania. Gros opracowań w przedmiotowym zakresie zorientowanych jest wokół analizy składowych strategii kapitału obrotowego jako fundamentu do określenia strategii[24]. Alternatywą dla tego podejścia jest ujmowanie strategii zarządzania kapitału obrotowego z dwóch perspektyw – wypłacalności (zdolności do obsługi zadłużenia) i zapotrzebowania na kapitał obrotowy (operacyjnego i pieniężnego zapotrzebowania na kapitał obrotowy, realizowanej działalności operacyjnej i sprzedaży). W niniejszym opracowaniu przeprowadzono analizę strategii kapitału obrotowego z punktu widzenia wypłacalności. Wykładnią dla oznaczenia stylu zarządzania była złota reguła bilansowa przy założeniach:

– zarządzanie zachowawcze – kapitał stały finansuje min. 33% aktywów bieżących[25],

– zarządzanie agresywne – kapitał stały nie pokrywa całości aktywów trwałych[26],

– zarządzanie umiarkowane – kapitał stały finansuje całe aktywa trwałe, ale mniej niż 33% aktywów obrotowych.

Przyjęto, że styl zarządzania kapitałem obrotowym w okresie jednorocznym określa jego polityka, zaś w okresie kilkuletnim – strategia. Stąd też w poszczególnych latach wyżej opisany sposób identyfikacji służył do określenia polityki zarządzania kapitałem obrotowym, zaś zbiorcze zestawienie realizowanych polityk umożliwiło określenie strategii zarządzania kapitałem obrotowym. Dla celów analizy korelacyjnej przyjęto przy tym rangowanie polityk: 2 pkt. – polityka zachowawcza, 1 pkt – polityka umiarkowana, 0 pkt – polityka agresywna.

3. Wyniki badań

Analizę stylu zarządzania kapitałem obrotowym i testów dyskryminacyjnych przeprowadzono na próbce złożonej z 20 grup kapitałowych przedsiębiorstw giełdowych działających w branży spożywczej w latach 2007−2013,

---

[24] Por. M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 1997, s. 101−103. A. Kusak, *Płynność finansowa. Analiza i sterowanie*, Wydawnictwo Wydziału Zarządzania UW, Warszawa 2006, s. 82.

[25] M. Wypych, *Spółki giełdowe w świetle reguł finansowania*, [w:] S. Wrzosek (red.), *op. cit*., s. 271.

[26] W. Dębski, *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami firmy*, PWN, Warszawa 2005, s. 276; J. Franc-Dąbrowska, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Wybrane zagadnienia*, Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2008, s. 27−28; A. *Strategie zarządzania kapitałem obrotowym netto w przedsiębiorstwach. Ujęcie praktyczne*, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2007, s. 79; J. Czekaj, Z. Dresler, *op. cit*., s. 190; W. Pluta, *Planowanie finansowe w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 1999, s. 46.

przy czym wobec braku opublikowanych danych z badania wyłączono Grupę Kapitałową Otmuchów w roku 2007 oraz Grupę Kapitałową Mispol w roku 2013. Wyniki przedstawia tabela 3.

Pierwszym wnioskiem z przeprowadzonych badań jest potwierdzenie przypuszczeń wielu ekonomistów, że w ostatnich latach najtrudniejszym rokiem dla większości przedsiębiorstw, i to nie tylko działających w branży spożywczej, był rok 2008. Pomimo że okres dekoniunktury w tym roku trwał tylko kilka miesięcy, to fakt, że po latach boomu gospodarczego gracze rynkowi nie byli przygotowani na kryzys, zachwiał płynnością finansową wielu przedsiębiorstw.

Tabela 3. Wskazania na wysokie ryzyko upadłości a styl zarządzania kapitałem obrotowym

Nazwa testu	**Styl zarządzania kapitałem obrotowym**	**Liczba wskazań testu na wysokie ryzyko upadłości**						
		2007	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**
Test E. Altmana	Zachowawczy	0	0	1	0	0	0	0
	Umiarkowany	1	1	1	0	1	0	0
	Agresywny	0	5	1	2	3	4	1
Test D. Hadasik	Zachowawczy	0	0	0	0	0	0	0
	Umiarkowany	0	0	0	0	0	0	0
	Agresywny	0	1	0	1	1	1	0
Test A. Hołdy	Zachowawczy	0	0	1	0	0	0	0
	Umiarkowany	0	0	0	0	0	0	0
	Agresywny	0	1	1	1	1	2	0
Test J. Gajdki i D. Stosa	Zachowawczy	2	0	1	2	1	0	0
	Umiarkowany	1	2	3	1	5	3	2
	Agresywny	2	1	1	3	4	4	4
Model „poznański”	Zachowawczy	0	0	0	0	0	0	0
	Umiarkowany	0	0	0	0	1	0	0
	Agresywny	0	1	1	1	2	3	1
Test K. Szarzec i D. Appenzeller	Zachowawczy	1	1	0	0	0	0	1
	Umiarkowany	0	2	3	0	1	1	1
	Agresywny	4	6	1	2	3	6	2

Test B. Prusaka	Zachowawczy	2	2	2	2	2	2	5
	Umiarkowany	4	5	6	3	5	7	3
	Agresywny	5	6	3	4	6	6	5
Test S. Sojaka i M. Pogodzińskiej	Zachowawczy	0	0	0	0	0	0	0
	Umiarkowany	0	0	0	0	0	0	0
	Agresywny	0	0	0	0	0	0	0
Test E. Mączyńskiej	Zachowawczy	0	0	1	1	0	0	0
	Umiarkowany	0	3	1	0	2	0	1
	Agresywny	0	3	1	1	2	3	2
Nazwa testu	**Styl zarządzania kapitałem obrotowym**	**Liczba wskazań testu na brak wysokiego ryzyka upadłości**						
		2007	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**
Test E. Altmana	Zachowawczy	7	5	6	10	7	5	9
	Umiarkowany	5	7	8	4	5	7	4
	Agresywny	6	2	3	4	4	4	5
Test D. Hadasik	Zachowawczy	7	5	7	10	7	5	9
	Umiarkowany	6	8	9	4	6	7	4
	Agresywny	6	6	4	5	6	7	6
Test A. Hołdy	Zachowawczy	7	5	6	10	7	5	9
	Umiarkowany	6	8	9	4	6	7	4
	Agresywny	6	6	3	5	6	6	6
Test J. Gajdki i D. Stosa	Zachowawczy	5	5	6	8	6	5	9
	Umiarkowany	5	6	6	3	1	4	2
	Agresywny	4	6	3	3	3	4	2
Model „poznański”	Zachowawczy	7	5	7	10	7	5	9
	Umiarkowany	6	8	9	4	5	7	4
	Agresywny	6	6	3	5	5	5	5
Test K. Szarzec i D. Appenzeller	Zachowawczy	6	4	7	10	7	5	8
	Umiarkowany	6	6	6	4	5	6	3
	Agresywny	2	1	3	4	4	2	4

Test B. Prusaka	Zachowawczy	5	3	5	8	5	3	4
	Umiarkowany	2	3	3	1	1	0	1
	Agresywny	1	1	1	2	1	2	1
Test S. Sojaka i M. Pogodzińskiej	Zachowawczy	7	5	7	10	7	5	9
	Umiarkowany	6	8	9	4	6	7	4
	Agresywny	6	7	4	6	7	8	6
Test E. Mączyńskiej	Zachowawczy	7	5	6	9	7	5	9
	Umiarkowany	6	5	8	4	4	7	3
	Agresywny	6	4	3	5	5	5	4

Źródło: Opracowanie własne.

Dla branży spożywczej wyjątkowo trudny okazał się też rok 2012. Powyższe potwierdzają najniższe średnie za styl zarządzania kapitałem obrotowym oraz największa liczba testów wskazujących na wysokie ryzyko bankructwa zarówno w rozbiciu na poszczególne przedsiębiorstwa, jak i dla branży, właśnie w 2008 oraz 2012 roku. W przypadku analizowanej próby znamienna jest najmniejsza liczba przedsiębiorstw o zachowawczym i największa o agresywnym stylu zarządzania kapitałem obrotowym w wyżej wymienionych latach.

Z przeprowadzonych badań wynika także, że choć trwają obecnie dyskusje, czy fazę koniunkturalną, w jakiej znajdowała się gospodarka w 2013 roku, należy nazywać dalej „spowolnieniem" czy też „stagnacją", to w analizowanej próbie przedsiębiorstwom z branży spożywczej w dużej mierze nie udało się uzyskać pozycji wypłacalnościowej, jaką miały w 2007 roku. Świadczy o tym choćby występowanie trzech przedsiębiorstw o wysokim ryzyku upadłości w roku 2013 wobec braku takiego w roku 2007 (szczegóły w tabeli 4).

Występująca korelacja (określana metodą r-Pearsona) pomiedzy ogólną liczbą testów wskazujących na wysokie ryzyko bankructwa a liczbą punktów przyznawanych za model sterowania kapitałem obrotowym, jest zgodnie z przypuszczeniami ujemna, co oznacza, że im bardziej ryzykownie przedsiębiorstwo zarządza swoim kapitałem pracującym, tym bardziej narażone jest na doświadczenie przesłanek utraty wypłacalności (wartość bezwzględna nie większa jednak niż 0,60, przy czym w roku 2009 jedynie 0,27). Potwierdza to wielokrotnie przytaczane opinie ekonomistów, że większa jest wartość płynności dla przedsiębiorstwa, któremu doskwierają trudności w bieżącym regulowaniu zobowiązań niż dla takiego, które takich kłopotów nie ma. Inaczej to ujmując, w sytuacji gdy zaczynają się pojawiać problemy związane np. z niekorzystną sytuacją na rynku (jak miało to miejsce w 2008 roku), to zdecydo-

wanie bardziej narażone na ich eskalacje okazały się być przedsiębiorstwa, które prowadziły bardziej ryzykowną strategię zarządzania kapitałem obrotowym. Powyższe zdaje się potwierdzać fakt, że jedynie w 30 przypadkach na 222 wystąpienia ryzyka upadłości, przedsiębiorstwo prowadziło zachowawczy styl zarządzania kapitałem obrotowym.

W zakresie poszczególnych testów dyskryminacyjnych uwagę zwracają wysokie korelacje pomiędzy wskazaniami z modelu „poznańskiego", D. Hadasik i A. Hołdy a punktacją za zarządzanie kapitałem obrotowym (we wszystkich latach wartości powyżej współczynnika istotności statystycznej). Brak istotnej korelacji został wykazany pomiędzy stylem zarządzania kapitałem obrotowym a wnioskami z testów E. Mączyńskiej, E. Altmana oraz J. Gajdki i D. Stosa (w części lat wartości poniżej współczynnika istotności statystycznej). W modelu M. Pogodzińskiej i S. Sojaka nie miało miejsca żadne wskazanie na ryzyko bankructwa. Model B. Prusaka wykazywał z kolei bardziej rygorystycznie ryzyko bankructwa niż pozostałe testy. W modelu D. Appenzeller i K. Szarzec wskaźnik AS5 zniekształcał wyniki, podwyższając wartość testu, gdy dany podmiot, nawet bez amortyzacji, generował stratę na sprzedaży. Dalsze badania korelacji pomiędzy zaleceniami z testów dyskryminacyjnych a stylem zarządzania kapitałem obrotowym będą prowadzone na większą skalę z pominięciem trzech wyżej wymienionych testów.

Tabela 4. Korelacja pomiędzy wskazaniami z testów dyskryminacyjnych a rodzajem prowadzonej polityki zarządzania kapitałem obrotowym

Wyszczególnienie	**Lata**						
	2007	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**
Średnia liczba testów wskazujących na wysokie ryzyko bankructwa	1,16	2,00	1,45	1,20	2,00	2,10	1,47
Liczba podmiotów o ryzyku upadłości: – wysokim – umiarkowanym – niskim	 0 6 13	 4 7 9	 3 3 14	 2 3 15	 3 5 12	 3 5 12	 3 2 14
Istotność statystyczna współczynników korelacji przy poziome istotności p=0,05	0,46	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,46
Współczynnik korelacji pomiędzy liczbą punktów za styl zarządzania kapitałem obrotowym a liczbą:							

− testów wskazujących na wysokie ryzyko bankructwa	-0,44	-0,60	-0,27	-0,49	-0,56	-0,58	-0,54
− punktów w teście E. Altmana	0,47	0,61	0,33	0,46	0,55	0,47	0,38
− punktów w teście D. Hadasik	0,86	0,88	0,77	0,81	0,70	0,75	0,75
− punktów w teście A. Hołdy	0,80	0,88	0,63	0,79	0,74	0,84	0,78
− punktów w teście J. Gajdki i D. Stosa	0,06	0,35	0,18	0,46	0,42	0,57	0,69
− punktów w modelu „poznańskim”	0,85	0,70	0,68	0,70	0,63	0,68	0,61
− punktów w teście D. Appenzeller i K. Szarzec	0,75	0,45	0,27	-0,19	0,68	0,55	0,55
− punktów w teście B. Prusaka	0,48	0,40	0,32	0,35	0,52	0,51	0,36
− punktów w teście M. Pogodzińskiej i S. Sojaka	0,78	0,75	0,68	0,73	0,64	0,67	0,41
− punktów w teście E. Mączyńskiej	-0,01	0,28	0,17	0,37	0,59	0,54	0,51

Legenda − za przedsiębiorstwa o wysokim ryzyku bankructwa uznano podmioty, u których co najmniej 4 testy wskazały na wysokie ryzyko bankructwa (o umiarkowanym – gdy 2 lub 3 testy, o zachowawczym – gdy max 1 test)

Źródło: Opracowanie własne.

Na podstawie przeprowadzonego badania można wskazać, że 5 grup kapitałowych prowadziło agresywne (Mispol, Żywiec, Kofola, Duda, Belvedere), 6 zachowawcze (Wawel, Seko, Kernel, Pepees, Astarta, Ambra), a 9 umiarkowane (Pamapol, Makarony Polskie, Indykpol, Mieszko, Graal, Otmuchów, Kruszwica, Colian, Wilbo) strategie zarządzania kapitałem obrotowym. Warte szczególnego zainteresowania są przypadki Wilbo oraz Belvedere. Wilbo S.A. wydawało się zarządzać kapitałem obrotowym wręcz konserwatywnie w pierwszych trzech latach. Bardzo wysokie straty z lat 2010−2011, spowodowane wzrostami cen surowców i materiałów wykorzystywanych oraz kosztów finansowych, spowodowały istotne uszczuplenie bazy kapitałowej, którego konsekwencją były kłopoty płynnościowe, wypowiedzenie umów przez BGŻ oraz postawienie w stan upadłości układowej. Zaplecze kapitałowe okazało się być niewystarczające do skali prowadzonej działalności. Z kolei Belvedere S.A. od dłuższego czasu prowadzi działalność w oparciu o program restrukturyzacyjny. Jakkolwiek więc pozytywnie nie należy oceniać poziomu zobowiązań długoterminowych, to przy powyższym oraz ujemnym kapitale własnym trudno uznać prowadzoną strategię za umiarkowaną czy zachowawczą. Przy-

toczone przypadki podkreślają konieczność kompleksowej oceny strategii zarządzania kapitałem obrotowym.

Zakończenie

W przeprowadzonym badaniu, zgodnie z testami dyskryminacyjnymi, przedsiębiorstwa prowadzące bardziej zachowawczą politykę zarządzania kapitałem obrotowym okazały się być mniej narażone na ryzyko upadłości niż przedsiębiorstwa działające bardziej ofensywnie. Pomiędzy stylem zarządzania kapitałem obrotowym a ryzykiem bankructwa wskazano ujemną korelację, przy czym nie była ona bardzo silna, zaś w roku 2009 − niestotna (wartość współczynnika korelacji poniżej współczynnika istotności). Pomiędzy poszczególnymi testami siła korelacji była jednak dość istotna, czym dowiedziono słuszności postawionej we wstępie hipotezy badawczej. W opracowaniu wykazano, że:

– przedstawiony wskaźnikowy model identyfikacji sposobu zarządzania kapitałem obrotowym umożliwia ich ocenę z punktu widzenia wypłacalności,

– najtrudniejszy dla przedsiębiorstw z branży spożywczej był rok 2008 i 2012. W tych latach średnie za styl zarządzania kapitałem obrotowym były najniższe, natomiast liczba testów wskazujących na wysokie ryzyko bankructwa była największa,

– 5 grup kapitałowych prowadziło agresywne, 6 zachowawcze, a 9 umiarkowane strategie zarządzania kapitałem obrotowym – ryzyko utraty wypłacalności związane z długookresowym zarządzaniem kapitałem obrotowym dla branży jest więc przeciętne,

– istnieje związek pomiędzy ekspozycją na ryzyko utraty wypłacalności w świetle wskazań z modeli dyskryminacynych a stylem zarządzania kapitałem obrotowym – tylko w 30 przypadkach; w 222 przypadkach wystąpienia ryzyka bankructwa przedsiębiorstwa zachowawczo zarządzały kapitałem obrotowym,

– wystąpiły dwa przypadki, w których model strategii zarządzania kapitałem obrotowym nie uwzględnił w pełni zagrożeń płynnościowych w kontekście ujawnianych przez spółki informacji.

Bibliografia

Bartkowiak R., *Kryteria i metody oceny zagrożenia wypłacalności banku. Wnioski z doświadczeń Bankowego Funduszu Gwarancyjnego*, „Bezpieczny Bank" 1997, nr 1.

Bombiak E., *Modele dyskryminacyjne jako metoda oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstwa*, „Zeszyty Naukowe AP w Siedlcach. Seria Administracja i Zarządzanie" 2010, nr 86.

Czekaj J., Dresler Z., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, PWN, Warszawa 2001.

Dębski W., *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami firmy*, PWN, Warszawa 2005.
Franc-Dąbrowska J., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Wybrane zagadnienia*, Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2008.
Grzegorzewska E., *Ocena zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w sektorze rolniczym*, „Zeszyty Naukowe SGGW. Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej" 2008, nr 64.
Hadasik D., *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce i metody jej prognozowania*, „Zeszyty Naukowe AE. Seria 2 Prace Hab. 153" 1998.
Hamrol M., Chodakowski J., *Prognozowanie zagrożenia finansowego przedsiębiorstwa. Wartość predykcyjna polskich modeli analizy dyskryminacyjnej*, „Badania Operacyjne i Decyzje" 2008, nr 3.
Jagiełło R., *Analiza dyskryminacyjna i regresja logistyczna w procesie oceny zdolności kredytowej przedsiębiorstw*, „Materiały i Studia" 2013, z. 286.
Kisielińska J., Waszkowski A., *Polskie modele do prognozowania bankructwa przedsiębiorstw i ich weryfikacja*, „Zeszyty Naukowe SGGW. Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej" 2010, nr 82.
Kusak A., *Płynność finansowa. Analiza i sterowanie*, Wydawnictwo Wydziału Zarządzania UW, Warszawa 2006.
Mączyńska E., Zawadzki M., *Dyskryminacyjne modele predykcji bankructwa przedsiębiorstw*, „Ekonomista" 2006, nr 2 (10−45).
Pluta W., *Planowanie finansowe w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 1999.
Porada-Rochoń M., *Wpływ kryzysu globalnego na kształtowanie się płynności bieżącej przedsiębiorstw usługowych*, [w:] S. Wrzosek (red.), *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Finanse przedsiębiorstw*, Wydawnictwo UE we Wrocławiu, Wrocław 2011.
Rusek O., *Przydatność modeli dyskryminacyjnych w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, „Zeszyty Naukowe SGGW. Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej" 2010, nr 85.
Siemińska E., *Finansowa kondycja firmy. Metody pomiaru i oceny*, Poltext, Warszawa 2003.
Sierpińska M., Wędzki D., *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 1997.
Urbanowicz R., Zaleska M., *Powiązanie wyników analizy dyskryminacyjnej spółek i notowań ich akcji na GPW w Warszawie w latach 1998−2003*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów" 2005, nr 59.
Wardzińska K., *Przykład zastosowania analizy dyskryminacyjnej do oceny finansowej przedsiębiorstw*, „Ekonomia i Zarządzanie" 2012, nr 3.
Wawryszuk-Misztal A., *Strategie zarządzania kapitałem obrotowym netto w przedsiębiorstwach. Ujęcie praktyczne*, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2007.
Wypych M., *Spółki giełdowe w świetle reguł finansowania*, [w:] S. Wrzosek (red.), *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Finanse przedsiębiorstw*, Wydawnictwo UE we Wrocławiu, Wrocław 2011.
Wysocki F., Kozera A., *Wykorzystanie analizy dyskryminacyjnej w ocenie ryzyka upadłości przedsiębiorstw przemysłu mięsnego*, „Journal of Agribusiness and Rural Development" 2012, No. 4 (26).
Zaleska M., *Ocena ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstwa przez analityka bankowego*, Wydawnictwo SGH w Warszawie, Warszawa 2005.

Summary

Working Capital Strategy in the Light of Discriminant Models in Companies of Food Sector

The main aim of the work was to study the correlation between the conclusions from discriminant tests and from an original model of identifying the way of managing the workoing capital with the exposure to solvency risk. The study confirmed the significance, and in some tests – the considerable stregnth, of this correlation. The examples of companies from food sector allow to conclude that companies running a conservative policy of working capital management are more likely to avoid liquidity problems than those companies which are more aggressive in their policies.The study also enables to indicate the further development of methodology of identification of working capital management strategy. Additionally, it gives a picture of the condition of the Polish public companies from food sector, which from the solvency perspective seemes to be average.

Keywords: working capital, discriminant models, bankruptcy, liquidity

Rozdział

15

Anna Grądziel

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Identyfikacja i ujawnianie zagrożenia kontynuacji działalności

Streszczenie

Zasada kontynuacji działalności jest jedną z nadrzędnych zasad rachunkowości. Wprowadza ona założenie, że jednostka gospodarcza będzie kontynuowała w dającej się przewidzieć przyszłości działalność w niezmniejszonym istotnie zakresie. Ocena zasadności przyjętego założenia kontynuacji działalności jest zasadniczym celem badania sprawozdania finansowego przez biegłego rewidenta. Celem opracowania jest przedstawienie istoty zasady kontynuacji działalności, metod jej weryfikacji, zakresu ujawnień w sprawozdaniach finansowych oraz w opinii i raporcie biegłego rewidenta. W pracy postawiono hipotezę, że objawy finansowe należą do najczęściej identyfikowanych zagrożeń kontynuacji działalności oraz że z tego względu w procedurach badania kontynuacji działalności istotną rolę odgrywa analiza finansowa. Weryfikację tej hipotezy przeprowadzono na podstawie studiów literatury przedmiotu, regulacji ustawowych oraz krajowych i międzynarodowych standardów rewizji finansowej, a także odniesiono się do praktyk wykorzystywanych przez biegłych rewidentów. Opracowanie ma na celu również zbadanie zakresu ujawnień zagrożenia kontynuacji działalności w sprawozdaniach finansowych oraz opiniach i raportach biegłych rewidentów w oparciu o przeprowadzone badania empiryczne.

Słowa kluczowe: kontynuacja działalności, analiza finansowa

Wstęp

W gospodarce rynkowej podstawowym źródłem informacji finansowych dla obecnych oraz potencjalnych inwestorów są sprawozdania finansowe jednostek gospodarczych. Celem sprawozdań finansowych jest dostarczenie wiarygodnej informacji o sytuacji finansowej, wynikach działalności oraz zmianach sytuacji finansowej jednostki, które będą użyteczne dla szerokiego kręgu użytkowników przy podejmowaniu decyzji gospodarczych[1]. Użyteczność

[1] Założenia koncepcyjne sporządzania i prezentacji sprawozdań finansowych RMSR, § 12.

sprawozdania finansowego jest gwarantowana przez cztery główne cechy jakościowe sprawozdań finansowych, do których zalicza się: zrozumiałość, przydatność, wiarygodność oraz porównywalność. Weryfikację tych cech jakościowych, determinujących użyteczność sprawozdania finansowego, powierza się niezależnej i bezstronnej jednostce, jaką jest biegły rewident. Celem rewizji finansowej jest poświadczenie wiarygodności sprawozdania finansowego[2]. Według KSRF (Krajowego Standardu Rewizji Finansowej) nr 1 celem badania sprawozdania finansowego jest stwierdzenie (w formie pisemnej opinii uzupełnionej raportem), czy sprawozdanie finansowe jest zgodne z zasadami rachunkowości oraz czy rzetelnie i jasno przedstawia, we wszystkich istotnych aspektach, sytuację majątkową i finansową, jak też wynik finansowy jednostki.

Ponadto zgodnie z ust. 12 lit. e KSRF nr 1 badanie sprawozdania finansowego powinno obejmować weryfikację możliwości kontynuowania działalności przez jednostkę w niezmniejszonym istotnie zakresie, w okresie przynajmniej 12 najbliższych miesięcy od dnia bilansowego. KSRF nr 1 nakłada obowiązek na biegłego rewidenta przedstawienia w raporcie z badania sprawozdania finansowego kluczowych, specyficznych dla badanej jednostki wielkości bezwzględnych oraz wskaźników charakteryzujących jej wynik finansowy, a także sytuację majątkową i finansową, ze wskazaniem tych czynników, które w istotny sposób negatywnie wpływają na wyniki i sytuację jednostki, a w szczególności stanowią poważne zagrożenie dla możliwości kontynuowania działalności przez badaną jednostkę w niezmniejszonym istotnie zakresie.

W opracowaniu postawiono hipotezę, że objawy finansowe należą do najczęściej identyfikowanych zagrożeń kontynuacji działalności oraz że z tego względu w procedurach badania kontynuacji działalności istotną rolę odgrywa analiza finansowa. Weryfikację hipotezy przeprowadzono w oparciu o studia literaturowe, analizę regulacji ustawowych, krajowych i międzynarodowych standardów rewizji finansowej oraz przegląd zakresu ujawnień zagrożenia kontynuacji działalności w opiniach i raportach biegłych rewidentów z badania sprawozdań finansowych wybranych spółek za rok poprzedzający rok wszczęcia postępowania upadłościowego.

Tekst składa się z pięciu części – pierwsze cztery opierają się na studiach literaturowych oraz analizie regulacji prawnych, natomiast piąta zawiera wnioski z przeprowadzonych badań empirycznych. W pierwszej części opracowania przedstawiono istotę zasady kontynuacji działalności. Druga została poświęcona prawnym aspektom obowiązku weryfikacji kontynuacji działalności przez biegłego rewidenta, z naciskiem położonym na analizę wpływu oceny dokonanej przez biegłego rewidenta co do zasadności założenia kontynuacji działalności na rodzaj opinii przez niego wydawanej. W trzeciej części prze-

[2] D. Krzywda, *Istota, cel i podstawy prawne rewizji sprawozdań finansowych*, [w:] D. Krzywda (red.), *Rewizja sprawozdań finansowych*, SKWP, Warszawa 2012, s. 21.

analizowano charakterystyczne symptomy wskazujące na zagrożenie kontynuacji działalności. Natomiast w czwartej zaprezentowano metody weryfikacji kontynuacji działalności. Piąta część stanowi podsumowanie wyników przeprowadzonych badań autorskich, których celem była analiza identyfikacji i ujawnienia zagrożenia kontynuacji działalności w sprawozdaniu finansowym oraz w opinii i raporcie biegłego rewidenta.

1. Istota zasady kontynuacji działalności

Zasada kontynuacji działania należy do nadrzędnych zasad rachunkowości. Jest fundamentalnym i uniwersalnym założeniem praktycznie wszystkich wypracowanych na świecie standardów rachunkowości[3]. Zgodnie z MSR (Międzynarodowym Standardem Rachunkowości) nr 1 § 23 kierownictwo jednostki przy sporządzaniu sprawozdania finansowego przeprowadza ocenę zdolności jednostki do kontynuowania działalności. Sprawozdanie finansowe jest sporządzane zwykle przy założeniu kontynuacji działalności. Nie jest zachowana zasada kontynuacji działalności, gdy kierownictwo zamierza zlikwidować jednostkę albo zaniechać prowadzenia działalności gospodarczej, albo gdy kierownictwo nie ma żadnej realnej alternatywy dla zaniechania lub likwidacji działalności lub gdy wystąpią zdarzenia i okoliczności ujawniające niepewność co do zdolności jednostki do kontynuowania działalności. Zgodnie z art. 5 ust. 2 ustawy o rachunkowości (UoR)[4] przy stosowaniu przyjętych zasad (polityki) rachunkowości przyjmuje się założenie, że jednostka będzie kontynuowała w dającej się przewidzieć przyszłości działalność w niezmniejszonym istotnie zakresie, bez postawienia jej w stan likwidacji lub upadłości, chyba że jest to niezgodne ze stanem faktycznym lub prawnym. Ustalając zdolność jednostki do kontynuowania działalności, kierownik jednostki uwzględnia wszystkie informacje dostępne na dzień sporządzenia sprawozdania finansowego, dotyczące dającej się przewidzieć przyszłości, obejmującej okres nie krótszy niż jeden rok od dnia bilansowego. Jeśli natomiast nie jest zasadne przyjęcie założenia kontynuacji działalności, to zgodnie z art. 29 ust. 1 UoR należy zastosować szczególne zasady wyceny aktywów jednostki na poziomie ich wartości likwidacyjnej (cenach sprzedaży netto możliwych do uzyskania, nie wyższych od cen ich nabycia albo kosztów wytworzenia, pomniejszonych o wartość umorzenia oraz odpisy z tytułu trwałej utraty wartości). Identyfikacja zagrożenia kontynuacji działalności jest procesem trudnym

[3] A. Hołda, B. Micherda, *Kontynuacja działalności jednostki i modele ostrzegające przed upadłością*, KIBR, Warszawa 2007, s. 40.

[4] Ustawa o rachunkowości z dnia 29 września 1994 roku, t.j. Dz.U. z 2013 r., poz. 330 ze zm.

i wymagającym wszechstronnego i prognostycznego spojrzenia na ogół prowadzonej działalności, sytuację finansową jednostki, sytuację w branży oraz sytuację makroekonomiczną.

2. Obowiązek weryfikacji kontynuacji działalności przez biegłego rewidenta

Biegły rewident jest zobowiązany zgodnie z § 49 KSRF nr 1 dokonać wiarygodności deklaracji kierownika jednostki złożonej we wprowadzeniu do badanego sprawozdania finansowego co do możliwości kontynuowania przez tę jednostkę działalności w niezmniejszonym istotnie zakresie w okresie przynajmniej 12 miesięcy od dnia bilansowego. Biegły rewident powinien ocenić realność przesłanek i prognoz uzasadniających przyjęcie przez kierownictwo założenia zdolności kontynuacji działalności. W sytuacji gdy w ocenie biegłego rewidenta zachodzi istotna niepewność co do zdolności kontynuacji działalności przez jednostkę, powinien rozważyć zakres ujawnień rodzaju i skutków tej niepewności w opinii i raporcie z badania sprawozdania finansowego, mając na uwadze, aby sprawozdanie finansowe nie wprowadziło czytelnika w błąd. Warto w tym miejscu zwrócić uwagę na ogromną odpowiedzialność spoczywającą na biegłym rewidencie w zakresie informowania o istniejących zagrożeniach kontynuacji działalności, mając świadomość znaczenia opinii i raportu biegłego rewidenta dla interesariuszy zewnętrznych. W tabeli 1 zaprezentowano wpływ oceny zdolności badanej jednostki do kontynuacji działalności, dokonanej przez biegłego rewidenta na wydawaną przez niego opinię.

Tabela 1. Wpływ zdolności badanej jednostki do kontynuacji działalności na opinię biegłego rewidenta

Stwierdzony stan	Wpływ na opinię
Nie zachodzą poważne ograniczenia kontynuacji działalności przez jednostkę	Temat kontynuacji działalności w opinii pomija się
Istnieją poważne zagrożenia dla kontynuacji działalności, przy czym:	
– jednostka informuje o nich we wprowadzeniu do sprawozdania finansowego	Uzupełniające objaśnienie na temat zagrożeń dla kontynuacji działalności zamieszcza się – tak jak wszystkie objaśnienia – po opinii właściwej lub objaśnienie, jak wyżej, poprzedza opinię właściwą – tak jak w przypadku zastrzeżenia

– jednostka informuje o nich we wprowadzeniu do sprawozdania finansowego, ale stopień niepewności co do przetrwania jednostki, mimo podjętych działań, jest znaczny	Biegły rewident odstępuje od wyrażenia opinii
– jednostka nie informuje lub informuje w sposób niepełny w sprawozdaniu finansowym o poważnych zagrożeniach dla kontynuacji działalności	Zależnie od wagi i stopnia zagrożenia, możliwości kontynuowania działalności przez jednostkę – opinia z zastrzeżeniem lub opinia negatywna, gdyż jednostka nie przedstawia rzetelnie stanu faktycznego
Założenie kontynuacji działalności nie jest zasadne (dotyczy to również przypadku, gdy jednostka we wprowadzeniu do sprawozdania finansowego informuje o istnieniu poważnych zagrożeń dla kontynuacji działalności)	Opinia negatywna, gdyż przyjęte przez jednostkę zasady wyceny aktywów i pasywów nie są prawidłowe (nie są adekwatne do stanu faktycznego)

Źródło: S. Mendys, *Produkt rewizji sprawozdań finansowych*, [w:] D. Krzywda (red.), *Rewizja sprawozdań finansowych*, SKWP, Warszawa 2012, s. 102.

Ocena zdolności kontynuacji działalności ma kluczowy wpływ na rodzaj opinii formułowanej przez biegłego rewidenta. W przypadku gdy założenie kontynuacji nie jest zasadne i niezależnie od tego, czy informacja o istnieniu zagrożenia dla kontynuacji działalności znalazła odzwierciedlenie we wprowadzeniu do sprawozdania finansowego jednostki, biegły rewident wydaje opinię negatywną, ponieważ przyjęte przez jednostkę zasady wyceny aktywów i pasywów nie są adekwatne do stanu faktycznego (nie odpowiadają ich wartości likwidacyjnej, według której w takiej sytuacji należałoby przeprowadzić wycenę). Natomiast jeśli zagrożenie dla kontynuacji działalności jest bardzo poważne, a stopień niepewności co do przetrwania jednostki jest znaczący (ale nie stwierdza się jednoznacznie braku zasadności założenia kontynuacji działania), biegły rewident odstępuje od wyrażenia opinii, ponieważ biorąc pod uwagę stopień istniejących niepewności, nie jest w stanie sformułować jej w sposób miarodajny i pewny.

3. Przesłanki zagrożenia kontynuacji działalności

KSRF nr 1 wskazuje na następujące objawy mogące stanowić zagrożenie dla kontynuacji działalności:

– znaczne trudności finansowe (brak płynności, wypowiedzenie umów kredytowych),
– negatywne główne wskaźniki finansowe,
– odejście kluczowego personelu kierowniczego,
– utrata podstawowego rynku, licencji, głównego dostawcy,

– toczące się przeciwko jednostce postępowanie sądowe lub administracyjne, które w przypadku niekorzystnego rozstrzygnięcia spowoduje powstanie zobowiązań, jakich jednostka nie zdoła zaspokoić.

MSRF (Międzynarodowy Standard Rewizji Finansowej) nr 570 Kontynuacja działalności − grupuje zdarzenia i uwarunkowania mogące budzić wątpliwości co do zdolności jednostki do kontynuacji działalności, wyróżniając objawy finansowe, operacyjne oraz pozostałe.

W tabeli 2 zaprezentowano czynniki wskazujące na zagrożenie kontynuacji działalności wymienione w MSRF nr 570 wraz z przyporządkowaniem ich do każdej z wymienionych grup. Przede wszystkim właśnie na te symptomy zwraca uwagę biegły rewident w trakcie badania sprawozdania finansowego.

Tabela 2. Czynniki wskazujące na zagrożenie kontynuowania działalności według MSRF nr 570

Objawy finansowe	Objawy operacyjne	Pozostałe objawy
– nadmierne uzależnienie od pożyczek krótkoterminowych wykorzystywanych w celu finansowania aktywów długoterminowych – zdarzenia lub uwarunkowania wskazujące na wycofanie finansowego wsparcia wierzycieli – ujemne przepływy środków pieniężnych wykazywane w sprawozdaniach finansowych za okresy przeszłe lub przyszłe – niekorzystne kształtowanie się kluczowych wskaźników finansowych – niemożność terminowego regulowania zobowiązań – niekorzystna zmiana trybu rozliczeń z dostawcami z kredytu kupieckiego	– zamiary kierownictwa dotyczące likwidacji jednostki lub zaniechania działalności – odejście kluczowego personelu kierowniczego i brak następców, trudności z siłą roboczą – utrata podstawowego rynku, kluczowego klienta, umowy franchisingowej, licencji lub głównego dostawcy – zagrożenie ze strony poważnego konkurenta – niedobór ważnych surowców	– nieprzestrzeganie wymogów ustawowych − toczące się przeciwko jednostce postępowanie sądowe (administracyjne), które w przypadku niekorzystnego rozstrzygnięcia generowałoby roszczenia, które prawdopodobnie nie mogłyby zostać zaspokojone przez jednostkę − zmiany w prawie bądź w polityce rządu, mogące mieć negatywny wpływ na jednostkę − niedostateczne ubezpieczenie od skutków katastrof

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Międzynarodowy Standard Rewizji Finansowej 570. Kontynuacja działalności.

Powyżej wymienione zagrożenia kontynuacji działalności nie stanowią katalogu zamkniętego możliwych symptomów, są raczej przykładowym wyliczeniem najistotniejszych objawów, do których należy zaliczyć problemy z płynnością, dostępem do źródeł finansowania, niekorzystne zmiany na ryn-

ku oraz w otoczeniu, w szczególności zmiany w prawie oraz utratę kluczowych pracowników w połączeniu z brakiem możliwości ich zastąpienia.

Warto zwrócić uwagę na regulację zawartą w art. 29 ust. 3 UoR, zgodnie z którą wszczęcie postępowania naprawczego albo upadłościowego z możliwością zawarcia układu nie stanowią przeszkody do uznania, że działalność będzie kontynuowana.

4. Metody weryfikacji zasady kontynuacji działalności

Pierwsza ocena zdolności jednostki do kontynuowania działalności jest dokonywana przez kierownictwo jednostki. We wprowadzeniu do sprawozdania finansowego należy wskazać, czy zostało ono sporządzone przy założeniu kontynuowania działalności gospodarczej, a w przypadku występujących niepewności co do możliwości kontynuowania działalności – należy zawrzeć w dodatkowych informacjach i objaśnieniach opis tych niepewności wraz z opisem podejmowanych działań mających na celu ich eliminację.

Weryfikacji zasadności przyjętego założenia o zdolności jednostki do kontynuowania działalności dokonuje biegły rewident podczas badania sprawozdania finansowego. Jednym z podstawowych narzędzi wykorzystywanych przez biegłego rewidenta do oceny zdolności kontynuacji działalności jest analiza finansowa. Przegląd analityczny, polegający na ocenie związków liczbowych i trendów, pozwalający na identyfikację istotnych zmian, odchyleń od oczekiwanych wielkości oraz niespójności z informacjami zebranymi w toku wykonywania innych procedur badania, jest szeroko wykorzystywany przez biegłych rewidentów w procedurach badania. W weryfikacji kontynuacji działalności najbardziej użytecznym narzędziem analizy finansowej wydaje się być analiza wskaźnikowa, która poza swą funkcją informacyjno-kontrolną może w wyraźny sposób wskazywać na zagrożenie kontynuacji działalności. Analiza wskaźnikowa ze względu na swój charakter może być skuteczną metodą pozwalającą na weryfikację zagrożeń wynikających ze struktury finansowej jednostki. Bardzo ważną cechą analizy wskaźnikowej jest możliwość porównywalności uzyskanych rezultatów z wynikami innych jednostek oraz ustalenie wielkości oczekiwanych czy charakterystycznych dla danego typu jednostek[5]. Właściwa ocena i interpretacja wyników analizy wskaźnikowej powinna odbywać się w oparciu o wartości charakterystyczne w danej branży.

Drugim narzędziem analizy finansowej, mającym zastosowanie w procedurach badania kontynuacji działalności, są specjalistyczne modele, do których

[5] A. Hołda, *Wskaźniki finansowe – pomocniczy instrument weryfikacji zasady kontynuacji działalności przedsiębiorstw branży budowlanej*, „Zeszyty Naukowe AE Kraków" 2000, nr 553, s. 116.

należy zaliczyć m.in. modele analizy dyskryminacyjnej, modele logitowe oraz drzewa decyzyjne. Są one jednak wykorzystywane w polskiej praktyce rewizji finansowej znacznie rzadziej niż analiza wskaźnikowa.

Z badań empirycznych (badania ankietowe przeprowadzone na próbie 427 biegłych rewidentów w 2009 roku) przeprowadzonych przez M. Szulc[6] wynika, że analiza finansowa jest bardzo istotnym elementem badania sprawozdania finansowego (takiej odpowiedzi udzieliło 93% ankietowanych). Do oceny kontynuacji działalności przeważająca część badanych (85%) wykorzystuje analizę wskaźnikową, około 38% ankietowanych wskazało model E. Altmana, a 26% respondentów − model Zh A. Hołdy. Inne modele dyskryminacyjne były wskazywane sporadycznie. Ponadto analiza wskaźnikowa jest często (dla 52% badanych biegłych rewidentów) jedyną metodą wykorzystywaną do oceny kontynuacji działalności, 28% spośród badanych wykorzystuje w tym zakresie dwie metody, a 14% ankietowanych − trzy metody.

5. Analiza identyfikacji zagrożenia kontynuacji działalności w sprawozdaniu finansowym oraz w opinii i raporcie biegłego rewidenta

W celu analizy ujawnień zagrożenia kontynuacji działania w sprawozdaniach finansowych oraz zakresu ujawnień w tym zakresie w opinii i raporcie biegłego rewidenta przeprowadzono autorskie badanie na grupie wybranych spółek. Zastosowano metodę doboru celowego, umożliwiającą wybór spółek, które z dużym stopniem prawdopodobieństwa nie spełniały zasady kontynuacji działalności w dającej się przewidzieć przyszłości. Badaniem zostały objęte spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW), które w 2014 roku zostały objęte postępowaniem upadłościowym. W pierwszym kroku doboru próby poddano analizie listę spółek ze szczególnym oznaczeniem publikowaną przez GPW i wyselekcjonowano spółki, wobec których toczy się postępowanie upadłościowe, wobec których sąd wydał postanowienie o ogłoszeniu upadłości bądź oddalił wniosek o ogłoszenie upadłości lub które złożyły wniosek o ogłoszenie upadłości – na tej podstawie wybrano 17 spółek. Następnie dla wybranych 17 spółek sprawdzono w Krajowym Rejestrze Sądowym (KRS) daty informacji o postępowaniu upadłościowym i wybrano te, których problem upadłości (w zakresie ujawnienia tego faktu w KRS) dotknął w 2014 roku. W ten sposób wybraną próbę 8 spółek poddano dalszej analizie – przeanalizowano zakres ujawnień zagrożenia kontynuacji działalności

[6] M. Szulc, *Wykorzystanie analizy finansowej w badaniu sprawozdań finansowych w świetle badań empirycznych*, [w:] B. Micherda (red.), *Kierunki ewolucji sprawozdawczości finansowej*, Difin, Warszawa 2012, s. 238.

w sprawozdaniu finansowym oraz w opinii i raporcie biegłego rewidenta z badania sprawozdania finansowego za rok 2013, czyli za rok poprzedzający wszczęcie postępowania upadłościowego. Z pierwotnej próby 8 spółek usunięto z dalszej analizy 2 spółki – EUROIMPLANT S.A. w upadłości likwidacyjnej (spółka nie upubliczniła ani nie złożyła w KRS sprawozdania finansowego za 2013 rok) oraz ONE-2-ONE S.A. (sprawozdanie finansowe spółki za 2013 rok nie zostało poddane badaniu przez biegłego rewidenta). Wyniki przeprowadzonych badań przedstawiono w tabeli 3.

Z przeprowadzonych badań wynika, że niepewność co do kontynuacji działalności była identyfikowana i ujawniana w stanowiskach biegłych rewidentów. Spośród 6 spółek objętych analizą 2 spółki zostały postawione w 2014 roku w stan upadłości likwidacyjnej, 3 spółki − w stan upadłości układowej, natomiast 1 spółka złożyła w grudniu 2014 roku wniosek o ogłoszenie upadłości z możliwością zawarcia układu. Wszystkie sprawozdania finansowe analizowanych spółek na dzień 31 grudnia 2013 roku zostały sporządzone przy założeniu kontynuacji działalności w dającej się przewidzieć przyszłości.

W przypadku 4 spółek (IDM, Gant Development, PBO Anioła oraz Budopol - Wrocław) kierownictwo poinformowało o niepewnościach co do kontynuacji działalności, stopień tych niepewności na zdolność do kontynuacji działalności został uznany przez biegłych rewidentów jako znaczący, co znalazło odzwierciedlenie w odmowie wyrażenia opinii i przedstawieniu stanowiska niezależnego biegłego rewidenta. Biegli rewidenci wskazywali na następujące kwestie uniemożliwiające przyjęcie założenia kontynuacji działania: niepewność co do zaakceptowania układu przez wierzycieli oraz zatwierdzenia układu przez sąd, niepewność skuteczności wdrożonych działań restrukturyzacyjnych, wypowiedzenie umów kredytowych przez banki, niepewność spłaty przeterminowanych należności oraz ograniczenie zasadniczego przedmiotu działalności. Należy zauważyć, że opisane przesłanki zagrożenia kontynuacji działalności mają charakter finansowy – w wydanych stanowiskach biegli rewidenci wskazywali na kluczowe kwestie dotyczące sytuacji finansowej, oparte o wnioski wynikające z przeprowadzonej analizy finansowej. W tym kontekście analizę finansową w świetle przeprowadzonych badań empirycznych należy uznać za efektywne narzędzie identyfikowania zagrożenia kontynuacji działalności.

W przypadku dwóch pozostałych spółek (Ampli, Inventum TFI) kierownictwo nie wskazywało na niepewności mogące zagrażać kontynuacji działalności i takie samo stanowisko w tej kwestii zajęli biegli rewidenci, badający sprawozdania finansowe tych spółek, w wyrażonych opiniach uzupełnionych raportami z badania, ale w raportach znalazły się dodatkowe objaśnienia dotyczące kontynuacji działalności.

Tabela 3. Identyfikacja zagrożenia kontynuacji działalności na przykładzie spółek notowanych na GPW

Nazwa spółki	**Ampli S.A. w upadłości układowej**		
Data debiutu giełdowego	listopad 2000	Data informacji o postępowaniu upadłościowym (wpis do KRS)	29.07.2014 (prowadzenie upadłości z możliwością zawarcia układu)
Stanowisko kierownictwa co do zdolności do kontynuacji działalności	„Sprawozdanie finansowe zostało sporządzone przy założeniu kontynuowania działalności przez Emitenta w dającej się przewidzieć przyszłości. Zagrożenie kontynuowania działalności wynika z ogólnego ryzyka związanego z funkcjonowaniem podmiotów gospodarczych na rynku".		
Data opinii i raportu biegłego rewidenta (O&R BR) za 2013 rok	28.04.2014 (wydano opinię bez zastrzeżeń; w raporcie ujęto dodatkowe objaśnienia)		
Stanowisko BR co do zdolności do kontynuacji działalności	„Uwzględniając wskaźniki dokonanej analizy ekonomiczno-finansowej, wyniki badania sprawozdania finansowego oraz założenia co do dalszej działalności Spółki zawarte przez Zarząd w sprawozdaniu z działalności, stwierdza się, że nie istnieje zagrożenie kontynuowania przez nią działalności w roku następnym po badanym w niezmniejszonym istotnie zakresie. Jednakże niezbędna jest kontrola wewnętrzna podstawowych wskaźników ekonomicznych, gdyż sytuacja finansowa Spółki nie jest w pełni stabilna. Szczególną uwagę zwraca stopa % łącznego zadłużenia Spółki, która przekracza bezpieczny wskaźnik określony na poziomie 50% aktywów i wynosi 82,5%, w poprzednim roku – 70%".		
Nazwa spółki	**IDM S.A. w upadłości układowej**		
Data debiutu giełdowego	lipiec 2005	Data informacji o postępowaniu upadłościowym (wpis do KRS)	22.07.2014 (prowadzenie upadłości z możliwością zawarcia układu)
Stanowisko kierownictwa co do zdolności do kontynuacji działalności	„Roczne jednostkowe sprawozdanie finansowe Spółki zostało sporządzone przy założeniu kontynuowania działalności gospodarczej przez Spółkę w dającej się przewidzieć przyszłości, w okresie co najmniej 12 miesięcy od dnia bilansowego, tj. 31 grudnia 2013 roku. Zarząd podejmuje działania mające na celu poprawę sytuacji finansowej oraz płynności finansowej Spółki. Założenie o kontynuacji działalność Spółki uzależnione jest od powodzenia działań Zarządu opisanych w niniejszej nocie".		
Data O&R BR za 2013 rok	7.05.2014 (stanowisko Niezależnego Biegłego Rewidenta)		

Stanowisko BR co do zdolności do kontynuacji działalności	„Na dzień wydania niniejszego stanowiska nie byliśmy w stanie uzyskać wystarczających i odpowiednich dowodów potwierdzających możliwość i skuteczność realizacji zamierzeń Zarządu (chodzi o wdrożone działania restrukturyzacyjne). […] Powyższe wskazuje na istnienie poważnych zagrożeń dla kontynuacji działalności, a stopień niepewności co do przetrwania jednostki, mimo podjętych działań, jest znaczny. Na dzień 31 grudnia 2013 roku oraz na dzień wydania niniejszego stanowiska Dom Maklerski IDM S.A. nie spełnia norm adekwatności kapitałowej […] Uwzględniając wagę kwestii opisanych powyżej oraz ich wpływ na możliwość dalszej kontynuacji działalności, uważamy, że stopień niepewności co do kontynuacji działalności jednostki jest na tyle znaczący, że nie pozwala nam to na wyrażenie opinii o załączonym sprawozdaniu finansowym”.		
Nazwa spółki	**GANT DEVELOPMENT S.A. w upadłości likwidacyjnej**		
Data debiutu giełdowego	listopad 2000	Data informacji o postępowaniu upadłościowym (wpis do KRS)	2.01.2014 (prowadzenie upadłości z możliwością zawarcia układu) 7.07.2014 (prowadzenie upadłości obejmującej likwidację majątku dłużnika)
Stanowisko kierownictwa co do zdolności do kontynuacji działalności	„Sprawozdanie finansowe Spółki zostało sporządzone przy założeniu kontynuowania działalności gospodarczej […]. Zarząd Spółki, na dzień podpisania niniejszego sprawozdania finansowego, stwierdza, że istnieją fakty i okoliczności, które mogłyby wskazywać na zagrożenie dla możliwości kontynuacji działalności przez Spółkę w okresie co najmniej 12 miesięcy od daty publikacji niniejszego raportu. Wynika to z wysokiego salda zobowiązań krótkoterminowych Spółki. Dodatkowo Spółka posiada przeterminowane zobowiązania publiczno-prawne oraz handlowe […]. Wymienione zagrożenia, jak również rosnąca liczba postępowań sądowych dotyczących nieuregulowanych zobowiązań, znacznie utrudniały funkcjonowanie Spółki. […] W związku z tym kontynuacja działalności Spółki będzie możliwa wyłącznie w przypadku zaakceptowania przez wierzycieli propozycji układowych oraz przegłosowanie układu”.		
Data O&R BR za 2013 rok	21.03.2014 (stanowisko Niezależnego Biegłego Rewidenta)		
Stanowisko BR co do zdolności do kontynuacji działalności	„Do dnia zakończenia badania i wydania niniejszego stanowiska nie uzyskaliśmy wystarczających dowodów na to, że układ zostanie zaakceptowany przez wierzycieli Spółki i zatwierdzony przez Sąd. Ze względu na niepewność co do dalszego toku postępowania upadłościowego, istnieje znaczna wątpliwość w zdolności Spółki do kontynuowania działalności w dającej się przewidzieć przyszłości. […] Uwzględniając wagę opisanych problemów, […] nie możemy wyrazić opinii o załączonym jednostkowym sprawozdaniu finansowym Gant Development S.A. w upadłości układowej”.		

Nazwa spółki	**PBO ANIOŁA S.A. w upadłości układowej**		
Data debiutu giełdowego	maj 2011	Data informacji o postępowaniu upadłościowym (wpis do KRS)	7.07.2014 (prowadzenie upadłości z możliwością zawarcia układu)
Stanowisko kierownictwa co do zdolności do kontynuacji działalności	„Sprawozdanie finansowe zostało sporządzone przy założeniu kontynuowania działalności gospodarczej w dającej się przewidzieć przyszłości. Jednak mając na względzie aktualną sytuację PBO Anioła S.A., kiedy Spółka złożyła do sądu wniosek o ogłoszenie upadłości z możliwością zawarcia układu, zarząd nie jest w stanie określić wpływu tego zdarzenia na działalność Spółki w ciągu kolejnych 12 miesięcy".		
Data O&R BR za 2013 rok	21.03.2014 (stanowisko Niezależnego Biegłego Rewidenta)		
Stanowisko BR co do zdolności do kontynuacji działalności	„Uwzględniając wagę powyższych problemów, związanych ze złożeniem wniosku o ogłoszenie upadłości z możliwością zawarcia układu przez Spółkę, wypowiedzeniem umów kredytowych przez banki, a dalej znacznym ograniczeniem realizacji zasadniczego przedmiotu działalności Spółki oraz wątpliwościami co do wartości godziwej aktywów finansowych i aktywów przeznaczonych do zbycia, uważamy, że stopień niepewności co do kontynuowania przez Spółkę działalności jest na tyle znaczący, iż nie pozwala nam to na wyrażenie opinii o załączonym jednostkowym sprawozdaniu finansowym".		
Nazwa spółki	**BUDOPOL-WROCŁAW S.A. w upadłości likwidacyjnej**		
Data debiutu giełdowego	listopad 2000	Data informacji o postępowaniu upadłościowym (wpis do KRS)	30.07.2014 (prowadzenie upadłości obejmującej likwidację majątku dłużnika)
Stanowisko kierownictwa co do zdolności do kontynuacji działalności	„Niniejsze sprawozdanie finansowe zostało sporządzone przy założeniu kontynuowania działalności gospodarczej przez Spółkę w dającej się przewidzieć przyszłości. Zarząd Spółki, na dzień podpisania niniejszego sprawozdania finansowego, stwierdza, że istnieją fakty i okoliczności, które mogłyby wskazywać na zagrożenie dla możliwości kontynuacji działalności. Wynika to z wysokiego salda zobowiązań krótkoterminowych Spółki. Dodatkowo Spółka posiada przeterminowane zobowiązania publiczno-prawne oraz zobowiązanie warunkowe wobec ING Bank Śląski S.A. […] Sytuacja ta wpłynęła bezpośrednio na brak jakichkolwiek możliwości realizacji kontraktów budowlanych. Dodatkowo działania podjęte przez ING Bank Śląski S.A., będące wynikiem braku spłat wymagalnych rat kredytowych […] jak również rosnąca liczba postępowań sądowych dotyczących nieuregulowanych zobowiązań, sparaliżowały funkcjonowanie Spółki".		
Data O&R BR za 2013 rok	27.02.2014 (stanowisko Niezależnego Biegłego Rewidenta)		

Stanowisko BR co do zdolności do kontynuacji działalności	„Jednostkowe sprawozdanie finansowe firmy Budopol-Wrocław S.A. w upadłości układowej za okres zakończony 31.12.2013 roku zostało sporządzone przy założeniu kontynuacji działalności, opartym głównie na przyjęciu przez wierzycieli jednostki propozycji układowych, spłacie przeterminowanych należności […] oraz pozyskania nowego inwestora strategicznego. Do dnia zakończenia badania i wydania niniejszego stanowiska nie uzyskaliśmy wystarczających dowodów na to, że układ zostanie zaakceptowany przez wierzycieli Jednostki i zatwierdzony przez Sąd. Uwzględniając wagę powyższych problemów, związanych z akceptacją układu oraz brakiem realizacji zasadniczego przedmiotu działalności, […] uważamy, że stopień niepewności co do kontynuowania przez Spółkę działalności jest na tyle znaczący, iż nie pozwala nam to na wyrażenie opinii o załączonym jednostkowym sprawozdaniu finansowym”.		
Nazwa spółki	**INVENTUM TFI S.A.**		
Data debiutu giełdowego	luty 2011	Data informacji o postępowaniu upadłościowym	11.12.2014 (złożenie wniosku o ogłoszenie upadłości z możliwością zawarcia układu)
Stanowisko kierownictwa co do zdolności do kontynuacji działalności	„Niniejsze roczne sprawozdanie finansowe zostało sporządzone przy założeniu kontynuowania działalności gospodarczej przez Spółkę w dającej się przewidzieć przyszłości, w okresie co najmniej 12 miesięcy od dnia bilansowego, tj. 31 grudnia 2013 roku. Nie istnieją bezpośrednie przesłanki zamierzonego bądź przymusowego zaniechania, bądź istotnego ograniczenia przez nią dotychczasowej działalności. Zarząd Spółki nie stwierdza na dzień podpisania niniejszego rocznego sprawozdania finansowego istnienia faktów i okoliczności, które wskazywałyby na zagrożenia dla możliwości kontynuacji działalności przez Spółkę w dającej się przewidzieć przyszłości”.		
Data O&R BR za 2013 rok	18.04.2014 (wydano opinię bez zastrzeżeń z uzupełniającym objaśnieniem – zwrócenie uwagi na notę dotyczącą kwestii związanych z kontynuacją działalności, w raporcie odniesiono się do kwestii kontynuacji działalności)		
Stanowisko BR co do zdolności do kontynuacji działalności	„W naszej ocenie wyniki badania sprawozdania finansowego Spółki sporządzonego na dzień 31 grudnia 2013 roku oraz analiza przedstawionych powyżej wskaźników, przy uwzględnieniu wszystkich informacji dostępnych nam na dzień sporządzenia niniejszego raportu i opinii, nie wskazują na to, aby istniało zagrożenie kontynuacji działalności Spółki w ciągu 12 miesięcy od dnia, na który zostało sporządzone sprawozdanie, pod warunkiem powodzenia działań Zarządu opisanych w nocie 1.6 sprawozdania finansowego”.		

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek oraz opinii i raportów biegłych rewidentów z badania sprawozdań finansowych.

Biorąc pod uwagę, że badaniu podlegają sprawozdania finansowe jednostek kontynuujących działalność (oraz spełniających warunki wynikające z art. 64 UoR), zasadnym wydaje się rozpatrzenie korelacji stopnia niepewności co do zagrożenia kontynuacji działalności przedstawionego w sprawozdaniu finansowym oraz oceny biegłego rewidenta w tym zakresie. Na przykładzie analizowanych spółek należy stwierdzić, że występuje korelacja dodatnia − w 100% przypadków, kiedy jednostka wskazywała na istotnie zagrażające kontynuacji działalności niepewności, znalazło to odzwierciedlenie w odmowie wyrażenia opinii przez biegłego rewidenta.

Zakończenie

Problematyka zasady kontynuacji działalności oraz jej weryfikacji jest jednym z kluczowych aspektów rewizji finansowej. Analiza finansowa jest wskazywana jako podstawowe narzędzie biegłego rewidenta, służące identyfikacji zagrożenia kontynuacji działalności. Analiza wskaźnikowa jest najszerzej wykorzystywana przez biegłych rewidentów, co jest determinowane zarówno polskimi regulacjami, jak i jej wysokim stopniem użyteczności w identyfikacji objawów finansowych zagrażających zdolności kontynuacji działalności. Przeprowadzone badania wskazują, że symptomy finansowe należą do najczęściej identyfikowanych objawów zagrożenia kontynuacji działalności. Z tego względu analiza finansowa jest efektywnym narzędziem identyfikacji tych zagrożeń. Weryfikacja zasadności przyjęcia założenia kontynuacji działalności przez jednostkę jest bardzo istotnym elementem badania sprawozdania finansowego przez biegłego rewidenta. Z przeprowadzonych badań wynika, że zidentyfikowane objawy poważnego zagrożenia kontynuacji działalności znalazły odzwierciedlenie w ujawnieniu tego faktu przez jednostkę w sprawozdaniu finansowym oraz pociągnęły za sobą odmowę wyrażenia opinii przez biegłego rewidenta. W formułowanych w takiej sytuacji stanowiskach (zamiast opiniach) biegli rewidenci wskazywali na znaczący stopień niepewności co do kontynuacji działalności, uniemożliwiający wyrażenie opinii o sprawozdaniu finansowym.

Bibliografia

Hołda A., *Wskaźniki finansowe – pomocniczy instrument weryfikacji zasady kontynuacji działalności przedsiębiorstw branży budowlanej*, „Zeszyty Naukowe AE Kraków" 2000, nr 553.

Hołda A., Micherda B., *Kontynuacja działalności jednostki i modele ostrzegające przed upadłością*, KIBR, Warszawa 2007.

Krajowy standard rewizji finansowej nr 1, *Ogólne zasady badania sprawozdań finansowych.*

Krzywda D., *Istota, cel i podstawy prawne rewizji sprawozdań finansowych*, [w:] D. Krzywda (red.), *Rewizja sprawozdań finansowych*, SKWP, Warszawa 2012.

Mendys S., *Produkt rewizji sprawozdań finansowych*, [w:] D. Krzywda (red.), *Rewizja sprawozdań finansowych*, SKWP, Warszawa 2012.
Międzynarodowy Standard Rachunkowości 1, *Prezentacja sprawozdań finansowych.*
Międzynarodowy Standard Rewizji Finansowej 570, *Kontynuacja działalności.*
Szulc M., *Wykorzystanie analizy finansowej w badaniu sprawozdań finansowych w świetle badań empirycznych*, [w:] B. Micherda (red.), *Kierunki ewolucji sprawozdawczości finansowej*, Difin, Warszawa 2012.
Ustawa o rachunkowości z dnia 29 września 1994 roku, t.j. Dz.U. z 2013 r., poz. 330 ze zm.
Założenia koncepcyjne sporządzania i prezentacji sprawozdań finansowych RMSR.

Summary

Identification and Disclosure of the Threat to the Going Concern

One of the main principles of the accounting is the principle of a going concern. Verification of the ability to a going concern is the main objective of the review of the financial statement carried out by an independent auditor. A financial analysis is an integral part of the process of the auditor's audit of financial statements. In particular, financial ratios are an auxiliary instrument for verifying the going concern principle in the audit. The aim of the article is to present the essence of the going concern principle, methods of verification and to examine the extent of disclosures and going concern threats in the financial statements as well as opinions and reports of auditors on the basis of empirical studies.

Keywords: going concern, financial analysis

Rozdział

16

Andrzej Brożek

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Reguła przekory − odpowiedź przedsiębiorstw agrochemicznych narażonych na ryzyko utraty równowagi finansowej spowodowanej niekorzystnymi warunkami pogodowymi

Streszczenie

W niniejszym opracowaniu podjęto próbę transferu reguły Le Chateliera i Brauna − uznawanej za podstawową zasadę obowiązującą dla równowagi fazowej, która przedstawia zależność położenia stanu równowagi układu od temperatury i ciśnienia − na płaszczyznę funkcjonowania przedsiębiorstwa agrochemicznego jako możliwość minimalizacji wpływu pogody na stabilność organizacji. Współczesny rynek wymusza na przedsiębiorstwach zwiększanie swojej konkurencyjności względem pozostałych firm danego segmentu gospodarki. O przewadze konkurencyjnej niewątpliwie decyduje obrana strategia. Najczęściej decyzje strategiczne związane są z poprawą jakości oferowanych konsumentom dóbr lub usług, a także z podniesieniem innowacyjności firmy, co implikuje duże nakłady finansowe. W związku z tym ich oddziaływanie na przedsiębiorstwo jest długoterminowe, a co za tym idzie ewentualne skutki negatywne i pozytywne są prawie nieodwracalne oraz obejmują całą firmę. Dlatego też niezwykle ważna, z punktu widzenia stabilności finansowej przedsiębiorstwa inwestującego w rozwój, jest minimalizacja strat powstałych wskutek zmniejszonego popytu na dane towary i usługi, co jest konsekwencją oddziaływania zjawisk atmosferycznych o charakterze katastroficznym i niekatastroficznym. Celem pracy jest ukazanie możliwości zastosowania reguły przekory w praktyce zarządzania ryzykiem finansowym przedsiębiorstw narażonych na ryzyko pogodowe.

Słowa kluczowe: reguła przekory, równowaga chemiczna, równowaga finansowa, ryzyko pogodowe, instrumenty finansowe

Wstęp

Aspekt zmian klimatu we współczesnym świecie stanowi jeden z szerzej omawianych problemów światowej polityki społecznej i gospodarczej. Nie poruszając przyczyn wywołujących transformacje, metamorfoza klimatu na świecie jest faktem.

Klimat jest determinowany oddziaływaniem powierzchni ziemi z atmosferą na sposób przede wszystkim wnikania, przenikania oraz promieniowania ciepła, którego źródłem jest słońce. Wpływ warunków termodynamicznych na przemiany fazowe wody i skład chemiczny atmosfery są głównymi czynnikami aktualnych zmian klimatycznych. Roczne i sezonowe zmiany temperatury powierzchni Ziemi niezbicie wskazują, że w ciągu ostatnich 150 lat ukazuje się wzrostowy trend temperatury, szczególnie widoczny w okresie zimy[1]. Stopniowa transformacja klimatu implikuje modyfikację otoczenia przedsiębiorstw, zwłaszcza agrochemicznych. Każda zmiana uwarunkowań, w jakich funkcjonuje firma, stanowi przyczynę, której skutkiem staje się jej sytuacja finansowa w rozpatrywanym okresie. W związku z tym zasadne staje się stwierdzenie, że sytuacja zewnętrzna zarówno bezpośrednio, jak i pośrednio wpływa na organizację i funkcjonowanie firmy. Dlatego ogromnie ważnym elementem działalności przedsiębiorstw jest minimalizacja niekorzystnych, ograniczających wielkość produkcji oraz zdolności wytwórcze czynników pogodowych. Równowaga finansowa gwarantuje stabilny rozwój firmy, a także jest gwarantem konkurencyjności, w związku z tym każde odchylenie od położenia punktu równowagi powinno uruchamiać stosowne narzędzia działające przeciwstawnie do kierunku działania czynnika. Taką możliwość, w odniesieniu do warunków atmosferycznych, dają współczesne instrumenty finansowe oparte o indeksy pogodowe, które pozwalają na zajęcie odpowiednio długiej lub krótkiej pozycji adekwatnej dla wystąpienia prognozowanego zjawiska w danym okresie.

Celem opracowania jest przedstawienie możliwości zastosowania reguły przekory w praktyce zarządzania finansami przedsiębiorstw przez wykorzystanie instrumentów pochodnych, ze szczególnym uwzględnieniem ryzyka utraty płynności finansowej spowodowanej oddziaływaniem czynników pogodowych na przedsiębiorstwa agrochemiczne. Biorąc pod uwagę cel opracowania, dokonano analizy dostępnych danych meteorologicznych z 11 stacji pomiarowych zlokalizowanych na terenie Polski, które następnie posłużyły do prezentacji możliwości wykorzystania wybranego instrumentu pochodnego opartego o indeks temperatury. Można postawić tezę, że wykorzystanie pogodowych instrumentów pochodnych pozwoli zredukować wpływ oddziaływania czynników pogodowych na kondycję finansową przedsiębiorstw.

[1] K. Olszewski, B. Kicińska, *Czy w Polsce notujemy wzrost temperatury i inne przejawy ocieplenia klimatu?*, wykład wygłoszony na Akademickim Forum: „Między Bali a Poznaniem. Polska wobec zmian klimatu: nauka – gospodarka – polityka – społeczeństwo", www.ekoedu.uw.edu.pl (data dostępu: 01.10.2014).

1. Geneza powstania pogodowych instrumentów pochodnych

Ryzyko pogodowe jest osobliwym rodzajem ryzyka, ponieważ jego pomiaru dokonuje się za pomocą mierników naturalnych. Dlatego nie istnieje rynek dla pogodowych transakcji gotówkowych. Konsekwencją takiego stanu jest konieczność stosowania instrumentów pochodnych zabezpieczających przed ryzykiem pogodowym[2]. Pojawienie się instrumentów pochodnych na zorganizowanym rynku giełdowym zlokalizowanym w Stanach Zjednoczonych datuje się na pierwszą połowę XIX wieku. W wyniku rynkowych wahań cen pszenicy, związanych z sytuacją polityczno-gospodarczą ówczesnej rzeczywistości, które osłabiały kondycję producentów żywności, a przede wszystkim zmniejszały możliwości nabywcze konsumentów, pojawiły się kontrakty terminowe typu forward, których celem było ustabilizowanie cen żywności. Pierwszy rynek, na którym dostawca wraz z odbiorcą dóbr i usług mogli stworzyć kontrakt, który realizowany był w przyszłości po wcześniej ustalonej cenie, powstał w 1848 roku na giełdzie Chicago Board of Trade[3]. Kilka lat później, w 1859 roku na giełdzie w Chicago, utworzono strukturyzowane kontrakty terminowe, będące niejako następną generacją kontraktów forwards, czyli tzw. kontrakty typu futures. W 1972 roku na giełdzie Chicago Mercantile wprowadzono kontrakty financial futures, co spowodowało nagły wzrost zainteresowania, a w konsekwencji − szybki rozwój rynku kontraktów terminowych. Zaowocowało to utworzeniem w latach 80. XX wieku opcji na kontrakty futures oraz opcji walutowych[4]. Idea ograniczania ryzyka finansowego za pomocą instrumentów pochodnych dotarła także do Polski. Jako pierwsze transakcje terminowe w Polsce uznaje się walutowe kontrakty forward przeprowadzone przez Polski Bank Rozwoju S.A. w 1992 roku. Nie dalej jak w 1996 roku ING Bank S.A. wystawił pierwszą opcję na rynku bankowym zawierającą sześć par walutowych zorientowanych na kurs złotego. Rok 1998 jest przełomowy z punktu widzenia rozwoju rynku instrumentów pochodnych w Polsce ze względu na fakt powstania na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie działu zajmującego się obrotem instrumentami. Dzięki temu w tym samym roku pojawiły się pierwsze kontrakty oparte o indeks WIG20, a także walutowe kontrakty terminowe futures[5].

---

[2] A. Szopa, *Podstawy inżynierii finansowej*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2012, s. 110−111.

[3] A. Łaganowski, *Instrumenty pochodne*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2005, s. 7.

[4] W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, PWN, Warszawa 2012, s. 300–301.

[5] J. Wojciechowski, *Rynek giełdowych finansowych instrumentów pochodnych w Polsce. Rys historyczny, stan obecny i perspektywy*, www.kapital.edu.pl (data dostępu: 01.10.2014).

Z danych za rok 2012 wynika, że obecnie na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie notuje się kontrakty terminowe, opcje oraz jednostki indeksowe, których wolumen obrotu wyniósł 11,3 mln sztuk, stawiając tym samym GPW na czele giełd Europy Środkowej i Wschodniej pod względem wielkości rynku instrumentów pochodnych[6].

Od momentu powstania pierwszego kontraktu terminowego opartego o instrument bazowy, jakim były produkty rolne, do dnia dzisiejszego można wyróżnić wiele instrumentów i kombinacji instrumentów podstawowych. Niewątpliwie do grupy alternatywnych instrumentów pochodnych należy zaliczyć instrumenty bazowe oparte o ekstremalne (katastroficzne) i nieekstremalne (pogodowe) czynniki pogodowe. Pojawienie się pierwszych pogodowych instrumentów pochodnych, reprezentujących szczególny typ produktu finansowego opracowany w celu zabezpieczenia przed ryzykiem niekorzystnego oddziaływania pogody na przedsiębiorstwa, datuje się na rok 1996, w którym doszło do pierwszej transakcji pomiędzy firmą Enron a Florida Power and Light[7]. Natomiast do pierwszej publicznej, a przede wszystkim ustalonej transakcji opartej o indeks temperatury Heating Degree Day doszło w 1997 roku pomiędzy firmą Enron a Koch Energy Trading[8]. Według Chicago Mercantile Exchange pogodowe instrumenty pochodne są najszybciej rozwijającym się rynkiem instrumentów pochodnych[9]. Gwałtowny wzrost rynku w sposób jednoznaczny jest związany z wystąpieniem niezwykle ciepłej zimy, będącej zintegrowaną częścią anomalii El Niño, i przypada na lata 1997/1998. Przedsiębiorstwa, szczególnie z sektora energetycznego, w obawie przed znaczącymi spadkami dochodów wynikającymi ze zmniejszonego zapotrzebowania na energię elektryczną, zdecydowały zabezpieczać się przed sezonowymi wahaniami temperatury[10]. Departament Handlu Stanów Zjednoczonych podał do wiadomości, że 33% amerykańskiej gospodarki jest zależne od warunków pogodowych. Według danych z 1999 roku, podanych przez reporterów „The New York Times", przedsiębiorstwa narażone na ryzyko pogodowe, zlokalizowane na terenie USA, generują roczne obroty finansowe w wysokości około 1 triliona USD, w Europie − 1,25 triliona USD oraz w Japonii − 700 bilionów USD[11]. Rozwój pogodowych instrumentów pochodnych na świecie

[6] *Rocznik giełdowy 2013. Dane statystyczne za rok 2012*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2013, s. 15−18.

[7] H. German, M.P. Leonardi, *Alternative Approaches to Weather Derivatives Pricing*, "Managerial Finance" 2005, No. 31, s. 45–71.

[8] J. Preś, *Financial Derivatives in Weather Risk Management*, „Folia Oeconomica Stetinensia" 2005, nr 3–4, s. 19–28.

[9] P.L Brockett, M. Wang, Ch. Yang, *Weather Derivatives and Weather Risk Management*, "Risk Management and Insurance Review" 2005, No. 8, s. 127–140.

[10] G. Considine, *Introduction to Weather Derivatives*, www.cmegroup.com (data dostępu: 01.10.2014).

[11] P.L Brockett, M. Wang, Ch. Yang, *op. cit*., s. 127–135.

doprowadził do wyznaczenia podstawowych zmiennych mających zarówno bezpośredni wpływ na przedsiębiorstwo, jak i pośredni − przez oddziaływanie na otoczenie firmy. Wyróżnia się cztery zmienne wartości pogody, będące jednocześnie miernikami aktualnej pogody oraz podstawą do tworzenia indeksów, na które ustala się kontrakty. Są nimi temperatura, prędkość wiatru, opady śniegu oraz opady deszczu. W latach od 1997 do 2002 zawarto około 8 758 kontraktów pogodowych[12]. Obecnie około 95% kontraktów finansowych zawieranych w celu zmniejszenia ryzyka pogodowego jest tworzone w oparciu o indeks temperatury powietrza. W obliczu zachodzących zmian klimatu, a w związku z tym zmieniającej się wrażliwości przedsiębiorstw na determinanty pogodowe, można przypuszczać, że pogodowe instrumenty pochodne będą miały coraz większe znaczenie we współczesnej gospodarce.

2. Reguła przekory

Reakcje chemiczne dążą do stanu równowagi, w którym ilość substratów produktów jest zrównoważona, a także momentu, który nie przejawia skłonności do wypadkowej zmiany układu[13]. W 1884 roku francuski chemik Henri Louis Le Chatelier oraz niemiecki fizyk Karl Ferdinand Braun sformułowali równolegle regułę pozwalającą przewidzieć zmiany wynikające z zachwiania równowagi reakcji chemicznych. Wówczas tę zależność nazwano mianem reguły przekory, reguły Le Chateliera-Brauna. Badając układ złożony z CO, O_2 i CO_2, będący w stanie równowagi chemicznej, do którego po pewnym czasie doprowadzono dodatkową ilość ciepła, można zaobserwować wzrost temperatury tego układu.

$$CO + \frac{1}{2}O_2 = CO_2$$

Czynnik działający na układ, w tym przypadku jest to dostarczone do układu ciepło, powoduje przesunięcie równowagi chemicznej w prawo, czyli w stronę rozpadu CO_2. Rozpatrywany przypadek opisuje reakcję egzotermiczną, której przeciwnością jest proces endotermiczny, pochłaniający ciepło dostarczone do układu. Końcowy bilans temperatury układu jest mniejszy w porównaniu do procesu jednokierunkowego. Podobną zależność można zaobserwować podczas sprężania gazu będącego w stanie równowagi − zmniejszenie objętości wywołuje reakcję ograniczającą działanie czynnika zaburzającego. W obu przypadkach układ reaguje na sposób częściowej

[12] *Ibidem*, s. 136–140.
[13] P.W. Atkins, *Chemia fizyczna*, PWN, Warszawa 2001, s. 201.

kompensacji czynnika zmieniającego stan równowagi. Powyższe rozważania można sprowadzić do twierdzenia będącego opisem reguły przekory. Jeżeli na układ będący w stanie równowagi zadziała jakiś czynnik zewnętrzny, który zaburzy równowagę układu, to układ zadziała w sposób zmierzający do zminimalizowania skutków działania tego czynnika i powrotu pierwotnego lub ustalenia nowego stanu równowagi[14].

Przez analogię regułę przekory opisującą zjawiska fizyko-chemiczne bezsprzecznie można przenieść na płaszczyznę zarządzania przedsiębiorstwem dzięki delikatnej modyfikacji twierdzenia Le Chateliera i Brauna. Jako pierwszy regułę przekory w ekonomii zastosował Paul Samuelson w kontekście teorii handlu i jej wpływu na funkcjonowanie przedsiębiorstw[15]. Organizacje, chcąc prowadzić działalność na globalnym rynku, muszą cechować się dużą konkurencyjnością, a poziom konkurencyjności determinowany jest przez stopień innowacyjności oraz stan finansów firmy. Implementacja reguły Le Chateliera i Brauna prowadzi do zmniejszenia strat finansowych wywołanych na rynku dzięki reakcji organizacji poprzez odpowiednie podejście do innowacji[16]. Na poziom konkurencyjności przedsiębiorstwa na rynku wpływ ma również równowaga finansowa będąca odbiciem kosztów finansowych i określająca strukturalne warunki ich płynności. Analogicznie do równowagi chemicznej, przedsiębiorstwom podczas dążenia do równowagi towarzyszą warunki brzegowe określające mechanizm procesu. Badając równowagę finansową od strony kapitałowej, stan równowagi można zdefiniować jako tożsame wartości zapotrzebowania na kapitał w stosunku do posiadanego kapitału obrotowego. W praktyce gospodarczej zależność związana z całkowitą równowagą środków finansowych do zobowiązań jest rzadko spotykana w przeciwieństwie do sytuacji wywołujących fluktuacje wewnątrz przedsiębiorstwa, to znaczy niedoboru lub nadmiaru kapitału. W przypadku przedsiębiorstwa chemicznego zajmującego się produkcją nawozów sztucznych nadmiar, niedobór lub równowaga kapitału są determinowane przez liczbę partii sprzedanych nawozów, których sprzedaż w znacznej mierze jest uzależniona od aktualnej i prognozowanej sytuacji meteorologicznej. Zmiany klimatu w sposób bezpośredni, np. zjawiska określane mianem katastrof niszczących infrastrukturę przemysłową, przynoszą straty z tytułu wyhamowania lub całkowitego zatrzymania zdolności wytwórczych zakładu. Natomiast w sposób pośredni długotrwałe, skrajnie niskie i wysokie wartości temperatury, a także opady deszczu niszczą plony rolne, zmniejszając tym samym popyt rynku

[14] K. Pigoń, Z. Ruziewicz, *Chemia fizyczna 1*, PWN, Warszawa 2009, s. 60.

[15] U. Kreickemeier, *The La Chatelier Principle in the Theory of International Trade*, "Journal of Economics" 2006, No. 3, s. 245−246.

[16] J.P. Chavas, *La Chatelier Principle and the Effects of Trade Policy under Induced Innovation*, "Theoretical Economics Letters" 2012, No. 2, s. 239−251.

na nawozy sztuczne. Dlatego niezwykle ważne dla przedsiębiorstw agrochemicznych staje się zabezpieczenie przed negatywnymi skutkami oddziaływania pogody, czyli tylko takimi, które z perspektywy organizacji mogą przynieść straty finansowe. W analogiczny sposób, jak w przypadku polityki handlowej, innowacyjne podejście pozwala zwiększyć przewagę konkurencyjną przedsiębiorstwa i tym samym zachować zrównoważony rozwój. W momencie wystąpienia niekorzystnej sytuacji pogodowej, na którą narażone są firmy agrochemiczne, innowacyjne, nowoczesne instrumenty finansowe mogą stanowić odpowiedź przedsiębiorstw na czynniki pogodowe.

Jeżeli na przedsiębiorstwo będące w stanie względnej równowagi finansowej zadziała jakiś czynnik pogodowy, który przez swoje działanie zaburzy równowagę finansową przedsiębiorstwa, to przedsiębiorstwo powinno zadziałać w sposób zmierzający do zminimalizowania teraz i w przyszłości skutków działania tego czynnika i powrotu do pierwotnego lub ustalenia nowego stanu względnej równowagi finansowej. Zaprezentowane przekształcenie reguły przekory nie dotyczy jedynie przedsiębiorstw agrochemicznych oraz ryzyka pogodowego, ale dzięki odpowiednim modyfikacjom może być przenoszone na płaszczyznę praktycznie każdego podmiotu gospodarczego, który jest narażony na ryzyko związane z utratą równowagi finansowej.

3. Zarządzanie ryzykiem pogodowym na przykładzie przedsiębiorstwa agrochemicznego

Postępujące przeobrażenia klimatu wpływają na obecny obraz naszego otoczenia nie tylko zmieniają aspekt wizualnego obcowania z przyrodą, ale także determinują rodzaj infrastruktury przemysłowej na danym obszarze. Przy równoczesnym wzroście długości i poziomu życia populacji ludności na świecie, a więc konieczności zagwarantowania produktów rolnych, coraz większą rolę w przemyśle chemicznym odgrywa wielkotonażowy sektor nawozów sztucznych. Jednak mimo wielu zabiegów wzmacniających i ochraniających sytuację przedsiębiorstw agrochemicznych, z uwagi na ich specyfikę produkcji związaną z cyklicznym, okresowym zapotrzebowaniem na określone grupy nawozów sztucznych, nie można w sposób naturalny wyeliminować zagrożenia wystąpienia zarówno jednostkowych, jak i długotrwałych anomalii pogodowych. Przedłużające się okresy niskich temperatur powietrza, susze, długotrwałe opady deszczu oraz huraganowe wiatry powodują jakościową i ilościową degradację plonów rolnych. Charakterystyczną cechą tych zjawisk jest ich rozległy obszar oddziaływania, dlatego często nazywane są klęskami żywiołowymi. Takie zjawiska w sposób znaczący wpływają na płynność finansową przedsiębiorstw przez diametralne obniżenie popytu na

nawozy sztuczne, które ze względu na swoją specyfikę mogą być stosowane tylko w określonych stadiach rozwoju rośliny. Dlatego w dobie dynamicznych zmian klimatu niezwykle ważne staje się zmniejszenie ryzyka niekorzystnego wpływu warunków pogodowych na kondycję finansową przedsiębiorstwa. Należy dodać, że takie zjawiska, jak susza lub powodzie, niezwykle trudno przewidzieć kilka miesięcy przed ich wystąpieniem, dlatego przekorne działanie przedsiębiorstwa w stosunku do aktualnych długoterminowych prognoz jest racjonalnym zachowaniem. Wobec charakteru zjawiska niezbędne jest określenie waloru bazowego, na który zostanie zawarta transakcja. Wartość bazową stanowią indeksy meteorologiczne, do których zalicza się HDD (*Heating Degree Day*), CDD (*Cooling Degree Day*), WSI (*Wind Speed Index*), SFI (*Snowfall Index*), RFI (*Rainfall Index*), CRD (*Critical Rainfall Day*), CSD (*Critical Snowfall Day*)[17]. Najczęściej instrumenty pochodne są oparte o indeksy temperaturowe, z rozgraniczeniem na dwa okresy czasowe. Podział jest wynikiem rozgraniczenia w punkcie 65˚F, co stanowi 18,33˚C w zaokrągleniu do 18˚C. W okresie od kwietnia do października stosuje się indeks CDD, natomiast od października do kwietnia − HDD[18].

$$T_{dzienna} = \frac{T_{max} - T_{min}}{2} \rightarrow [^{\circ}\mathrm{C}] \quad DD = T_{dzienna} - T_{bazowa} \rightarrow [^{\circ}\mathrm{C}]$$
$$T_{bazowa} = 18\ [^{\circ}\mathrm{C}],\ T_{dzienna} \geq 18\ [^{\circ}\mathrm{C}],\ T_{dzienna} \leq 18\ [^{\circ}\mathrm{C}]$$

Różnica między wartością podstawową indeksu HDD oraz CDD a granicznym wychyleniem temperatury standardowo jest przeliczana na podstawie związku 1˚C = 20 USD[19]. Dla przedsiębiorstwa wytwarzającego nawozy sztuczne oraz działającego na terenie Polski uzasadnionym rozwiązaniem, ze względu na sezonowy charakter zapotrzebowania na produkty wspomagające rozwój roślin, wydaje się zabezpieczenie przed niekorzystnymi warunkami pogody w okresie od marca do października. Przykładowo, jeżeli przedsiębiorstwo na podstawie danych historycznych oraz informacji uzyskanych z instytutu meteorologii uzna, że miesiące: kwiecień, maj, czerwiec, lipiec oraz sierpień − będą miesiącami ciepłymi, co bezpośrednio przełoży się na zyski ze sprzedaży nawozów, ale jednocześnie chce się zabezpieczyć przed wystąpieniem przymrozków, po określeniu wartości bazowej oraz wolumenu, który należy zabezpieczyć, może wystawić kontrakt na opcję typu *call* opartą o indeks CDD. Jeśli miesiące zgodnie z prognozą będą miesiącami ciepłymi,

[17] J. Preś, *op. cit.*, s. 23.

[18] M. Mraoua, D. Bari, *Temperature Stochastic Modeling and Weather Derivatives Pricing: Empirical Study with Moroccan Data*, "African Journals Online" 2007, www.ajol.info (data dostępu: 01.10.2014).

[19] A. Szopa, *op. cit.*, s. 110−111.

firma będzie miała wystarczająco duże przychody, aby wypłacić pieniądze nabywcy opcji przy równoczesnym utrzymaniu płynności finansowej. Natomiast w przeciwnym wypadku przedsiębiorstwo będzie mogło zatrzymać premię z tytułu sprzedaży opcji.

Tabela 1. Kalkulacja indeksu CDD

Miesiąc	**IV**	**V**	**VI**	**VII**	**VIII**
Średnia wartość temperatury [°C]	7,8	14,6	17,5	19,2	18,7
Temperatura bazowa [°C]	18				
Wartość CDD	-10,2	-4,4	-0,5	1,2	0,7
Sumaryczna wartość CDD	-10,2	-14,6	-15,1	-13,9	-13,2

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: „Biuletyn Statystyczny GUS" 2013.

Tabela 1 oddaje istotę reguły przekory na płaszczyźnie nowoczesnych instrumentów finansowych. W wyniku wystąpienia spadku średniej temperatury dla danych miesięcy, przedsiębiorstwo poniosłoby straty z tytułu wyhamowania sprzedaży poszczególnych produktów. Jednak wystawienie kontraktu na opcje, a tym samym działanie przekorne w stosunku do prognoz, umożliwiło zminimalizowanie skutków zmiany temperatury i powrót do pierwotnego lub ustalenie nowego stanu równowagi finansowej. Należy dodać, że wykorzystanie instrumentów transferu ryzyka pogodowego stanowi uzupełnienie koncepcji maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa. Przedsiębiorstwo, które nie może zagwarantować swoim właścicielom rekompensaty, ze względu na działanie czynników pogodowych, jest narażone na odpływ kapitału i tym samym zmniejszenie swojej wartości rynkowej. W tym przypadku wystawienie odpowiedniego kontraktu daje możliwość utrzymania dobrej kondycji finansowej przedsiębiorstwa oraz ograniczenie spadku wartości firmy.

Zakończenie

Opracowanie ukazuje nowe spojrzenie na możliwość zastosowania jednej z podstawowych reguł fizyko-chemicznych − reguły przekory, na płaszczyźnie zarządzania ryzykiem finansowym. W kontekście ochrony finansów przedsiębiorstw przed wpływem czynników pogodowych, przez zajmowanie pozycji odwrotnej, przekornej do długoterminowych prognoz pogody, z wykorzystaniem instrumentów pochodnych. Dodatkowo w opracowaniu przybliżono genezę powstawania pogodowych instrumentów pochodnych. Przemysł

chemiczny, a szczególnie segment agrochemiczny, coraz wyraźniej zaznacza swoją pozycję w gospodarce. Wynika to z dużej chłonności rynku oraz stosunkowo prostych technologii produkcji. Mimo to przedsiębiorstwa zajmujące się produkcją nawozów sztucznych są narażone na fluktuacje rynku nawozów sztucznych spowodowane trudnymi do przewidzenia, długotrwałymi lub krótkotrwałymi czynnikami pogodowymi o odpowiedniej intensywności. Dlatego niezwykle ważne jest, aby firmy agrochemiczne w ramach swojej strategii rozwoju mogły minimalizować wpływ ryzyka pogodowego na swoją działalność dzięki implementacji instrumentów transferu ryzyka pogodowego w myśl reguły przekory.

Bibliografia

Atkins P.W., *Chemia fizyczna*, PWN, Warszawa 2001.

Brockett P.L., Wang M., Yang Ch., *Weather Derivatives and Weather Risk Management*, "Risk Management and Insurance Review" 2005, No. 8.

Chavas J.P., *La Chatelier Principle and the Effects of Trade Policy under Induced Innovation*, "Theoretical Economics Letters" 2012, No. 2.

Considine G., *Introduction to Weather Derivatives*, www.cmegroup.com (data dostępu: 01.10.2014).

Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, PWN, Warszawa 2012.

German H., Leonardi M.P., *Alternative Approaches to Weather Derivatives Pricing*, "Managerial Finance" 2005, No. 31.

Kreickemeier U., *The La Chatelier Principle in the Theory of International Trade*, "Journal of Economics" 2006, No. 3.

Łaganowski A., *Instrumenty pochodne*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2005.

Mraoua M., Bari D., *Temperature Stochastic Modeling and Weather Derivatives Pricing: Empirical Study with Moroccan Data*, "African Journals Online" 2007, www.ajol.info (data dostępu: 01.10.2014).

Olszewski K., Kicińska B., *Czy w Polsce notujemy wzrost temperatury i inne przejawy ocieplenia klimatu?*, wykład wygłoszony na Akademickim Forum: „Między Bali a Poznaniem. Polska wobec zmian klimatu: nauka – gospodarka – polityka – społeczeństwo", www.ekoedu.uw.edu.pl (data dostępu: 01.10.2014).

Pigoń K., Ruziewicz Z., *Chemia fizyczna 1*, PWN, Warszawa 2009.

Preś J., *Financial Derivatives in Weather Risk Management*, „Folia Oeconomica Stetinensia" 2005, nr 3–4.

Rocznik giełdowy 2013. *Dane statystyczne za rok 2012*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2013.

Szopa A., *Podstawy inżynierii finansowej*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2012.

Wojciechowski J., *Rynek giełdowych finansowych instrumentów pochodnych w Polsce. Rys historyczny, stan obecny i perspektywy*, www.kapital.edu.pl (data dostępu: 01.10.2014).

Summary

The La Chatelier Principle – the Response of Agrochemical Companies at Risk of Losing Financial Balance Due to Unfavurable Weather Conditions

The Le Chatelier and Braun principle is considered to be the basic principle valid for the phase equilibrium, which shows the dependence of the equilibrium position on temperature and pressure. This article attempts to transfer this principle into the area of the agrochemical enterprise, as the possibility of minimizing the impact of weather on the stability of the organization. Enterprises are forced by the contemporary market to increase their competitiveness against other companies. The selection of a strategy determines the competitive advantage of enterprises. Strategic decisions are often related to the improvement of the quality of goods or services offered to consumers, as well as increasing the company's innovation, which implies large financial expenditure. Therefore, it is necessary to protect companies against the weather conditions affecting the finances of the company. The aim of the paper is to show the possibility of a practical application of Le Chatelier and Braun principle to financial risk management by businesses exposed to the weather risk.

Keywords: the La Chatelier principle, chemical equilibrium, financial balance, weather risk, financial instruments

Rozdział

17

Justyna Kulikowska

Uniwersytet w Białymstoku

Potrzeba dopasowania systemu controllingu do specyfiki społeczeństwa

Streszczenie

Controlling nie jest jednolity w obrębie całego świata. W poszczególnych państwach przybiera różne formy w zależności od potrzeb. Zauważalne jest, że dostosowuje się do specyficznych cech danego narodu. Polskie przedsiębiorstwa mogły sięgnąć po techniki controllingowe dopiero po urynkowieniu gospodarki. Wówczas podjęto próby prostej imitacji zachodnich rozwiązań. Jednak zauważalne jest, że proces ten postępuje bardzo słabo i w ograniczony sposób. Aby przezwyciężyć opory przy wdrażaniu systemu controllingu w polskich przedsiębiorstwach, należy opracować rodzimą odmianę tego systemu, pasującą do specyfiki społeczeństwa. Dostosowanie systemu controllingu do potrzeb lokalnego narodu warunkuje pełne wykorzystanie jego możliwości. Od tego z kolei uzależnione jest bycie najlepszym lub przetrwanie przedsiębiorstw na współczesnym, wysoce konkurencyjnym rynku. W opracowaniu zastosowano metodę obserwacyjną badań naukowych oraz metodę analizy i krytyki piśmiennictwa.

Słowa kluczowe: odmiany controllingu, zarządzanie, naród polski

Wstęp

Istotą controllingu jest poprawa funkcjonowania organizacji przez tworzenie i dostarczanie informacji. Chodzi o monitoring podstawowych procesów biznesowych przedsiębiorstwa oraz czynników decydujących o jego sukcesach lub niepowodzeniu. Na podstawie wydarzeń historycznych przedsiębiorstwo wyciąga wnioski i wdraża działania zapobiegawcze dla wydarzeń negatywnych lub indukujące dla wydarzeń pozytywnych. We współczesnym, bardzo turbulentnym i nieustannie zmieniającym się otoczeniu trudno sobie wyobrazić, aby na bardzo konkurencyjnym rynku miało szansę funkcjonować przedsiębiorstwo niestosujące w praktyce tego systemu. Tymczasem w Polsce zauważalny jest bardzo duży opór w jego wdrażaniu i jednocześnie jego słaby rozwój.

System controllingowy powinien być dopasowany do wymogów konkretnego przedsiębiorstwa. Zróżnicowanie organizacji pod względem dojrzałości, struktury, narzędzi i kultury organizacyjnej wymaga indywidualnego podejścia. Odmiennością cechują się również społeczeństwa poszczególnych krajów. Zauważalne jest, że controlling w przedsiębiorstwach poszczególnych państw na świecie dostosował się do specyfiki lokalnej ludności. Badania pokazują, że cała Europa jest bardzo zróżnicowana społecznościowo i kulturalnie, co negatywnie rzutuje na koncepcję Unii Europejskiej i integracji państw Europy. Poddaje się krytyce, czy uda się stworzyć Stany Zjednoczone Europy na wzór USA, gdzie także problemem jest silna odrębność Kanady i francuskojęzycznego Quebecu[1]. Jednak Europa jest dużo bardziej zróżnicowana etnicznie, językowo, religijnie i kulturowo od Ameryki Północnej[2]. W miarę postępujących w różnych regionach świata procesów integracyjnych i coraz dalej idącej globalizacji życia, nie unikniemy przenikania do wszystkich organizacji jednolitego ładu korporacyjnego, ale musi minąć kilka pokoleń i muszą wyrównać się dysproporcje ekonomiczne pomiędzy poszczególnymi rejonami.

Celem niniejszego opracowania jest zasygnalizowanie konieczności skonstruowania polskiej odmiany systemu controllingu, możliwego do wdrożenia w rodzimych organizacjach. Wszystkie kraje na świecie, w zależności od wewnętrznych uwarunkowań, przyjęły wzorzec systemu charakterystyczny dla własnego społeczeństwa. Niniejsze opracowanie pokazuje, jak poważne konsekwencje dla współczesnej polskiej przedsiębiorczości i obywateli przyniosła gospodarka centralnie planowana. Powielanie zagranicznych wzorców systemów zarządzania nie ma szans na powodzenie we wdrożeniu. Można postawić tezę, że dostosowanie systemu controllingu do specyfiki lokalnego narodu warunkuje pełne wykorzystanie jego możliwości. Zastosowano metodę obserwacyjną badań naukowych oraz metodę analizy i krytyki piśmiennictwa.

1. Specyficzne uwarunkowania rozwoju przedsiębiorstw w Polsce

Datą, od której należy zacząć rozważania na temat rozwoju przedsiębiorstw w Polsce jest 1 stycznia 1989 roku. Od tego momentu zaczęła obowiązywać uchwalona przez Sejm 23 grudnia 1988 roku ustawa o działalności gospodarczej[3], opracowana przez ówczesnego ministra przemysłu Mieczy-

[1] *Quebeck znów wraca do rozmów o niepodległości*, www.stefczyk.info/wiadomosci/swiat/quebec-znow-wraca-do-rozmow-o-niepodleglosci,5273801917 (data dostępu: 02.10.2014).

[2] L. Kasprzyk, *Aspekty społeczne i kulturalne integracji europejskiej*, [w:] W. Jarmołowicz (red.), *Pokolenia, kultura, polityka*, Wyd. Dom Wydawniczy ELIPSA, Warszawa 1999, s. 198.

[3] Ustawa z dnia 23 grudnia 1988 roku o działalności gospodarczej (Dz.U. z 1988 r., nr 41, poz. 324).

sława Wilczka przy wsparciu premiera Mieczysława Rakowskiego[4]. Umożliwiła ona przedsiębiorczym Polakom spróbowanie swoich sił w oficjalnej działalności gospodarczej. Od tego momentu o gospodarce zaczął decydować rynek. Znajdujące się pod szczególną ochroną państwowe molochy przestały pasować do zmienionego otoczenia. Z Zachodu stopniowo zaczęły napływać na nasz rynek korporacje międzynarodowe, odznaczające się rozwiniętą i uporządkowaną organizacją pracy.

Upadek systemu komunistycznego w Polsce stworzył miejsce na nowy ład społeczno-gospodarczy. Społeczeństwo jednak nie było przygotowane na te zmiany ani psychologicznie, ani koncepcyjnie. Mimo wielkiej tęsknoty Polaków do zachodniego poziomu życia i tamtejszych rozwiązań instytucjonalnych, a także świadomości potrzeby reformy, brak przygotowania oraz piętno, jakie odcisnęła na mentalności wszystkich obywateli gospodarka planowana spowodowały, że zasady prowadzenia biznesu odpowiadające liberalnej koncepcji gospodarki rynkowej nie od razu wkomponowały się w politykę nowo powstałych przedsiębiorców.

Zmiany systemowe nie były możliwe do przeprowadzenia ze względu na nieefektywne i przestarzałe struktury gospodarki, próżnię instytucjonalną, niekorzystne nawarstwienia w świadomości i psychice ludzi oraz brak wiedzy odpowiadającej nowym warunkom[5]. W tym czasie dało się odczuć brak wypracowanych wzorcowych zachowań. Imitacja zachodnich rozwiązań nie była łatwa ze względu na ich mnogość. Chociażby popularne na świecie systemy zarządzania jakością: amerykański Six sigma[6] czy japoński Kaizen[7]. Głównym celem stało się doganianie bogatszych zasobnością portfela, a nie poziomem wiedzy i świadomości biznesowej.

W latach 1950−1989 m.in. znaczna ilość cen, a przede wszystkim te dotyczące środków produkcji, była ustalana przez państwo na poziomie niższym niż koszty własne produkcji. Oprócz administracyjnego sposobu ustalania cen maksymalnych, dodatkowo obowiązywało miękkie finansowanie przedsiębiorstw. Chodziło o centralne rozdzielnictwo środków według odgórnie ustalonych priorytetów. Skutkiem takiej polityki stały się głębokie dysproporcje gospodarcze i powszechne niedobory. W tak zarządzanym państwie niemożliwe było ustalenie faktycznych kosztów wytwarzania ani poziomu osiąganych zysków lub strat[8].

[4] S. Węglewski, *Reformy gospodarcze w Polsce 1988−2009*, www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/makroekonomia/reformy-gospodarcze-w-polsce-2/ (data dostępu: 04.11.2014).

[5] L. Jakubów, *Zewnętrzne społeczne uwarunkowania rozwoju przedsiębiorstw w Polsce*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego, Wrocław 2000, s. 168.

[6] G. Eckes, *Rewolucja Six sigma. Jak General Electric i inne przedsiębiorstwa zmieniły proces w zyski*, Wyd. MT Biznes, Warszawa 2010, s. 25.

[7] M. Imai, *Kaizen. Klucz do konkurencyjnego sukcesu Japonii*, Wyd. Kaizen Institute Polska, MT Biznes, Warszawa 2007, s. 30.

[8] M. Nasiłowski, *System rynkowy. Podstawy mikro- i makroekonomii*, Wyd. Key Text, Warszawa 2011, s. 74.

Dokonane po upadku systemu komunistycznego przemiany systemowe całkowicie zmieniły charakter i strukturę gospodarki naszego kraju. Nastąpiły głębokie zmiany strukturalne bądź likwidacja wielu przedsiębiorstw. Natomiast urynkowieniu gospodarki, oprócz zmian politycznych i prawnych, potrzebne są również szybkie zmiany kulturowe, moralne i psychologiczne, a te nie są możliwe do osiągnięcia w sposób skokowy. Przebudowa świadomości społecznej jest procesem długotrwałym i nie jest możliwa w stosunku do wszystkich jej członków. Badania dowodzą, że dominujący typ kultury w Polsce, rozporządzając pewnym zasobem doświadczeń i przyzwyczajeń, ogranicza wprowadzenie nowych rozwiązań systemowych. Nowoczesna cywilizacja dociera do Polski w postaci przedmiotów, za którymi nie podąża nowoczesna świadomość. Społeczeństwo polskie nabyło w czasach socjalizmu pewne cechy mentalne, które obecnie są przeszkodą na drodze rozwoju w warunkach rynkowych[9].

Polscy przedsiębiorcy cechują się wielkim przywiązaniem do swojego kraju i bardzo niechętnie sięgają po zagraniczne rozwiązania zarządzania organizacjami. Pamiętniki zaliczają się do podstawowego zestawu źródeł historycznych. Ta forma zapisu jest wykorzystywana do badania rozmaitych zdarzeń minionych okresów. Jako formę pamiętnika można potraktować opracowanie Wojciecha Jarmołowicza *Liderzy podlaskiej gospodarki*[10], w którym wyróżniający się w dziedzinie przedsiębiorczości właściciele firm opowiadają o swojej drodze do sukcesu w postaci osadzenia na rynku świetnie prosperującej organizacji. Właściciel spółki SaMASZ, będącej producentem maszyn rolniczych, potwierdza specyfikę lat 80. Wbrew niesprzyjającym warunkom usiłował rozpocząć produkcję pod własnym szyldem: „Wszystkiego brakowało… Wtedy «rzucali» materiał – trzeba było mieć niesamowite szczęście albo dobre układy, by go dostawać… jeździłem, zostawiałem kawę, jakieś drobne upominki… Słowem – korupcja kwitła”[11]. W niniejszym opracowaniu będą przywołane również wspomnienia początków działalności innych właścicieli prężnie działających przedsiębiorstw. Wszyscy podkreślają brak fachowego przygotowania i stosownego wykształcenia służącego zarządzaniu potężnymi organizacjami. Niestety, w podejściu do układania ich firm króluje intuicyjność.

Jak pokazuje praktyka, poleganie na własnych przeczuciach i tzw. ręczne sterowanie przedsiębiorstwem jest w stanie przynieść nadwyżkę. Jednak efektywność takiego sposobu uzyskania korzyści jest nieprzewidywalna. W krótkiej perspektywie taka forma zarządzania jest akceptowalna. W dłuż-

[9] L. Jakubów, *op. cit*., s. 182.

[10] Wojciech Jarmołowicz – dziennikarz zajmujący się tematyką szeroko pojętej podlaskiej gospodarki, kierownik działu znanych podlaskich magazynów: „Kurier Poranny” oraz „Gazeta Wyborcza”.

[11] W. Jarmołowicz, *Liderzy podlaskiej gospodarki*, Wyd. Agencja Reklamowa Admis, Białystok 2013, s. 67.

szej perspektywie należy uwzględnić aspekt globalizacji, z którym wiąże się konieczność funkcjonowania przedsiębiorstw w otoczeniu korporacji transnarodowych[12], zapewniających podaż produktów o wysokiej jakości w bardzo konkurencyjnych cenach, możliwych do osiągnięcia dzięki efektywnemu zarządzaniu wspieranemu m.in. narzędziami controllingu. Trwa proces silnego umiędzynarodowiania działalności gospodarczej. Nie można zamykać się w wyizolowanym obszarze i odcinać się od „reszty świata", pielęgnując lokalne tradycje. Globalizacja oznacza konieczność podjęcia walki konkurencyjnej na arenie co najmniej Unii Europejskiej, a najlepiej całego świata.

W okresie transformacji polskiej gospodarki mieliśmy do czynienia z dużą chłonnością rynku. Praktycznie w każdym obszarze działalności występowała luka, którą mógł wypełnić każdy, bez względu na posiadane umiejętności i kwalifikacje. Rynek usług i krajowych produktów przeżywał rozkwit. Na przykład handel w nieskrępowany sposób prosperował na łóżkach polowych i nie spotykało się to z brakiem akceptacji wśród klientów. W dniu dzisiejszym, po ponad 25 latach od wprowadzenia zmian ustrojowych, konieczna jest znacząca zmiana sposobu prowadzenia biznesu. Oczekiwania klientów zwróciły się w kierunku zachodnich standardów. Skończył się czas konkurowania ceną i ilością, a nastał czas rywalizacji jakością i nowością.

2. Dostosowywanie systemu controllingu do specyfiki społeczeństwa

Wszystkie kraje świata, ze względu na odmienne uwarunkowania historyczne, cechuje określona specyfika. Polska nie pozostaje w tej kwestii wyjątkiem. Społeczeństwa funkcjonujące na różnych obszarach posiadają indywidualne cechy. Warto zwrócić uwagę, że controlling na świecie również nie rozwija się jednolicie. Adoptowany jest w poszczególnych regionach w ogólnym zarysie, po czym z biegiem czasu dostosowuje się go do specyfiki lokalnej ludności. Stąd znane są różne odmiany controllingu.

Kontekst kultury przewija się nie tylko w życiu prywatnym, ale również w stosunkach gospodarczych i prowadzonej działalności biznesowej. D. Matsumoto i L. Juang definiują kulturę jako „dynamiczny zestaw reguł jawnych i ukrytych, ustanawianych przez grupy i mających zapewnić im przetrwanie, dotyczących wartości, przekonań, norm i zachowań podzielanych przez grupę, lecz w różnym stopniu uznawanych przez poszczególne jednostki w ramach grupy, przekazywanych z pokolenia na pokolenie, stosunkowo trwałych,

[12] H. Wnorowski, *Małe i średnie przedsiębiorstwa – ich rola w gospodarce oraz czynniki rozwoju*, [w:] H. Wnorowski, A. Letkiewicz (red.), *Praktyczne problemy przedsiębiorczości*, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2001, s. 25.

lecz mogących się zmieniać z upływem czasu”[13]. Temat psychologii międzynarodowej najobszerniej opracował Geert Hofstede, który dzięki swoim badaniom udowodnił, że pewne wzorce myślenia, zachowania i odczuwania są charakterystyczne dla przedstawicieli konkretnych narodów[14]. Za nim wartościowe przemyślenia w dziedzinie wpływu różnic kulturowych na kształt ekonomii i zarządzania w poszczególnych krajach opublikowali również naukowcy Y. Kim i Y.S. Kim[15], czy J. Goodwin i D. Goodwin[16]. Przeprowadzono szereg badań na różnych obszarach, podczas których sklasyfikowano kultury według różnych wymiarów. W efekcie powstało wiele typologii kulturowych. Według Trompenaarsa społeczeństwa możemy podzielić na uniwersalistyczne lub partykularne, indywidualne i kolektywne, neutralne lub emocjonalne. Zauważalne jest ich rozproszenie lub specyficzność. Opinia o poszczególnych narodach opiera się na osiągnięciach lub przypisanym statusie. Zauważył on też, że różne zbiorowiska ludzi cechuje zróżnicowane postrzeganie czasu, a także odmienna postawa wobec środowiska[17]. Poszczególne kultury wykazują różnice w zakresie akceptacji kontaktu fizycznego[18]. Nastawienie do działań w biznesie także zależy od podejścia populacji i może być protransakcyjne, umiarkowanie protransakcyjne lub partnerskie[19].

W ślad za zróżnicowaniem społeczeństw różnych narodów zmianie uległ system controllingu w różnych regionach świata. W Stanach Zjednoczonych controllerem jest nazywana osoba stojąca na czele działu finansów i rachunkowości. Odpowiada ona za rachunkowość finansową, rachunkowość kosztów, sprawozdawczość, budżetowanie, rachunkowość podatkową i wewnętrzną rewizję. Bardzo przypomina więc stanowisko głównego księgowego w Polsce[20]. W USA controlling jest odpowiedzialny za proces pomiaru i monitorowania aktualnych wyników w oparciu o wcześniej założone cele lub standardy. Swoim kształtem nie różni się wiele od kontroli. W latach 80. XX wieku nastąpił pewien przełom. Dostrzeżono zbytnie skupienie się na obserwowaniu re-

[13] D. Matsumoto, L. Juang, *Psychologia międzykulturowa*, Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk 2004, s. 26.

[14] G. Hofstede, *Kultury i organizacje*, PWE, Warszawa 2000.

[15] Y. Kim, S.Y. Kim, *The Influence of Cultural Values on Perditions of Corporate Social Responsibility: Application of Hofstede's Dimensions to Korean Public Relations Practitioners*, “Journal of Business Ethics” 2010, Vol. 91.

[16] J. Goodwin, D. Goodwin, *Ethical Judgments Across Cultures: a Comparison Between Business Students from Malaysia and New Zealand*, “Journal of Business Ethics” 1999, Vol. 18.

[17] J. Mullins, *Management and Organizational Behavior*, Prentice Hall, Parson, London 2007, s. 26−27.

[18] M. Stor, *Strategiczne międzynarodowe zarządzanie zasobami ludzkimi*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Wrocław 2011, s. 189.

[19] K. Mazur-Kaja, *Sztuka odmowy w relacjach społeczno-ekonomicznych w Chińskiej Republice Ludowej*, [w:] R. Karczewski, M. Bernat (red.), *Chiny i azjatyckie tygrysy – filozofia i etyka gospodarowania*, Politechnika Opolska, Confucius Institute, Krapkowice 2011, s. 62.

[20] M. Dobija, *Rachunkowość zarządcza i controlling*, PWN, Warszawa 1997, s. 61.

lacji wewnętrznych w przedsiębiorstwach i zupełne zlekceważenie danych finansowych oraz niefinansowych dotyczących relacji organizacji z otoczeniem zewnętrznym[21]. Dwaj pracujący w USA naukowcy, Robert S. Kaplan i David P. Norton, stworzyli instrument zarządzania strategicznego – Balanced Scorecard (Strategiczą Kartę Wyników) − umożliwiający skwantyfikowanie i analizę realizacji strategii długoterminowej firmy przez określony system mierników[22]. Uczeni skrytykowali przestarzałe metody mierzenia efektywności oparte na miernikach finansowych, w których inwestycje w kompetencje pracowników, w bazy danych, systemy informacyjne, relacje z klientami, jakość i reagowanie na potrzeby klienta oraz innowacyjność produktów i usług traktowano jako koszty bieżącej działalności. W tym układzie nie ma możliwości mierzenia ani zarządzania wartością uzyskaną dzięki aktywom niematerialnym. Tymczasem wcześniej nie zauważono, a w każdym razie nie opisano w sposób naukowy, tego zjawiska w żadnym innym kraju.

W Europie, w porównaniu do USA, pojęcie „controlling" zostało zinterpretowane w zupełnie inny sposób. Od angielskiego sformułowania „to control" oznacza „kierowanie, sterowanie"[23]. W tłumaczeniu określenie to nie jest równoznaczne z kontrolowaniem. W tej części świata szczególnie Niemcy mogą pochwalić się znacznymi sukcesami w sferze wdrażania, a przede wszystkim rozwoju controllingu. Międzynarodowe uznanie wzbudził wybitny niemiecki znawca controllingu, Hilmar J. Vollmuth, który zaprezentował ten system w ujęciu cybernetycznym[24]. W tym kształcie stanowi on zamknięty obwód, w którym poszczególne zadania, umożliwiające sprawne funkcjonowanie przedsiębiorstwa, są przypisane do konkretnych szczebli zarządzania w strukturze organizacyjnej. Kadra usytuowana najwyżej w hierarchii przedsiębiorstwa jest odpowiedzialna za wyznaczenie konkretnych celów organizacji. Zadaniem systemu jest sterowanie i poszukiwanie najkrótszej drogi do uzyskania zysku[25]. Controller ma za zadanie wyszukiwanie odpowiedniej ścieżki dla osiągnięcia wytyczonego celu przez porównanie założeń ze stanem faktycznym. Jest to możliwe do osiągnięcia przez opracowywanie programów działań oraz przekazywanie ich osobom podejmującym decyzje. Bardzo ważne w funkcjonowaniu systemu jest występowanie właśnie w tym miejscu sprzężenia zwrotnego, które umożliwia kontrolowanie postulowanych

[21] I. Sobańska, *Rachunkowość zarządcza*, [w:] I. Sobańska (red.), *Rachunek kosztów i rachunkowość zarządcza*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2003, s. 44.

[22] R.S. Kaplan, D.P. Norton, *Strategiczna karta wyników. Jak przełożyć strategię na działanie*, PWN, Warszawa 2001, s. 27.

[23] J. Jaślan, J. Stanisławski, *Słownik angielsko-polski*, Wiedza Powszechna, Warszawa 1995, s. 79.

[24] H.J. Volmuth, *Controlling. Planowanie, kontrola, kierowanie*, Agencja Wydawnicza PLACET, Warszawa 2007, s. 20.

[25] *Ibidem*.

celów i stanowi podstawę oczekiwanego rozwoju przedsiębiorstwa w przyszłości. W wielkim skrócie, niemiecki controlling charakteryzuje się zwiększonym udziałem controllerów w zarządzaniu przedsiębiorstwem, szerszym zastosowaniem kalkulacyjnych modeli inwestycyjnych oraz wprowadzeniem do analiz szerszego wachlarza wskaźników. Wynika to z wysokiej skrupulatności i sumienności, jaką odznacza się naród niemiecki[26].

Specyfika Szwecji polega na unikalnym modelu państwa, które roztacza bardzo dużą opiekę nad swoimi obywatelami. Stąd być może nakierowanie rozwoju controllingu w stronę uwypuklenia istoty wysokiej jakości kapitału ludzkiego jako czynnika warunkującego sukces przedsiębiorstw. Współcześnie, w dobie rozwoju myśli gospodarki opartej na wiedzy, problem niedowartościowania kapitału intelektualnego w bilansach przedsiębiorstw jest dostrzegany na całym świecie. Jednak pierwszym krajem, który podjął próbę opracowania metod wykonywania tych skomplikowanych obliczeń była właśnie Szwecja.

Jako pierwsza na świecie szwedzka firma informatyczna WM-data uwzględniła w sprawozdaniu finansowym posiadany przez firmę kapitał intelektualny, opisując go w informacji dodatkowej do sprawozdania. Pierwsze na świecie stanowisko dyrektora do spraw kapitału intelektualnego pojawiło się również w szwedzkiej firmie – Skandia AFS[27]. W tej firmie powstał i został wdrożony system o nazwie Skandia Intellectual Capital Navigator, służący do pomiaru wartości intelektualnej przedsiębiorstwa. Opiera się on na zupełnie nowym pojęciu kapitału, stworzonym przez „Grupę Konrada"[28]. Definicja ta zakłada jego wyjątkowy podział. Wyodrębniono kapitał ludzki, w skład którego wchodzą pracownicy wraz ze swoją wiedzą i umiejętnościami oraz kapitał strukturalny w postaci baz danych, kartotek kontrahentów, reputacji przedsiębiorstwa, czy opatentowanych rozwiązań. Wyodrębniono również kapitał kliencki, pod definicją którego kryje się lojalność klientów oraz jakość relacji z dostawcami. Model ten zakłada, że sukces przedsiębiorstwa nie zależy jedynie od posiadania tych trzech rodzajów kapitału, ale też od właściwego nimi zarządzania[29].

W każdym państwie, w którym zaistniały warunki do implementacji controllingu w przedsiębiorstwach, rozwijał się on, dostosowując się do uwarunkowań wewnętrznych danego regionu. Kolejnym przykładem jest Francja, gdzie zwrócono uwagę na możliwość tworzenia niefinansowych informacji w rachunkowości zarządczej w obszarze motywowania pracowników. W praktyce tamtejszych firm zmodyfikowano stosowany niezmiennie przez 50 lat system wynagradza-

[26] W. Czapliński, A. Galos, W. Korta, *Historia Niemiec*, Ossolineum, Wrocław 2010.

[27] L. Edvinsson, *Kapitał intelektualny*, PWN, Warszawa 2001.

[28] Powołana do pracy 12 listopada 1987 roku w Sztokholmie grupa pracująca nad rozwinięciem definicji kapitału intelektualnego, przypisująca duże znaczenie wskaźnikom pozafinansowym firmy.

[29] M. Strojny, *Zarządzanie kapitałem intelektualnym. Ogólny zarys koncepcji*, „Przegląd Organizacji" 2000, nr 7−8, s. 16.

nia Tablue de Board, wprowadzając niefinansowe mierniki wartości[30]. Francja jest obszarem, gdzie controlling rozwija się równie dynamicznie, jak w USA czy Niemczech. Inne spojrzenie na controlling prezentuje Szwajcaria, gdzie system ten ukształtował się na bazie doświadczenia controllerów i finansistów. Dostrzegalny jest jego bardzo prężny rozwój. W szwajcarskiej firmie Nestle po raz pierwszy wdrożono controlling na poziomie funkcjonalnym w marketingu[31].

Wszystkie metody i narzędzia controllingu, które ewoluowały w poszczególnych krajach, zostały częściowo zaadoptowane i wchłonięte prze inne kraje. Nie zmienia to faktu, że musiały one ulec częściowej modyfikacji i procesowi dostosowania do panujących warunków i wymogów lokalnego społeczeństwa. Stopniowy rozwój controllingu oznaczał wdrażanie w praktyce pomysłów pojedynczych pracowników lub grup pracowniczych. A to z kolei miało przełożenie na różne wymiary controllingu w poszczególnych firmach i krajach. Praktyka stymulowała rozwój teorii, przyczyniając się do powstania bogatych koncepcji naukowych. Należy zdawać sobie jednak sprawę, że dostępne i usystematyzowane koncepcje controllingu nie są możliwe do wdrożenia w każdym przedsiębiorstwie. Właściwe narzędzia muszą odpowiadać panującym warunkom wewnętrznym i zewnętrznym w danej jednostce organizacyjnej.

3. Stadium rozwoju controllingu w polskich przedsiębiorstwach

W Polsce do końca lat 80. rozwiązania controllingowe nie miały zastosowania, ponieważ ówczesny styl zarządzania ich nie potrzebował. Polskie przedsiębiorstwa zaczęły „importować" wiedzę controllingową dopiero na początku lat 90. Było to niejako spowodowane przeniesieniem „wszystkiego, co dobre" z firm zachodnich na grunt polski.

Nie sposób nie przyznać, że napływ do Polski zagranicznych korporacji międzynarodowych wymusił proces hybrydyzacji[32] polskiego przedsiębiorstwa przejętego przez zachodniego inwestora. Można jednak zaobserwować proces jednoczesnej konwergencji i dywergencji polskiej i zachodniej kultury ekonomicznej[33]. To oznacza, że dokonano część zmian, zastępując „polskie"

---

[30] I. Sobańska, *op. cit*., s. 47.

[31] J. Dobroszek, *Ewolucja controllingu w praktyce amerykańskich i europejskich przedsiębiorstw*, http://dspace.uni.lodz.pl:8080/xmlui/bitstream/handle/11089/594/101-122.pdf?sequence=1 (data dostępu: 17.11.2014).

[32] Hybrydyzacja – zamiast zastępować polskie wzorce myślenia i zachowania, w konsekwencji powinniśmy mieć do czynienia z wykształceniem hybryd, które polegają na selektywnym przejmowaniu wybranych zachodnich wzorców i wkomponowywaniu ich w polskie realia.

[33] P. Kaczmarczyk, *Hybrydyzacja. Analiza procesu restrukturyzacji polskiego przedsiębiorstwa przejętego przez zachodniego inwestora*, [w:] J. Kochanowicz, S. Mandesa, M. Maroda (red.), *Kulturowe aspekty transformacji ekonomicznej*, Instytut Spraw Publicznych, Warszawa 2007, s. 81.

na „zachodnie", korzystając z łatwości dostępu do wiedzy, gdyż międzynarodowe korporacje korzystają ze stałych, zunifikowanych i dobrze opisanych rozwiązań organizacyjnych. Mamy tutaj do czynienia ze zwykłym naśladownictwem. Nastąpiła prosta imitacja koncepcji, dokonana przez polskich menedżerów ugruntowanych w przekonaniu, że Polska − jako kraj zacofany pod względem kultury ekonomicznej − powinna naturalnie przejmować wzorce zachodniej kultury biznesowej. Nie da się jednak zaprzeczyć, że kultura ta nie jest pozytywnie postrzegana przez polskich pracowników. Z tej przyczyny rozwiązania świetnie działające na Zachodzie, w Polsce się nie sprawdzają. Wymusza to konieczność transformacji obcych rozwiązań, czy też selektywne przejmowanie pewnych wzorców.

Zachodnie modele stanowią pewien punkt wyjścia, na bazie którego są tworzone indywidualne rozwiązania specyficzne dla danego przedsiębiorstwa. W ten sposób polskie wzorce myślenia i zachowania nie są w stu procentach eliminowane, tylko częściowo modyfikowane. Wykształcają się tzw. hybrydy. Nie jest to jednak powszechny i obowiązkowy proces. Z badań przeprowadzonych przez J. Hryniewicza wynika, że 90% polskich prywatnych firm działa na zasadzie biznesowych folwarków[34]. Postawa społeczeństwa, równoważna z postawą chłopa pańszczyźnianego, ma swoje historyczne uwarunkowania. Jedyne, czego oczekują pracownicy, to spokojna, stabilna praca. Dążą do osiągnięcia indywidualnych sukcesów tylko pod warunkiem, że nie naruszą utartych hierarchii i narzuconych opinii. Demokratyczny styl kierowania organizacjami jest bardzo rzadki. Personelu nie angażuje się w pracę nad wspólnym rozwiązaniem problemu. Odcina się go również od możliwości podejmowania decyzji. Wśród kierownictwa panuje nieskrępowana władza niepodporządkowana żadnym przepisom. Podlegli pracownicy mają zakodowane bezwzględne posłuszeństwo w połączeniu z totalnym brakiem odpowiedzialności. Trudno nie poprzeć skuteczności tego podejścia przy nastawieniu na jak największą produkcję. Efektywna alokacja zasobów, czy też racjonalizacja kosztów, w takim systemie jest już niemożliwa.

W końcówce lat 90. stan typowego polskiego przedsiębiorstwa, oceniany pod kątem stopnia decentralizacji decyzji oraz zakresu wykorzystania instrumentów controllingu, był oceniany jako mało zadowalający[35]. Współcześnie sytuacja uległa znacznej poprawie, jednak w dalszym ciągu jest dostrzegalna blokada rozwoju systemu controllingu.

---

[34] J. Hryniewicz, *Piętno folwarku*, „Pomorski Przegląd Gospodarczy" 2013, nr 4 (59), s. 44−51.

[35] S. Nowosielski, *Controlling w praktyce polskich przedsiębiorstw*, Wrocław 1998, s. 99−100.

W 2013 roku na zlecenie miesięcznika „Controlling i Rachunkowość Zarządcza”[36] przeprowadzono badania narzędzi wykorzystywanych w polskich firmach do wspomagania controllingu. W projekcie wzięły udział firmy stanowiące pełen przekrój organizacji działających na rynku polskim, zarówno małe, średnie, jak i duże przedsiębiorstwa. Przebadano jednostki posiadające kapitał wyłącznie polski, wyłącznie zagraniczny oraz te z mieszaną strukturą. Z badania wynika, że w zakresie podstawowych metod controllingu, takich jak analizy budżetowe, raporty finansowe czy plany finansowe, jest on już stosowany powszechnie. Stanowi to jednak drobny wycinek controllingu. Poza tym stosuje się bardzo ograniczone narzędzia raportowania i obliczeń w postaci arkusza kalkulacyjnego i nie planuje się wdrożenia specjalistycznych narzędzi wspomagających prowadzenie controllingu.

Tabela 1. Odsetek funkcjonujących na polskim rynku przedsiębiorstw stosujących controlling w zakresie jego podstawowych metod

Obszar badań		**Budżetowanie**	**Analizy finansowe**	**Raportowanie**
Powszechność zastosowania controllingu		96%	97%	97%
Narzędzia stosowane w controllingu	Arkusz kalkulacyjny	85%	82%	77%
	System finansowo-księgowy	26%	34%	46%
	Specjalistyczny system controllingowy	18%	16%	20%
	Inne	6%	8%	14%
Plany dotyczące wdrożenia specjalistycznych narzędzi wspomagających prowadzenie controllingu		25%	26%	27%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Raport z badania „Narzędziowa sfera controllingu w Polsce”*, http://isc.infor.pl/aktualnosci,140321 (data dostępu: 13.11.2014).

Można by podsumować, że komórki controllingowe skupiają się na pracochłonnym sporządzaniu wykresów i tabelek, zamiast powierzyć tę czynność zaawansowanym systemom i zająć się rozbudową systemu controllingu

[36] Miesięcznik wydawany przez Wydawnictwo Infor, wysoko oceniany przez praktyków controllingu jako źródło wiedzy z tej dziedziny, poziom dostarczanej wiedzy porównywany jest do pozycji książkowych.

w firmie do rangi dziedziny zarządzania. Nasuwa się pytanie: dlaczego polscy przedsiębiorcy nie doceniają i nie korzystają z gotowych rozwiązań, jakie oferują zagraniczne systemy? Odpowiedź jest jednoznaczna: dostępne narzędzia nie pasują charakterem do polskich przedsiębiorstw. Wywodzą się z obcych, nieznanych kultur. Zachodnie instrumenty zarządzania przedsiębiorstwem często posiadają zapożyczone nazwy nieprzetłumaczalne na język polski. Hasło „controlling" w Polsce posiada tyle znaczeń, ile organizacji podjęło się jego wdrożenia[37]. Polscy przedsiębiorcy są dumni z faktu, że mimo zawieruch politycznych i wszelkich innych niesprzyjających prowadzeniu działalności okoliczności, zorganizowali przedsiębiorstwa. Dlatego bardzo niechętnie sięgają po ogólnoświatową ideę ładu korporacyjnego oraz powszechnie dostępne ogólnoświatowe narzędzia.

Pomimo dużego, widocznego wpływu korporacji międzynarodowych na całą kulturę i sposób bycia społeczeństwa polskiego, ten styl zarządzania nie przekonuje do końca polskich przedsiębiorców. Istnieje realna potrzeba stworzenia polskiej odmiany controllingu, pasującej do specyfiki zamieszkującej ten kraj ludności.

Zakończenie

Współczesny rynek charakteryzuje się wysoką zmiennością i konkurencyjnością. Takie warunki wymuszają na przedsiębiorcach konieczność stosowania dostępnych technik i metod ułatwiających szybkie podejmowanie trafnych decyzji. Potrzebne jest narzędzie zmniejszające poziom niepewności osób zarządzających odnośnie do przyjętego rozwiązania. Niezbędne jest stosowanie sprawnie działającego systemu controllingu. Ten natomiast, aby funkcjonować efektywnie i bez zakłóceń, musi dostosowywać się do specyfiki używających go pracowników i przedsiębiorców.

Polska jest krajem, w którym dopiero w latach 90. zaczęła się rozwijać gospodarka rynkowa, a tym samym mogły rozpocząć funkcjonowanie prywatne przedsiębiorstwa. Gospodarka centralnie planowana ukształtowała jednak specyficzne zarówno polskie przedsiębiorstwa, jak i ich pracowników. Dodatkowo poczucie odrębności i patriotyzmu w Polsce, ze względu na historię, jest wyższe niż w innych państwach. Te czynniki powodują, że próby zaadoptowania w Polsce zachodnich odmian controllingu się nie udają. Z analizy rozwoju controllingu w poszczególnych obszarach świata wynika, że system ten dostosowuje się do lokalnej kultury. Badanie upowszechnienia zastosowania controllingu w polskich przedsiębiorstwach pokazuje jego słabe stadium roz-

[37] P. Skrzyniarz, *Indyholidyna – pryzmat controllera*, www.kdkinfo.pl/admin/cms/data/upload/File/artykuly/indyholidyna_pryzmat_controllera_piotr_skrzyniarz_kdkinfo.pdf (data dostępu: 30.10.2013).

woju. Dowodzi to, że potrzebne jest stworzenie polskiej odmiany tego systemu. Pełne wykorzystanie możliwości controllingu jest uwarunkowane jego dostosowaniem do specyfiki lokalnej ludności.

Celem niniejszego opracowania było zasygnalizowanie konieczności skonstruowania polskiej odmiany systemu controllingu, możliwego do wdrożenia w rodzimych organizacjach. Powielanie zagranicznych wzorców systemów zarządzania nie ma bowiem szans na powodzenie we wdrożeniu. Dopiero dostosowanie systemu controllingu do specyfiki lokalnego społeczeństwa warunkuje pełne wykorzystanie jego możliwości.

Bibliografia

Czapliński W., Galos A., Korta W., *Historia Niemiec*, Ossolineum, Wrocław 2010.

Dobija M., *Rachunkowość zarządcza i controlling*, PWN, Warszawa 1997.

Dobroszek J., *Ewolucja controllingu w praktyce amerykańskich i europejskich przedsiębiorstw*, http://dspace.uni.lodz.pl:8080/xmlui/bitstream/handle/11089/594/101-122.pdf?sequence=1 (data dostępu: 17.11.2014).

Eckes G., *Rewolucja Six sigma. Jak General Electric i inne przedsiębiorstwa zmieniły proces w zyski*, Wyd. MT Biznes, Warszawa 2010.

Edvinsson L., *Kapitał intelektualny*, PWN, Warszawa 2001.

Goodwin J., Goodwin D., *Ethical Judgments Across Cultures: a Comparison Between Business Students from Malaysia and New Zealand*, "Journal of Business Ethics" 1999, Vol. 18.

Hofstede G., *Kultury i organizacje*, PWE, Warszawa 2000.

Hryniewicz J., *Piętno folwarku*, „Pomorski Przegląd Gospodarczy" 2013, nr 4 (59).

Imai M., *Kaizen. Klucz do konkurencyjnego sukcesu Japonii*, Wyd. Kaizen Institute Polska, MT Biznes, Warszawa 2007.

Jakubów L., *Zewnętrzne społeczne uwarunkowania rozwoju przedsiębiorstw w Polsce*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego, Wrocław 2000.

Jarmołowicz W., *Liderzy podlaskiej gospodarki*, Wyd. Agencja Reklamowa Admis, Białystok 2013.

Jaślan J., Stanisławski J., *Słownik angielsko-polski*, Wiedza Powszechna, Warszawa 1995.

Kaczmarczyk P., *Hybrydyzacja. Analiza procesu restrukturyzacji polskiego przedsiębiorstwa przejętego przez zachodniego inwestora*, [w:] J. Kochanowicz, S. Mandesa, M. Maroda (red.), *Kulturowe aspekty transformacji ekonomicznej*, Instytut Spraw Publicznych, Warszawa 2007.

Kaplan R.S., Norton D.P., *Strategiczna karta wyników. Jak przełożyć strategię na działanie*, PWN, Warszawa 2001.

Kasprzyk L., *Aspekty społeczne i kulturalne integracji europejskiej*, [w:] W. Jarmołowicz (red.), *Pokolenia, kultura, polityka*, Wyd. Dom Wydawniczy ELIPSA, Warszawa 1999.

Kim Y., Kim S.Y., *The Influence of Cultural Values on Perditions of Corporate Social Responsibility: Application of Hofstede's Dimensions to Korean Public Relations Practitioners*, "Journal of Business Ethics" 2010, Vol. 91.

Matsumoto D., Juang L., *Psychologia międzykulturowa*, Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk 2004.

Mazur-Kaja K., *Sztuka odmowy w relacjach społeczno-ekonomicznych w Chińskiej Republice Ludowej*, [w:] R. Karczewski, M. Bernat (red.), *Chiny i azjatyckie tygrysy – filozofia i etyka gospodarowania*, Politechnika Opolska, Confucius Institute, Krapkowice 2011.

Mullins J., *Management and Organizational Behavior*, Prentice Hall, Parson, London 2007.

Nasiłowski M., *System rynkowy. Podstawy mikro- i makroekonomii*, Wyd. Key Text, Warszawa 2011.

Nowosielski S., *Controlling w praktyce polskich przedsiębiorstw*, Wrocław 1998.
Quebeck znów wraca do rozmów o niepodległości, www.stefczyk.info/wiadomosci/swiat/quebec-znow-wraca-do-rozmow-o-niepodleglosci,5273801917 (data dostępu: 02.10.2014).
Raport z badania „Narzędziowa sfera controllingu w Polsce", http://isc.infor.pl/aktualnosci,140321 (data dostępu: 13.11.2014).
Skrzyniarz P., *Indyholidyna – pryzmat controllera*, www.kdkinfo.pl/admin/cms/data/upload/File/artykuly/indyholidyna_pryzmat_controllera_piotr_skrzyniarz_kdkinfo.pdf (data dostępu: 30.10.2013).
Sobańska I., *Rachunkowość zarządcza*, [w:] I. Sobańska (red.), *Rachunek kosztów i rachunkowość zarządcza*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2003.
Stor M., *Strategiczne międzynarodowe zarządzanie zasobami ludzkimi*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Wrocław 2011.
Strojny M., *Zarządzanie kapitałem intelektualnym. Ogólny zarys koncepcji*, „Przegląd Organizacji" 2000, nr 78.
Ustawa z dnia 23 grudnia 1988 roku o działalności gospodarczej (Dz.U. z 1988 r., nr 41, poz. 324).
Volmuth H.J., *Controlling. Planowanie, kontrola, kierowanie*, Agencja Wydawnicza PLACET, Warszawa 2007.
Węglewski S., *Reformy gospodarcze w Polsce 1988−2009*, www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/makroekonomia/reformy-gospodarcze-w-polsce-2/ (data dostępu: 04.11.2014).
Wnorowski H., *Małe i średnie przedsiębiorstwa – ich rola w gospodarce oraz czynniki rozwoju*, [w:] H. Wnorowski, A. Letkiewicz (red.), *Praktyczne problemy przedsiębiorczości*, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2001.

Summary

The Need to Adjust the Controlling System to the Specificity of the Public

Controlling is not uniform across the world. It takes many forms in various countries, depending on the needs. It is noticeable that it is adjusted to the specific characteristics of a particular nation. Polish companies could not reach for controlling techniques until the transformation of the economy. They simply attempted to adopt simple imitations of Western solutions. However, it is clear that the process is very slow and it is continued in a limited way. There is a need to develop a native version of this system, suited to the specificity of the society, to overcome the resistance to the implementation of the controlling system in Polish enterprises. Adjustment of the controlling system to the needs of the local people makes full use of its capabilities. And this, in turn, determines whether the enterprise is the best or is able to survive in today's highly competitive market. The research method applied here are observation and the review of the subject literature.

Keywords: varieties of controlling, management, Polish nation

Rozdział

18

Anna Staszel

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Potrzeba uwzględniania kapitału intelektualnego w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw

Streszczenie

Zarządzanie finansami przedsiębiorstw powinno uwzględniać fakt, że o przewadze konkurencyjnej współczesnych przedsiębiorstw decydują nie posiadane przez nie zasoby rzeczowe, lecz zasoby niematerialne, które często są trudne do uchwycenia, ale z drugiej strony również i nieosiągalne dla konkurencji. Biorąc więc pod uwagę kluczową rolę kapitału intelektualnego, ważna jest jego identyfikacja, a następnie pomiar, co jest również jednym z celów nowoczesnego zarządzania finansami przedsiębiorstw. W niniejszym opracowaniu została nakreślona problematyka identyfikowania, ujęcia w księgach rachunkowych oraz wyceny korzyści płynących dla przedsiębiorstwa z faktu posiadania zasobów niematerialnych. Elementy te są niezbędne do skutecznego zarządzania zasobami niematerialnymi. Celem pracy, która ma charakter koncepcyjno-badawczy, jest ukazanie, że ujawnianie kapitału intelektualnego w sprawozdaniach finansowych zwiększa ich użyteczność.

Słowa kluczowe: aktywa, zasoby niematerialne, kapitał intelektualny, pomiar kapitału intelektualnego

Wstęp

W klasycznym zarządzaniu finansami przedsiębiorstw oraz w sprawozdawczości finansowej, dostarczającej dane potrzebne do dokonania analizy finansowej, uwzględnia się jedynie analizę tradycyjnych zasobów przedsiębiorstwa, pomijając te zasoby, które wskutek niespełnienia formalnych wymogów prawa bilansowego, nie mogą zostać wykazane jako aktywa jednostki. Przykładem takich aktywów jest np. kapitał klienta − klienci bezsprzecznie stanowią jeden z najważniejszych zasobów jednostki, to oni decydują o wielkości jej zysków i generują przepływy pieniężne, jednak na chwilę obecną

ujęcie wartości kapitału klienta w sprawozdaniu finansowym w formie, w jakiej obecnie ono funkcjonuje, nie jest możliwe.

Stworzenie nowego modelu biznesowego, w którym niematerialne zasoby odgrywałyby główną rolę, jest niezmiernie trudne i wymaga stworzenia nowej architektury zarządzania finansami przedsiębiorstw, która będzie oparta nie tylko na analizie tradycyjnych zasobów, ale również będzie obejmowała zasoby niematerialne[1]. Koniecznym wydaje się wypracowanie takich norm i standardów, które pozwoliłyby na ujęcie kapitału intelektualnego − tym bardziej, iż w wiodących przedsiębiorstwach aktywa niematerialne stanowią aż 95% ich wartości[2].

W opracowaniu, po krytycznej analizie dostępnej literatury oraz analizie polskiego prawa bilansowego, przedstawiono istotę oraz cel pomiaru i możliwość ujmowania w sprawozdaniu finansowym kapitału intelektualnego. Wskazano, na przykładzie spółki OMEGA S.A., jak może wyglądać dodatkowy, nieobligatoryjny element sprawozdania finansowego, w którym zostałyby ujęte zasoby niematerialne jednostki. Postawiona hipoteza brzmi: ujawnianie wartości kapitału intelektualnego w sprawozdaniu finansowym przedsiębiorstwa zwiększa użyteczność informacyjną sprawozdania finansowego.

1. Definicja kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa

Odpowiedź na pytanie, czym jest kapitał intelektualny, wcale nie jest prosta ani jednoznaczna: zależy ona od tego, kto ten kapitał definiuje i w jakim celu. Patrząc z perspektywy zarządzającego jednostką, kapitał intelektualny jest to „wiedza pracowników, doświadczenie, technologie, dobre stosunki z klientami oraz wszelkie umiejętności pozwalające firmie na osiągnięcie przewagi konkurencyjnej”[3]. Krótsza definicja, w jednym zdaniu podsumowująca wyżej wymienione elementy, brzmi: „[…] wiedza będąca w dyspozycji firmy, która może być zamieniona na zyski”[4]. Patrząc z perspektywy rynków finansowych (a więc z punktu widzenia analityka, bankowca, prezesa funduszu inwestycyjnego), kapitał intelektualny jest to „potencjał do generowania

---

[1] G. Michalczuk, U. Widelska, *Perspektywa pomiaru kapitału klienta jako komponentu kapitału intelektualnego*, [w:] J. Jaworski (red.), *Zarządzanie finansami wobec wyzwań XXI wieku*, t. 5, Wyższa Szkoła Bankowa w Gdańsku, Gdańsk 2010, s. 99.

[2] D. Dobija, *Pomiar i sprawozdawczość kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2003, s. 221.

[3] L. Edvinsson, M.S. Malone, *Developing Intellectual Capital at Skandia*, “Long Range Planning” 1997, No. 3 (30).

[4] A. Jarugowa, J. Fijałkowska, *Rachunkowość i zarządzanie kapitałem intelektualnym – koncepcje i praktyka*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 2002, s. 58.

zysków, wynikający z posiadanych zasobów niematerialnych”[5]. Inne definicje wskaże księgowy, mówiąc, że kapitał intelektualny to „różnica pomiędzy wartością rynkową a wartością księgową przedsiębiorstwa”[6], czy też „aktywa nieuwzględniane w bilansie przedsiębiorstwa, które mają znaczący wpływ na jego wartość”[7]. Kapitał intelektualny może być więc wielorako interpretowany i definiowany. Do jego składowych można zaliczyć m.in. markę, klientów, kanały dystrybucji, kapitał ludzki, własność intelektualną (know-how, patenty), strukturę czy kulturę organizacyjną, systemy komunikacyjne.

Jednostka, aby określić, które składowe kapitału intelektualnego są dla niej kluczowe, powinna dokonać jego pomiaru. Pozwoli on odpowiedzieć na pytanie, czy i w jakim zakresie dany kapitał intelektualny przyczynia się do wzrostu wartości przedsiębiorstwa.

2. Ujęcie kapitału intelektualnego w księgach rachunkowych jednostki gospodarczej

Kwestie pomiaru kapitału intelektualnego, pomimo iż problem ten jest coraz częściej przedmiotem badań, nadal nie są rozstrzygnięte. Przede wszystkim nie ma żadnej obiektywnej jednostki wyceny kapitału intelektualnego (uważa się, że pieniądz w tym przypadku nie jest dobrym miernikiem). Co więcej, pojawiają się kwestie etyczne związane z tym, że istnieje bardzo duże niebezpieczeństwo wprowadzenia kogoś w błąd z powodu subiektywności wyceny kapitału intelektualnego (wartość tego samego komponentu kapitału intelektualnego dla jednego przedsiębiorstwa może być bardzo wysoka, a dla innego zerowa). Kwestie pomiaru kapitału intelektualnego nie mają ponadto swojego odzwierciedlenia w sprawozdawczości finansowej.

W polskim prawie bilansowym jedynie nieliczne elementy kapitału intelektualnego spełniają definicję aktywów i mogą zostać wykazane w bilansie jako wartości niematerialne i prawne. Artykuł 3 ust. 1 pkt 12 ustawy o rachunkowości z dnia 29 września 1994 roku (Dz.U. z 2013 r., poz. 330 ze zm.; dalej: UOR) stanowi, że aktywami mogą być jedynie zasoby majątkowe, które:

– są kontrolowane przez jednostkę (w przypadku kapitału intelektualnego nieraz nie ma możliwości kontroli, chociażby w przypadku kapitału ludzkiego czy kapitału klienta),

– mają wiarygodnie ustaloną wartość (w przypadku kapitału intelektualnego również kwestia jego odpowiedniej wyceny jest problematyczna),

---

[5] J. Fazlagić, *Jakich wskaźników używać do pomiaru kapitału intelektualnego w firmie*, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza” 2013, nr 6, s. 28.

[6] L. Edvinsson, M.S. Malone, *Kapitał intelektualny*, PWN, Warszawa 2001, s. 39.

[7] G.P.St. Roos, L. Fernström, *Managing Intellectual Capital in Practice*, Butterworth-Heinemann, New York 2005, s. 19.

– powstały w wyniku przeszłych zdarzeń (czyli albo zostały zakupione, albo wytworzone – w przypadku kapitału intelektualnego spełnienie także i tego warunku jest problematyczne),

– spowodują w przyszłości wpływ do jednostki korzyści ekonomicznych (to, że jednostka chce wyceniać i ujawniać kapitał intelektualny jest pochodną faktu, że pragnie uzyskiwać z niego w przyszłości korzyści. Jedynie ten warunek jest spełniony − przynajmniej biorąc pod uwagę oczekiwania jednostki w stosunku do kapitału intelektualnego).

Wykazywanie kapitału intelektualnego mogłoby nastąpić jedynie jako pozycja wartości niematerialnych i prawnych (dalej: WNIP). Zgodnie z art. 3 ust. 1 pkt 14 UOR są nimi nabyte przez jednostkę prawa majątkowe nadające się do gospodarczego wykorzystania, przeznaczone do używania na potrzeby jednostki (w innym przypadku byłyby one inwestycjami). Ustawa wymienia jako wartości niematerialne i prawne autorskie prawa majątkowe, prawa pokrewne, licencje, koncesje, prawa do wynalazków, patentów, znaków towarowych, wzorów użytkowych oraz zdobniczych, know-how, jak również nabytą wartość firmy oraz koszty zakończonych prac rozwojowych.

Użyte przez ustawodawcę słowo „nabyte" w definicji oznacza, iż w polskim prawie bilansowym jako WNIP można traktować wyłącznie zasoby zakupione lub otrzymane. Przykładowo firma informatyczna, której informatycy stworzyli własny program księgowy, wykorzystywany w księgowości tej firmy, nie może jej uznać za WNIP (gdyż nie została ona nabyta). Jest to istotne ograniczenie w zaliczaniu zasobów do WNIP. Podobnie jest z wartością firmy – może ona powstać jedynie wtedy, gdy dana jednostka zostaje zakupiona. Jest to wówczas różnica pomiędzy ceną nabycia danej jednostki a wartością nabytych aktywów netto (może więc powstać ujemna lub dodatnia wartość firmy; ujemną wartość rozlicza się jako rozliczenia międzyokresowe przychodów i ewentualnie pozostałe przychody operacyjne[8], dodatnią wartość firmy zalicza się do aktywów jednostki − WNIP − i amortyzuje[9]). Podobnie można aktywować (i dokonywać amortyzacji) poniesione koszty prac rozwojowych (po spełnieniu warunków nakreślonych w art. 33 ust. 2 UOR). W rozróżnieniu, które koszty zaliczymy do rozwojowych (podlegających aktywowaniu), a które do badawczych (będących kosztem w momencie powstania wydatku) mogą pomóc zapisy Międzynarodowego Standardu Rachunkowości nr 38 „Wartości niematerialne i prawne". Pomimo iż zapisy MSR/MSRF są mniej restrykcyjne niż UOR, to podobnie jak w polskim prawie bilansowym – ewentualne składniki kapitału intelektualnego można wykazać (zgodnie z MSRF 3 „Połączenie jednostek gospodarczych") dopiero w momencie zakupu jednostki gospodarczej lub połączenia jednostek.

[8] Art. 44b ust. 11 UOR.

[9] Art. 44b ust. 10 UOR.

Na chwilę obecną wykazanie elementów kapitału intelektualnego w bilansie jednostki w innych przypadkach niż nakreślone powyżej nie jest możliwe, tymczasem ich pomiar jest równie ważny, o ile nawet nie ważniejszy. Kapitał ludzki warto mierzyć, gdyż uważa się, że ludzie i zawarta w ich umysłach wiedza stanowią rdzeń kapitału intelektualnego każdej firmy[10]. Obszar struktury wewnętrznej również jest ważny, gdyż produktywność pracowników może być istotnie zwiększona przez wsparcie np. personelu administracyjnego. Kapitał klienta jest uznawany za jeden z podstawowych składników kapitału intelektualnego, jednakże często kluczowe są również relacje z dostawcami, konkurentami, mediami, czy nawet potencjalnymi pracownikami.

3. Techniki i metody pomiaru kapitału intelektualnego

Praktyka pomiaru kapitału intelektualnego polega na pomiarze intensywności pewnych wyselekcjonowanych, pożądanych zjawisk i zazwyczaj opiera się na interpretowaniu wybranych wskaźników. Przykładem jest model Skandii opracowany w 1994 roku, który składał się aż ze 111 wskaźników dotyczących zarówno wskaźników obszaru finansowego, jak i wskaźników klientów (np. przeciętna długość współpracy z klientem), wskaźników obszaru procesów (np. koszty administracyjne na jednego pracownika), wskaźników obszaru rozwoju (np. udział nakładów na badania w ogóle kosztów administracyjnych) i wskaźników obszaru ludzkiego (np. przeciętna długość zatrudnienia jednego pracownika)[11]. Jednakże Fazlagić tak dużą liczbę wskaźników stosowanych na raz nazywa patologią, zaznaczając jednocześnie, że wskaźników powinno być nie więcej niż 25[12].

Oprócz różnej kombinacji wskaźników, dobranych indywidualnie do potrzeb danej jednostki, można wymienić również kilka uniwersalnych metod pomiaru kapitału intelektualnego. Najbardziej popularny podział metod pomiaru kapitału intelektualnego, zaproponowany przez Sveiby[13], wydziela cztery grupy:

1. Metody oparte o kapitalizację rynkową, które umożliwiają wyznaczenie różnicy pomiędzy wartością księgową a rynkową (rzeczywistą) przedsiębiorstwa, np. wskaźnik „Q" Tobina, MV/BV.

---

[10] M. Kłak, *Zarządzanie wiedzą we współczesnym przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomii i Prawa im. prof. Edwarda Lipińskiego, Kielce 2010, s. 29 i n.

[11] L. Edvinsson, M.S. Malone, *Poznaj prawdziwą wartość swojego przedsiębiorstwa, odnajdując jego ukryte korzenie*, PWN, Warszawa 2001, s. 129−132.

[12] J. Fazlagić, *op. cit*.

[13] Na podstawie: J. Paliszkiewicz, *Próby wyceny kapitału intelektualnego – identyfikacja podstawowych problemów*, „Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego" 2009, nr 78, s. 119–120; B. Nita, W*ycena kapitału intelektualnego w raportach menedżerskich*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego" 2013, nr 761, s. 646−650.

2. Metody bazujące na stopie zwrotu z aktywów, np. EVA, CIV, KCE, VAIC, HRCA.

3. Bezpośredni pomiar kapitału intelektualnego, np. metoda IAV, TVC, czy IVM.

4. Karty punktowe, które za pomocą wskaźników niepieniężnych pozwalają na identyfikację i pomiar poszczególnych aktywów[14], np. BSC, IAM, Nawigator Skandii, IC-Rating, platforma wartości.

Trzeba jednak zaznaczyć, że żadna z wyżej wymienionych metod nie jest jeszcze tym kompleksowym, ostatecznym rozwiązaniem problemu pomiaru kapitału intelektualnego[15]. Wymienione wskaźniki czy metody są jedynie szacunkiem wartości, które i tak pozostają niewymierne[16].

4. Trudności pomiarowe związane z wyceną i ujawnianiem negatywnego kapitału intelektualnego

Znacznym utrudnieniem dla pomiaru kapitału intelektualnego jest występowanie kapitału negatywnego. Zgodnie z definicją są to obiekty, stany, zjawiska, procesy w przedsiębiorstwie i jego otoczeniu, które łącznie lub osobno przyczyniają się do degradacji jego wartości.

Do kapitału negatywnego można zaliczyć przykładowo[17]:

a) w obszarze kapitału ludzkiego i struktury wewnętrznej:

– złe nawyki lub utarte schematy myślowe (np. znajomość jednego programu księgowego przez księgową może utrudnić adaptację do innego programu),

– uprzedzenia (głównie w obsłudze klienta, np. nieobsługiwanie klientów ubranych w niemarkowe ubrania),

– umowy o pracę podpisane na długi okres, które uniemożliwiają zwolnienie niekompetentnych pracowników, a utwierdzają w nich przekonanie o swojej nieomylności, również nepotyzm – to wszystko skutkuje niską etyką pracy,

– konflikty w organizacji,

– nieufność pracowników wobec siebie,

---

[14] E. Bombiak, *Istota i pomiar kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Przyrodniczo-Humanistycznego w Siedlcach. Seria: Administracja i Zarządzanie" 2011, nr 88.

[15] Pełen przegląd metod wyceny kapitału intelektualnego zawarty jest w artykule: H.A. Ferenhof, S. Durst, M. Zaniboni-Bialecki, P.M. Selig, *Intellectual Capital Dimensions: State of the Art in 2014*, "Journal of Intellectual Capital" 2015, Vol. 16, Issue 1.

[16] Z. Kryński, J. Stańczyk, *Metody pomiaru wartości kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa*, „Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy. Gospodarka Oparta na Wiedzy" 2007, z. 10, s. 251.

[17] J. Fazlagić, *op. cit.*, s. 28.

b) w obszarze struktury zewnętrznej: nieufność klientów wobec marki (np. „powszechna opinia", że samochody włoskie są awaryjne), czy zła reputacja wśród dostawców (którzy np. przez to nie chcą udzielać kredytów kupieckich).

Pomiar kapitału negatywnego jest tak samo ważny, jak pomiar pozytywnego kapitału, o ile nawet nie ważniejszy. Przede wszytkim suma kapitału pozytywnego i negatywnego nie daje wartości zero. Na przykład nieufność wobec marki ma o wiele silniejszą wartość niż ufność, a kilku zrażonych do firmy klientów potrafi zepsuć reputację całej jednostki, pomimo że większość klientów jest bardzo zadowolona z usług jednostki. Podobnie dwóch skłóconych ze sobą pracowników może zaprzepaścić pracę i reputację całego, dobrze pracującego działu.

Kolejny argument przemawiający za potrzebą dokonywania pomiarów negatywnego kapitału intelektualnego wskazuje, że o ile kapitał pozytywny jest zazwyczaj wręcz eksponowany, to kapitał negatywny jest „zamiatany pod dywan". Bardzo często inwestorzy kupują dodatni kapitał intelektualny, ale nie widzą skorelowanego z nim kapitału negatywnego.

Pomiar negatywnego kapitału jest utrudniony, ponieważ często nikt z zainteresowanych (nie tylko zarząd i pracownicy, ale również inwestorzy) nie chce ujawniać wartości negatywnego kapitału intelektualnego, związanego np. z porażkami, nadużyciami rynkowymi, uchylaniem się od pracy, czy ukrytymi konfliktami.

5. Empiryczna weryfikacja możliwości prezentowania kapitału intelektualnego w sprawozdaniu finansowym

Celem sprawozdawczości finansowej jest przedstawienie rzetelnego i wiarygodnego obrazu jednostki w sprawozdaniu finansowym. Jednak aby informacje płynące z systemu rachunkowości były rzeczywiście wiarygodne oraz przedstawiały jak najwierniej stan przedsiębiorstwa, konieczne jest również informowanie o poziomie kapitału intelektualnego jednostki – jak to już zostało stwierdzone: jej najważniejszego zasobu. Obecnie sprawozdawczość nie uwzględnia należycie kapitału intelektualnego, nie ujmując kompleksowo tych aktywów, które w największym stopniu generują wartość dodaną dla akcjonariuszy.

Jedną z propozycji, która pozwoli dostosować system rachunkowości do realiów gospodarki opartej na wiedzy, jest tzw. kolorowa rachunkowość zaproponowana przez S. Wallmana już w 1996 roku[18], zgodnie z którą rachunkowość oraz jej obowiązujące standardy pozostają niezmienione, jednak klasyczne sprawozdanie finansowe zostaje poszerzone o dodatkowe (nieobligatoryjne)

[18] S. Wallman, *The Future of Accounting and Financial Reporting*, cz. 2: *The Colorised Approach*, "Accounting Horizons" 1996, Vol. 9, No. 3, s. 81−91.

elementy i objaśnienia, w których ujawnia się te aktywa kapitału intelektualnego, które nie spełniły warunków definicji aktywów i nie mogły zostać wykazane bezpośrednio w bilansie jednostki. Zaprezentowany przykład ujawnienia wartości kapitału intelektualnego w sprawozdaniu finansowym opiera się na takim właśnie rozwiązaniu.

W przypadku spółki OMEGA S.A. zastosowano dwupoziomowe raportowanie (I poziom to tradycyjna sprawozdawczość, II poziom obejmuje te elementy, zasoby, zdarzenia, które nie mieszczą się w ramach obecnie stosowanych systemów rachunkowości). Tabela 1 przedstawia zagregowane dane bilansu jednostki OMEGA S.A., czyli informacje, które obecnie znajdują się w sprawozdaniu finansowym (poziom I sprawozdania finansowego).

Tabela 1. Skrócony bilans OMEGA S.A. na dzień 31 grudnia 2014 roku

Aktywa	**Kwota (tys. zł)**	**Pasywa**	**Kwota (tys. zł)**
A. Aktywa trwałe (a w tym I. WNIP)	336 800 700 000	A. Kapitał (fundusz) własny	290 000
B. Aktywa obrotowe	463 200	B. Zobowiązania	510 000
Suma bilansowa	800 000	Suma bilansowa	800 000

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdania finansowego za 2014 rok.

W bilansie spółki OMEGA S.A., za wyjątkiem wykazywanych WNIP w kwocie 700 000 zł, nie są uwzględnione inne aktywa niematerialne. Można jednak stworzyć dokument (będący nieobligatoryjnym elementem sprawozdania finansowego), który ukazywałby strukturę aktywów, uwzględniając oprócz aktywów bilansowych również odpowiednio wycenione aktywa niematerialne będące kapitałem intelektualnym.

Tabela 2. Struktura aktywów z uwzględnieniem kapitału intelektualnego Spółki OMEGA S.A. na dzień 31 grudnia 2014 roku

Aktywa	**Kwota (tys. zł)**
I. Aktywa wykazywane w bilansie jednostki (w tym WNIP)	800 000 700 000
II. Aktywa niematerialne (nieuwzględniane w bilansie jednostki): 1. Kapitał ludzki 2. Kapitał klientów 3. Kapitał wynikający ze struktury organizacyjnej 4. Negatywny kapitał intelektualny (wartość ujemna)	530 000 230 000 290 000 40 000 (30 000)
Suma aktywów	1 330 000

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdania finansowego za 2014 rok.

W powyższym zestawieniu aktywów uwzględniono składowe kapitału intelektualnego, które nie mogły zostać ujawnione w bilansie jednostki z powodu niespełniania warunków formalnych. Dokonano także wyceny kapitału negatywnego, który zmniejsza wartość wykazywanych aktywów niematerialnych. Kapitał intelektualny wyceniono na 530 000 zł.

Kapitał ludzki został wyceniony modelem wyceny kapitału ludzkiego Dobiji, który opiera się na trzech zsumowanych czynnikach: skapitalizowanych kosztach utrzymania, skapitalizowanych kosztach kształcenia oraz doświadczeniu, które można wyrazić funkcją pracy zawodowej − krzywą uczenia[19].

Wzór na wartość kapitału przypisanego pracownikowi wygląda następująco[20]:

$$H(T) = (K + E) * (1 + Q(T)$$

gdzie:
H(T) – wartość kapitału przypisana pracownikowi
K – skapitalizowane koszty utrzymania
E – skapitalizowane koszty edukacji

Q(T) – to czynnik doświadczenia, wyrażony wzorem:

$$Q(T) = 1 - T^{\frac{\ln(1-w)}{ln2}}$$

gdzie:
T – lata pracy zawodowej
w – współczynnik uczenia się

W jednostce OMEGA S.A. dla każdego pracownika ustalono następujące wielkości:

a) koszty utrzymania H(T) – określone podawanym dla każdego roku poziomem minimum socjalnego dla osoby żyjącej w czteroosobowej rodzinie; kwoty te zostały skapitalizowane do momentu, w którym pracownik kończy kształcenie i rozpoczyna pracę, więc:

– do 19. roku życia pracownika, który posiada wykształcenie średnie,

– do 22. roku życia pracownika, który posiada wykształcenie wyższe (tytuł licencjata),

– do 24. roku życia pracownika, który posiada wykształcenie wyższe (tytuł magistra),

[19] A. Staszel, *Od podstawowych praw fizyki do wyjaśnienia, czym jest kapitał. Przedstawienie modelu kapitału prof. Dobiji*, [w:] Cz. Szmidt (red.), *Nowe nurty w zarządzaniu*, Wyd. Poltext, Warszawa 2014, s. 303.

[20] D. Dobija, *Kapitał ludzki i intelektualny w aspekcie teorii rachunkowości*, „Przegląd Organizacji" 2002, nr 1, s. 55.

b) koszty edukacji E określono wyłącznie dla pracowników z wyższym wykształceniem jako skapitalizowaną kwotę 12 000 zł na każdy rok studiów,

c) doświadczenie Q(t) – współczynnik uczenia się w/na poziomie 0,02.

Kapitał klienta wyceniono metodą Bauera i Hammerschmidta, która uwzględnia m.in. koszty pozyskania klienta oraz jego utrzymania, przychody generowane przez klienta[21]. Zastosowano poniższy wzór:

$$CLV_i = -AC_i + \sum_{t}^{r} r_{ti} * \frac{(AR_{ti} + UR_{ti} + CR_{ti} + RV_{ti}) - (SC_{ti} + MC_{ti})}{(1+d)^t} - r_{ti}^{t-1} * (1 - r_{ti}) * \frac{TC_i}{(1+d)^t} + r_{ti}^{t} * \left(\frac{InfoV_{ti} + CoopV_{ti} + InnoV_{ti}}{(1+d)^t}\right)$$

gdzie dla każdego klienta i w okresie t:
LV – wartość klienta
AC – koszt pozyskania klienta
r – stopa retencji klienta
AR – podstawowy przychód generowany przez klienta
UR – przychód ze sprzedaży rozszerzającej generowany przez klienta
CR – przychód ze sprzedaży krzyżowej generowany przez klienta
RV – wartość rekomendacji dokonywanych przez klienta
MC – marketingowe koszty utrzymania klienta
SC – koszty sprzedanych produktów i obsługi klienta
TC – koszty zakończenia współpracy z klientem
InfoV – wartość informacji otrzymanych od klienta
CoopV – wartość współpracy z klientem
InnoV – wartość innowacji zaproponowanych przez klienta
d – stopa dyskontowa
T – liczba uwzględnionych okresów

Stosując zmodyfikowaną formułę Polica (VAIC)[22], obliczono wartość kapitału strukturalnego jako różnicę pomiędzy wartością dodaną a sumą kapitału ludzkiego i kapitału klienta. Wartość dodana zgodnie z formułą Polica stanowi różnicę pomiędzy przychodami a kosztami działalności, z wyjątkiem wydatków na pracowników traktowanych jako inwestycja. Różnica ta dla spółki OMEGA S.A. to kwota 560 000 zł. Od tej kwoty odjęto wyceniony kapitał ludzki i kapitał klienta, otrzymując wartość kapitału strukturalnego.

Do wyceny kapitału negatywnego zastosowano metodę bezpośredniego pomiaru[23], szacując kwotę wydatków, jakie prawdopodobnie poniesie jed-

[21] H.H. Bauer, M. Hammerschmidt, M. Braehler, *The Customer Lifetime Value Concept and Its Contribution to Corporate Valuation*, "Yearbook of Marketing and Consumer Research" 2003, Vol. 1.

[22] P. Stahle, *Value Added Intellectual Coefficient (VAIC): a Critical Analysis*, "Journal of Intellectual Capital" 2011, No. 12 (4).

[23] Posługując się metodą skorygowanej wartości netto, zaproponowaną przez R. Hermansona.

nostka w związku z elementami kapitału negatywnego. Spółka OMEGA S.A. kontaktuje się ze swoimi klientami telefonicznie, jednak szacunkowo 10% klientów rezygnuje z usług lub ogranicza zamawiane usługi ze względu na natrętną ich zdaniem postawę telemarketerów. OMEGA S.A. oszacowała straty związane z utratą tej części klientów wskutek nieadekwatnej ich obsługi przez telemarketerów.

Po początkowej wycenie kapitału intelektualnego okresowo dokonuje się testów na utratę wartości, porównując wartość wykazywaną w bilansie (w jego rozszerzonej wersji) z wartością określoną na dzień wyceny, zgodnie ze stosowanymi metodami wyceny kapitału intelektualnego.

W efekcie jednostka OMEGA S.A. ujawnia, że jej aktywa wynoszą nie 800 000 zł (wartość wykazana w bilansie zgodnie z zapisami UOR), tylko 1 330 000 zł. Taka prezentacja aktywów w sprawozdaniu finansowym pozwala oddać prawdziwy stan majątkowy jednostki oraz pokazać, że kluczowe w jednostce nie są posiadane aktywa trwałe czy obrotowe, lecz kapitał intelektualny, który generuje większe korzyści ekonomiczne niż rzeczowe składniki aktywów.

Informacje o kapitale intelektualnym jednostki, zawarte w sprawozdaniu finansowym, zwiększają jego potencjał informacyjny i mogą istotnie wpływać na decyzje podejmowane przez użytkowników sprawozdań finansowych. Wiedza odnośnie struktury aktywów materialnych oraz niematerialnych będzie wpływała na decyzje inwestycyjne, dla przykładu na decyzję, czy zwiększać wartość rzeczowych aktywów trwałych, czy też podejmować nakłady związane z powiększeniem kapitału intelektualnego. Z drugiej strony w przypadkach, gdy wskaźniki jednostki wskazują na potencjalne problemy finansowe, analiza kapitału intelektualnego oraz jego udziału w ogóle aktywów jednostki może wskazywać, że działalność podmiotu gospodarczego, pomimo iż tradycyjne wskaźniki finansowe uwzgledniające tradycyjne aktywa na to wskazują, wcale nie jest zagrożona.

W zaprezentowanej strukturze aktywów dane mogą być wykazywane z większą szczegółowością (np. można wydzielić poszczególne części składowe kapitału ludzkiego). Informacja dodatkowa do sprawozdania finansowego również powinna obejmować dodatkowy element: objaśnienia do struktury aktywów, gdzie zostaną opisane techniki i metody użyte do wyceny kapitału intelektualnego. Opisane powyżej dodatkowe dokumenty dołączone do sprawozdania finansowego nie zakłócą informacji wykazywanych w tradycyjnym sprawozdaniu finansowym, tylko pozwolą na wierniejsze odzwierciedlenie rzeczywistości gospodarczej.

Zakończenie

W XXI wieku, kiedy współcześni nazywają swoją gospodarkę „opartą na wiedzy", zasady funkcjonowania przedsiębiorstwa zmieniły się znacząco w stosunku do tego, jak działało ono jeszcze kilkadziesiąt lat temu. Zasadnicza różnica to zmiana w postrzeganiu zasobów przedsiębiorstwa. W generowaniu wartości rynkowej jednostki majątek trwały utracił kluczowe znaczenie na rzecz wartości niematerialnych i prawnych, w tym kapitału intelektualnego.

Jeżeli weźmie się pod uwagę perspektywy rozwoju przedsiębiorstwa, to obok zarządzania ryzykiem i zarządzania kapitałami tak samo ważne powinno być zarządzanie kapitałem intelektualnym. Te trzy obszary powinny stanowić triadę zarządzania współczesnym przedsiębiorstwem[24]. Zarządzając finansami przedsiębiorstw, należy znać wartość nie tylko aktywów materialnych, ale i niematerialnych, niezbędnych do realizacji założonych celów. Na przykład w ocenie efektywności projektów inwestycyjnych warto zaplanować także liczbę poszczególnych elementów kapitału intelektualnego, czy też ewentualny koszt pozyskania tego kapitału, niezbędnego do realizacji danego projektu; można też dalej przewidywać, ile tego kapitału pozostanie w jednostce po zakończeniu projektu.

Niewątpliwie zawarcie w sprawozdaniu finansowym informacji dotyczących posiadanych zasobów niematerialnych, w tym także i kapitału intelektualnego, zwiększa użyteczność sprawozdania finansowego, dostarczając ważnych danych o potencjale intelektualnym jednostki. Badania m.in. takich autorów, jak Dobija, Kurek, Hołda, Renkas[25] dowodzą, że jest możliwe rzetelne ujęcie kapitału intelektualnego jednostki w sprawozdaniu finansowym, podkreślając tym samym potrzebę wykazywania aktywów niematerialnych w celu należytego wykazania potencjału jednostki do generowania korzyści ekonomicznych. Polskim wkładem w teorię wyceny kapitału intelektualnego jest model wyceny kapitału ludzkiego M. Dobiji, który opiera się na trzech zsumowanych czynnikach: skapitalizowanych kosztach utrzymania, skapitalizowanych kosztach kształcenia oraz doświadczeniu[26].

Stworzenie nowej architektury zarządzania finansami przedsiębiorstwa jest niezmiernie trudne, ale nieuniknione. Konieczne jest wypracowanie takich norm i standardów, które pozwoliłyby na ujęcie kapitału intelektualnego.

---

[24] G. Michalczuk, U. Widelska, *op. cit*., s. 104.

[25] D. Dobija, *Możliwości pomiaru kapitału intelektualnego organizacji i jego prezentacji w sprawozdaniach finansowych*, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie" 2000, nr 553, s. 31; A. Holda, J. Renkas, *Czelowieczeskij kapital i finansowaja otczotnost*, „Visnyk ChDU. Serija Ekonomiczni Nauky" 2014, No. 6.

[26] M. Dobija, *A Model for Pricing Human Resources from the Perspective of Socio-Economic Accounting*, „Prace Naukowe Wydziału Zarządzania Akademii Ekonomicznej", Kraków 1998, s. 55 i n.

L. Edvinsson i M.S. Malone w swoich pracach porównują przedsiębiorstwo do drzewa, natomiast rolę korzeni przypisują kapitałowi intelektualnemu. To porównanie pozwala wyciągnąć wniosek, że przedsiębiorstwo nie może funkcjonować w dłuższym horyzoncie czasowym bez kapitału intelektualnego. A skoro nie może funkcjonować bez kapitału intelektualnego, to odpowiednie zarządzanie nim jest tak samo ważne, jak zarządzanie płynnością finansową czy kapitałem obrotowym przedsiębiorstwa, jednakże − niestety − o wiele trudniejsze.

Bibliografia

Bauer H.H. Hammerschmidt M., Braehler M., *The Customer Lifetime Value Concept and Its Contribution to Corporate Valuation*, "Yearbook of Marketing and Consumer Research" 2003, Vol. 1.

Bombiak E., *Istota i pomiar kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Przyrodniczo-Humanistycznego w Siedlcach. Seria: Administracja i Zarządzanie" 2011, nr 88.

Dobija M., *A Model for Pricing Human Resources from the Perspective of Socio-Economic Accounting*, „Prace Naukowe Wydziału Zarządzania Akademii Ekonomicznej", Kraków 1998.

Dobija D., *Kapitał ludzki i intelektualny w aspekcie teorii rachunkowości*, „Przegląd Organizacji" 2002, nr 1.

Dobija D., *Możliwości pomiaru kapitału intelektualnego organizacji i jego prezentacji w sprawozdaniach finansowych*, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie" 2000, nr 553.

Dobija D., *Pomiar i sprawozdawczość kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2003.

Edvinsson L., Malone M.S., *Developing Intellectual Capital at Skandia*, "Long Range Planning" 1997, No. 3 (30).

Edvinsson L., Malone M.S., *Kapitał intelektualny*, PWN, Warszawa 2001.

Edvinsson L., Malone M.S., *Poznaj prawdziwą wartość swojego przedsiębiorstwa, odnajdując jego ukryte korzenie*, PWN, Warszawa 2001.

Fazlagić J., *Jakich wskaźników używać do pomiaru kapitału intelektualnego w firmie*, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza" 2013, nr 6.

Ferenhof H.A., Durst S., Zaniboni-Bialecki M., Selig P.M., *Intellectual Capital Dimensions: State of the Art in 2014*, "Journal of Intellectual Capital" 2015, Vol. 16, Issue 1.

Holda A., Renkas J., *Czelowieczeskij kapital i finansowaja otczotnost*, „Visnyk ChDU. Serija Ekonomiczni Nauky" 2014, No. 6.

Jarugowa A., Fijałkowska J., *Rachunkowość i zarządzanie kapitałem intelektualnym – koncepcje i praktyka*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 2002.

Kłak M., *Zarządzanie wiedzą we współczesnym przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomii i Prawa im. prof. Edwarda Lipińskiego, Kielce 2010.

Kryński Z., Stańczyk J., *Metody pomiaru wartości kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa*, „Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy. Gospodarka Oparta na Wiedzy" 2007, z. 10.

Michalczuk G., Widelska U., *Perspektywa pomiaru kapitału klienta jako komponentu kapitału intelektualnego*, [w:] J. Jaworski (red.), *Zarządzanie finansami wobec wyzwań XXI wieku*, Wyższa Szkoła Bankowa w Gdańsku, Gdańsk 2010.

Nita B., W*ycena kapitału intelektualnego w raportach menedżerskich*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego" 2013, nr 761.
Paliszkiewicz J., *Próby wyceny kapitału intelektualnego – identyfikacja podstawowych problemów*, „Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego" 2009, nr 78.
Roos G.P.St., Fernström L., *Managing Intellectual Capital in Practice*, Butterworth-Heinemann, New York 2005.
Stahle P., *Value Added Intellectual Coefficient (VAIC): a Critical Analysis*, "Journal of Intellectual Capital" 2011, No. 12 (4).
Staszel A., *Od podstawowych praw fizyki do wyjaśnienia, czym jest kapitał. Przedstawienie modelu kapitału prof. Dobiji*, [w:] Cz. Szmidt (red.), *Nowe nurty w zarządzaniu*, Wyd. Poltext, Warszawa 2014.
Wallman S., *The Future of Accounting and Financial Reporting*, cz. 2: *The Colorised Approach*, "Accounting Horizons" 1996, Vol. 9, No. 3.

Summary

Consideration for Human Capital as a Unit's Basic Resource into the Financial Management of a Company

Contemporary financial management of a company should take into consideration the fact that main factor determining the competitive advantage of modern companies are not their material but incorporeal resources, which are sometimes difficult to grasp, but at the same time impossible for competitors to attain. As far as the main role of human capital is concerned, it is important to identify and then to measure of those reserves, that being one of aims of financial management of companies. In this article, the issues of identification have been sketched as well as assessing of and presenting, in an account book, profits derived from incorporeal resources. These elements are crucial to effective management of these sources. The aim of the paper is to show that disclosure of intellectual capital in the financial statements helps to increase their usefulness.

Keywords: assets, incorporeal resources, intellectual capital, measurement of intellectual capital

Rozdział

19

Kamil Mazurkiewicz

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

Branżowe zróżnicowanie kosztów pracy

Streszczenie

Koszty pracy występują we wszystkich przedsiębiorstwach zatrudniających pracowników. Podobnie jak inne kategorie kosztowe, poddawane są ciągłej analizie i ocenie. W niniejszym opracowaniu została poruszona tematyka związku pomiędzy profilem działalności przedsiębiorstwa a wartością udziału kosztów pracy w kosztach rodzajowych ogółem. Próbę badawczą stanowiły spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie: sześć z branży surowcowo-paliwowej oraz sześć z branży handlu detalicznego. Wyniki przeprowadzonej analizy wskazały, że profil działalności przedsiębiorstwa determinuje wielkość udziału kosztów pracy w kosztach rodzajowych. Dysproporcja tego wskaźnika występuje również w obszarze jednej branży, na co wpływ ma wiele czynników.

Słowa kluczowe: analiza ekonomiczno-finansowa, koszty pracy, spółki surowcowo-paliwowe, spółki handlowe

Wstęp

Celem prowadzenia działalności gospodarczej przez podmioty jest uzyskiwanie dodatniego wyniku finansowego netto. Wynik finansowy netto jest to różnica pomiędzy osiągniętymi przez przedsiębiorstwo przychodami a poniesionymi przez nie kosztami. Dodatni wynik finansowy netto, bądź inaczej − zysk finansowy netto, występuje w momencie, gdy przedsiębiorstwo odnotowuje przewagę przychodów nad kosztami, natomiast odwrotna relacja powoduje występowanie straty finansowej netto (bądź inaczej − ujemnego wyniku finansowego netto). Z uwagi na to kadra zarządzająca skupia szczególną uwagę na kosztach generowanych wewnątrz przedsiębiorstwa. Bez wątpienia jednymi z podstawowych kategorii kosztowych są koszty pracy. Bezsporne

jest również stwierdzenie, że bez względu na wielkość przedsiębiorstwa koszty pracy zawsze wystąpią, jeżeli podmiot zatrudnia pracowników. Niemniej bez odpowiedzi pozostaje pytanie, bądź odpowiedzi są niejasne, na temat, czy podstawowy profil działalności lub branża są związane z wielkością udziału kosztów pracy w kosztach ogółem.

Celem niniejszego opracowania jest zidentyfikowanie różnic występujących w poziomie kosztów pracy w spółkach notowanych na polskiej Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, wchodzących w skład branży surowcowo-paliwowej oraz branży handlu detalicznego. Hipotezą badawczą postawioną dla potrzeb realizacji celu jest stwierdzenie, że pomiędzy profilem prowadzonej działalności, gałęzią gospodarki, w której funkcjonuje przedsiębiorstwo, a wysokością kosztów pracy w przedsiębiorstwie istnieje wyraźny związek. Metody wykorzystane do weryfikacji postawionej hipotezy to krytyczna analiza literatury oraz analiza przypadków.

1. Znaczenie wynagrodzeń w ujęciu makro- i mikroekonomicznym

Rozwój pojęcia płac, jako kategorii ekonomicznej, miał miejsce w osiemnastowiecznej Anglii, w okresie I rewolucji przemysłowej, kiedy nastąpił rozwój produkcji ukierunkowanej na zysk. Na przełomie stuleci wycena pracy była różnie interpretowana. Adam Smith, tworząc teorię wartości opartej na pracy, stwierdził, że wartość pracy jest ostateczną miarą wartości produktów[1]. D. Ricardo po raz pierwszy stwierdził, że płace są ceną, która w jego rozumieniu miała pozwolić robotnikowi na przeżycie. Marks w swoich rozważaniach określił siłę roboczą towarem, który podobnie jak każdy inny towar można wycenić. Teorie traktujące płace jako cenę pracy (w ekonomii klasycznej) lub jako cenę siły roboczej (marksizm) z biegiem lat zostały wyparte przez neoklasyczne teorie użyteczności krańcowej oraz krańcowej wydajności pracy. W teoriach tych praca zaczęła zależeć od wydajności produkcji, a w dążeniu do minimalizacji wartości wynagrodzeń upatrywano szansę wzrostu gospodarczego. W momencie powstania keynesizmu płace przestały być rozpatrywane już tylko jako kategoria mikroekonomiczna. J.M. Keynes zaproponował nowe podejście do problematyki, według której to praca, a nie kapitał staje się ośrodkiem życia gospodarczego. Płace według Keynesa są jednym z wielu narzędzi regulujących gospodarkę, pozwalających na oddziaływanie na dochód narodowy i zatrudnienie[2].

---

[1] A. Smith, *Badanie nad naturą i przyczynami bogactw narodów*, PWN, Warszawa 1955, s. 21.

[2] Z. Jacukowicz, *Kompleksowe zarządzanie pracą*, ODDK, Gdańsk 2004, s. 29−36.

Istotność płac nie jest tylko polem dywagacji dla makroekonomistów. Z uwagi na bardzo duży wpływ płac na życie gospodarcze można wyróżnić cztery podstawowe ich funkcje[3]: dochodową, kosztową, motywacyjną oraz społeczną. Funkcja dochodowa wynagrodzenia jest związana ze stanowieniem przez nie źródła utrzymania pracownika i jego rodziny. Dochód uzyskany z tytułu pracy w formie wynagrodzenia pozwala na zaspokojenie potrzeb. Dlatego wynagrodzenie jest objęte szczególną ochroną prawną, pracownik nie może zrzec się wynagrodzenia ani przekazać prawa do niego innej osobie[4]. Z drugiej strony wypłacanie wynagrodzenia pracownikom jest dla przedsiębiorstwa kosztem[5]. Oprócz wynagrodzeń przedsiębiorstwo ponosi inne koszty związane z zatrudnieniem pracownika, grupę tych kosztów określa się mianem kosztów pracy[6]. Do kosztów pracy, oprócz wynagrodzenia, zaliczane są: koszty ubezpieczeń społecznych, w części opłacane przez pracodawcę, narzuty na fundusz świadczeń socjalnych, fundusz pracy, fundusz gwarantowanych świadczeń pracowniczych, państwowy fundusz rehabilitacji osób niepełnosprawnych, koszty szkoleń, delegacji służbowych, dojazdów do pracy, dopłat do mieszkań służbowych, koszty szkoleń i utrzymania bhp, koszty rekrutacji i polityki zatrudnienia, wynagrodzenia za projekty wynalazcze i racjonalizatorskie, nagrody z zysku, nagrody roczne i inne koszty związane z pracą pracowników w przedsiębiorstwie[7]. Pracodawca wypłacający wynagrodzenie może w sposób istotny ukierunkować zachowanie swoich pracowników. Jeżeli działanie zatrudnionych jest zgodne z celem i zamysłem pracodawcy, wynagrodzenie spełnia funkcję motywującą[8]. Ostatnią, równie ważną funkcją wynagrodzenia jest funkcja społeczna, która jest zachowana, jeżeli stawki wynagrodzeń są kształtowane współmiernie do wielkości nakładu pracy włożonego przez pracownika. Takie kształtowanie wynagrodzeń pozwala zapewnić poprawne stosunki międzyludzkie oraz odpowiednią atmosferę pracy[9].

---

[3] A. Pocztowski, *Zarządzanie zasobami ludzkimi. Strategie – procesy – metody*, PWE, Warszawa 2008, s. 329.

[4] Ustawa z dnia 26 czerwca 1974 roku − Kodeks Pracy (Dz.U. z 1974 r., nr 24, poz. 141, art. 84).

[5] M. Wojas, *Wynagrodzenia i inne świadczenia na rzecz pracowników – dokumentacja i ewidencja księgowa*, SKwP, Warszawa 2011, s. 31.

[6] A. Jacewicz, D. Małkowska, *Kadry i płace 2014,* ODDK, Gdańsk 2014, s. 71.

[7] M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warszawa 2004, s. 180.

[8] S. Borkowska, *Strategie wynagrodzeń*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004, s. 18−21.

[9] M. Armstrong, *Zarządzanie wynagrodzeniami*, Wolters Kluwers business, Warszawa 2013, s. 178−188.

2. Metodologia badań

Celem badania było określenie różnic występujących w poziomie kosztów pracy w spółkach notowanych na polskiej Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Do analizy dobrano spółki działające w dwóch gałęziach gospodarki. Ocenie poddano spółki wchodzące w skład branży surowcowo-paliwowej oraz branży handlu detalicznego. W ramach branży surowcowo-paliwowej przebadano sprawozdania finansowe następujących spółek: KGHM Polska Miedź S.A., Lubelski Węgiel „Bogdanka" S.A., Jastrzębska Spółka Węglowa S.A., Polskie Górnictwo Naftowe i Gazownictwo S.A., Polski Koncern Naftowy Orlen S.A. oraz Grupa Lotos S.A. W ramach branży handlu detalicznego przebadano sprawozdania finansowe spółek: Vistula S.A., Prima Moda S.A., CCC S.A., Eurocash S.A., Alma Market S.A. oraz Emperia Holding S.A. Okres analizy obejmował lata 2009–2013. W wybranych przypadkach, z uwagi na brak danych, analiza obejmowała lata późniejsze. Dane do analizy pozyskano z jednostkowych sprawozdań finansowych publikowanych przez spółki na stronach internetowych. W badaniu dokonano analizy niezbędnej do zweryfikowania hipotezy, wykorzystując wskaźnik udziału kosztów pracy w kosztach rodzajowych ogółem. Wskaźnik ten obliczono oddzielnie dla każdej badanej spółki. Z uwagi na brak danych na temat średnich branżowych odnośnie udziału kosztów pracy w kosztach rodzajowych, celem porównań obliczono średnią arytmetyczną dla badanej populacji, z podziałem na spółki z branży surowcowo-paliwowej oraz branży handlu detalicznego.

3. Koszty pracy w spółkach branży surowcowo-paliwowej

W ramach branży surowcowo-paliwowej przebadano przedsiębiorstwa, w których podstawowym profilem działalności jest wydobywanie, produkcja oraz handel metalami szlachetnymi i nieżelaznymi, stałymi (węgiel kamienny, węgiel koksowy) oraz ciekłymi (ropa naftowa, gaz ziemny i pochodne węglowodorów) surowcami energetycznymi. W badaniu w ramach branży surowcowo-paliwowej przebadano koszty pracy następujących przedsiębiorstw: KGHM Polska Miedź S.A., Lubelski Węgiel „Bogdanka" S.A., Jastrzębska Spółka Węglowa S.A., Polskie Górnictwo Naftowe i Gazownictwo S.A., Polski Koncern Naftowy Orlen S.A. oraz Grupa Lotos S.A. Udział kosztów pracy w kosztach rodzajowych ogółem w spółkach z branży surowcowo-paliwowej w latach 2009–2013 zaprezentowano w tabeli 1 oraz na wykresie 1.

Tabela 1. Udział kosztów pracy w kosztach rodzajowych ogółem w spółkach branży surowcowo-paliwowej w latach 2009–2013

Wyszczególnienie	2009	2010	2011	2012	2013	Średnia dla badanego okresu
LW „Bogdanka" S.A.	35,5%	32,7%	29,9%	28,3%	29,1%	31,1%
KGHM Polska Miedź S.A.	31,4%	28,2%	25,2%	21,4%	22,2%	25,7%
JSW S.A.	b. d.[10]	40,37%	54,33%	36,19%	30,54%	40,4%
PGNiG S.A.	4,36%	4,66%	4,39%	4,33%	3,97%	4,3%
PKN Orlen S.A.	2,92%	2,43%	1,95%	1,80%	1,86%	2,2%
Grupa Lotos S.A.	1,28%	1,02%	0,69%	0,63%	0,75%	0,9%
Średnia dla spółek	15,1%	18,2%	19,4%	15,4%	14,7%	16,6%

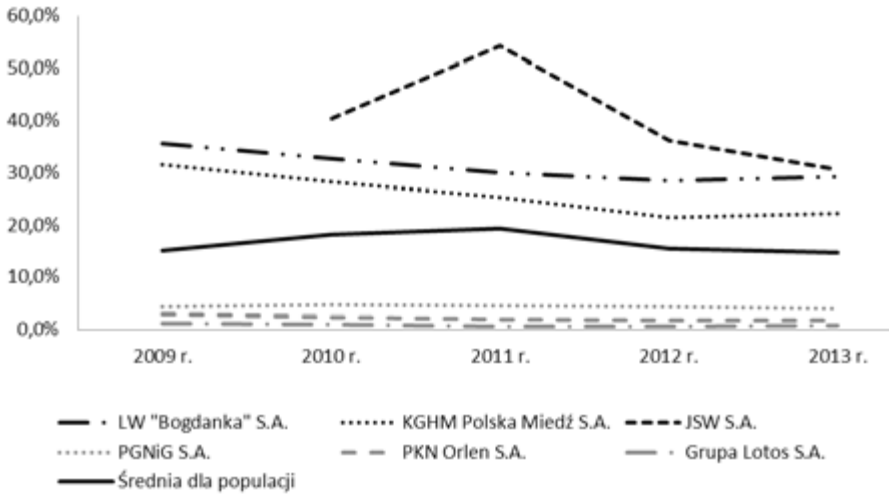
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań jednostkowych wybranych przedsiębiorstw z branży surowcowo-paliwowej.

W przedsiębiorstwach, w których podstawowym typem prowadzonej działalności jest wydobycie surowców i handel nimi, koszty pracy stanowiły przeciętnie: w 2009 roku − 15,1%, w 2010 roku − 18,2%, w 2011 roku − 19,4%, w 2012 roku − 15,4%, w 2013 roku − 14,7% kosztów rodzajowych ogółem. Średnia wartość dla okresu 2009–2013 wynosiła 16,6%. W Lubelskim Węglu „Bogdanka" S.A. koszty związane z zatrudnieniem pracowników stanowiły średnio 31,1% i były wyższe od średniej dla spółek badanych o 14,5 pkt. proc. W KGHM Polska Miedź S.A. koszty pracy stanowiły średnio 25,7% kosztów rodzajowych ogółem i były wyższe od średniej dla populacji o 9,1 pkt. proc. W Jastrzębskiej Spółce Węglowej S.A. relacja kosztów pracy do kosztów rodzajowych ogółem przedsiębiorstwa wynosiła 40,4% i była wyższa od przeciętnej o 23,8 pkt. proc. Koszty pracy w Polskim Górnictwie Naftowym i Gazownictwie S.A. stanowiły 4,3% ogólnej sumy kosztów rodzajowych ponoszonych przez przedsiębiorstwo. Wartość wskaźnika w PGNiG S.A. była o 12,3 pkt. proc. niższa niż średnia obliczona dla badanych spółek. W PKN Orlen S.A. przeciętny udział kosztów pracy w badanym okresie wynosił 2,2%

[10] Ze względu na ograniczony dostęp do danych dla Jastrzębskiej Spółki Węglowej S.A. za 2009 rok, brak odpowiednich sprawozdań za te lata na stronie internetowej www.jsw.pl, analizę kosztów pracy przeprowadzono dla okresu 2010–2013. Brak danych za ten rok uwzględniono również w wyliczeniu średniej dla branży surowcowo-paliwowej.

i był niższy od przeciętnej wartości tego wskaźnika o 14,4 pkt. proc. Najniższy udział kosztów związanych z zatrudnioną załogą w badanym okresie odnotowała Grupa Lotos S.A., w której przeciętna wartość tego wskaźnika wynosiła 0,9% i była niższa od średniej dla badanej populacji o 15,7 pkt. proc.

Graficzną prezentację udziału kosztów pracy w kosztach rodzajowych ogółem stanowi wykres 1.



Wykres 1. Udział kosztów pracy w kosztach rodzajowych w spółkach branży surowcowo-paliwowej w latach 2009−2013

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań jednostkowych wybranych przedsiębiorstw z branży surowcowo-paliwowej.

Przeciętny udział kosztów pracy w kosztach rodzajowych ogółem dla badanych spółek z branży surowcowo-paliwowej wahał się w przedziale od maksymalnego udziału wynoszącego 19,4% w 2011 roku do minimalnego, wynoszącego 14,7% w 2013 roku. We wszystkich badanych przedsiębiorstwach wskaźnik ten wykazywał trend spadkowy, jednak nie we wszystkich przedsiębiorstwach tendencja ta była o równym stopniu nasilenia. Największy spadek wskaźnika udziału kosztów pracy w kosztach rodzajowych ogółem zaobserwowano w JSW S.A. Z poziomu 40,37%, zidentyfikowanego w 2010 roku, udział kosztów pracy w kosztach rodzajowych zmalał w 2013 roku o 9,83 pkt. proc. Natomiast najmniejszy spadek wskaźnika zaobserwowano w Grupie Lotos S.A. Zidentyfikowany spadek udziału kosztów pracy w kosztach rodzajowych ogółem był na poziomie 0,3 pkt. proc. W 2009 roku relacja pomiędzy kosztami pracy a kosztami rodzajowymi w Grupie Lotos S.A. była najniższa spośród wszystkich przebadanych spółek z branży surowcowo-paliwowej i kształtowała się na poziomie 1,28%.

Przedsiębiorstwa z branży surowcowo-paliwowej można podzielić na dwie grupy. Na te, w których zaobserwowano udział kosztów pracy w kosztach rodzajowych ogółem powyżej przeciętnej dla badanej populacji oraz w których udział ten był poniżej średniej. Wskaźnik udziału kosztów pracy powyżej średniej zidentyfikowano w spółkach: JSW S.A., LW „Bogdanka" S.A. oraz KGHM Polska Miedź S.A., natomiast wskaźnik poniżej przeciętnej zidentyfikowano w spółkach: PGNiG S.A., PKN Orlen S.A. oraz w Grupie Lotos S.A. Pierwsza grupa spółek zajmuje się wydobyciem i przerobem stałych surowców naturalnych, tj. rudy miedzi, węgla kamiennego, węgla koksowego. W drugiej grupie znalazły się spółki, których podstawowym profilem działalności jest wydobycie i przeróbka ciekłych węglowodorów, tj. gazu ziemnego lub/i ropy naftowej. Zidentyfikowana zależność pozwala stwierdzić, że w spółkach zajmujących się wydobyciem stałych surowców naturalnych jest większa pracochłonność, a co zatem idzie − również kapitałochłonność produkcji, niż w spółkach, których podstawowy profil działalności to wydobycie i handel ciekłymi węglowodorami. Dodatkowym czynnikiem, który wpływa na wysokość wynagrodzeń i bezpośrednio determinuje ogół kosztów pracy w JSW S.A., LW „Bogdanka" S.A. oraz KGHM Polska Miedź S.A. jest rozporządzenie z 1981 roku, potocznie nazwane Kartą Górnika, oraz bardzo duża siła związków zawodowych. Przepisy Karty Górnika niegdyś gwarantowały pracownikom m.in.: prawa honorowe, urlopy zdrowotne oraz duży wachlarz dodatkowych form wynagradzania za pracę. W ramach dodatkowych form wynagradzania pracowników wyróżnia się m.in.: nagrody roczne, tzw. trzynastki i czternastki, nagrody z okazji Dnia Górnika (tzw. Barbórki), deputaty, „piórnikowe" czy nagrody jubileuszowe[11], których nie ma zagwarantowana załoga pracująca przy wydobywaniu ciekłych węglowodorów. Niektóre z praw pochodzących z Karty Górnika, w wyniku przemian ustrojowych i zmian w Kodeksie pracy, przestały być prawnie zagwarantowane dla górników. Jednak istnienie praw pracowników kopalń gwarantują zakładowe układy zbiorowe pracy, które w sposób szczególny są chronione przez organizacje związkowe i stanowią główny obszar konfliktu z władzami kopalń[12].

4. Koszty pracy w branży handlu detalicznego

W ramach branży handlu detalicznego przebadano przedsiębiorstwa, których podstawowym profilem działalności jest sprzedaż detaliczna wyrobów

[11] Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 30 grudnia 1981 roku w sprawie szczególnych przywilejów dla pracowników górnictwa – Karta Górnika, Dz.U. z 1982 r., nr 2, poz. 13.

[12] Ł. Chruściel, *Karta Górnika już dawno nie chroni górniczych przywilejów*, „Gazeta Prawna", http://serwisy.gazetaprawna.pl/praca-i-kariera/artykuly/827617,karta-gornika-juz-dawno-nie-chroni-gorniczych-przywilejow.html (data dostępu: 15.01.2015).

tekstylnych lub artykułów spożywczo-przemysłowych. W badaniu w ramach branży handlu detalicznego przebadano koszty pracy następujących przedsiębiorstw: Vistula S.A., Prima Moda S.A., CCC S.A., Eurocash S.A., Alma Market S.A. oraz Emperia S.A. Udział kosztów pracy w kosztach rodzajowych w spółkach branży handlu detalicznego w latach 2009–2013 zaprezentowano w tabeli 2 oraz na wykresie 2.

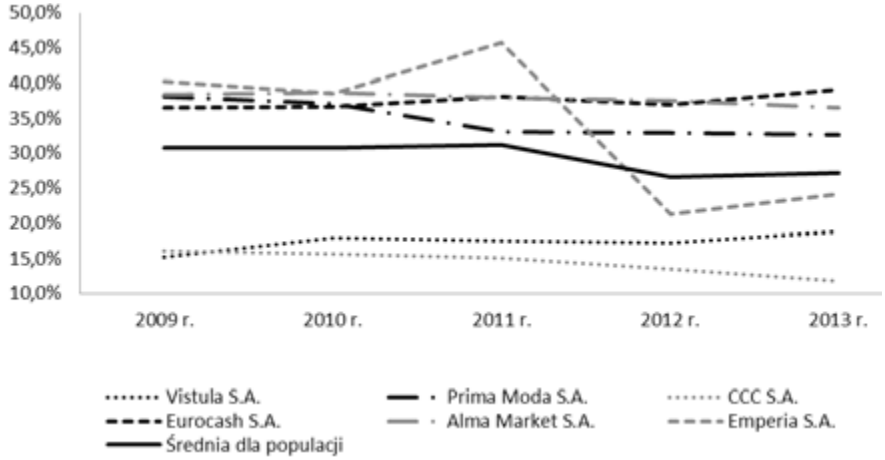
Tabela 2. Udział kosztów pracy w kosztach rodzajowych ogółem w spółkach branży handlu detalicznego w latach 2009–2013

Wyszczególnienie	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**Średnia dla badanego okresu**
Vistula S.A.	15,2%	18,0%	17,6%	17,2%	18,8%	17,4%
Prima Moda S.A.	38,1%	37,0%	33,0%	32,9%	32,7%	34,7%
CCC S.A.	16,1%	15,6%	15,1%	13,5%	11,7%	14,4%
Eurocash S.A.	36,5%	36,7%	38,1%	36,9%	39,1%	37,5%
Alma Market S.A.	38,4%	38,6%	38,0%	37,6%	36,5%	37,8%
Emperia S.A.	40,2%	38,5%	45,6%	21,3%	24,1%	34,0%
Średnie dla populacji	30,8%	30,7%	31,2%	26,6%	27,1%	29,3%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań jednostkowych wybranych przedsiębiorstw z branży handlu detalicznego.

W przedsiębiorstwach zajmujących się handlem detalicznym wyrobów tekstylnych oraz artykułów spożywczo-przemysłowych przeciętny udział kosztów pracy w kosztach rodzajowych ogółem wynosił odpowiednio: w 2009 roku − 30,8%, w 2010 roku − 30,7%, w 2011 roku − 31,2%, w 2012 roku − 26,6% oraz w 2013 roku − 27,1%. Średnia wartość dla okresu 2009–2013 wynosiła 29,3%. W Vistula S.A. koszty pracy stanowiły średnio 17,4% kosztów rodzajowych ogółem i były one niższe od średniej dla przebadanej populacji o 11,9 pkt. proc. W Prima Moda S.A. koszty związane z zatrudnionymi pracownikami średnio determinowały 34,7% kosztów rodzajowych ogółem. Średnia dla spółki była w badanym okresie o 5,5 pkt. proc. wyższa niż przeciętna dla wszystkich przebadanych spółek. Przeciętny udział kosztów pracy w kosztach rodzajowych w przedsiębiorstwie CCC S.A. wynosił 14,4% i był o 14,9 pkt. proc. niższy niż średnia dla badanej grupy. W spółce Eurocash S.A. udział kosztów pracy w kosztach rodzajowych ogółem wynosił przeciętnie 37,5% i był o 8,2 pkt. proc. wyższy niż średni udział w badanych przedsiębiorstwach. Koszty pracy w Alma Market S.A. w badanym okresie determinowały średnio

37,8% kosztów rodzajowych ogółem. Koszty pracy w Alma Market S.A. były o 8,5 pkt. proc. wyższe niż w całej populacji. W spółce Emperia S.A. przeciętny udział kosztów pracy w kosztach rodzajowych wynosił 34,0% i był większy od średniej dla badanej populacji o 4,7 pkt. proc.



Wykres 2. Udział kosztów pracy w kosztach rodzajowych w spółkach branży handlu detalicznego w latach 2009−2013

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań jednostkowych wybranych przedsiębiorstw z branży handlu detalicznego.

Przeciętny udział kosztów pracy w kosztach rodzajowych ogółem dla populacji z branży handlu detalicznego wahał się w przedziale od maksymalnego udziału wynoszącego 31,2% w 2011 roku do minimalnego, wynoszącego 26,6%, zdiagnozowanego w kolejnym roku analizy. Z przeprowadzonej analizy udziału kosztów pracy w kosztach rodzajowych ogółem zaobserwowano spadek tego wskaźnika w czterech oraz wzrost w dwóch spółkach. Spadek wskaźnika udziału kosztów związanych z zatrudnionymi pracownikami w kosztach rodzajowych ogółem zidentyfikowano w Prima Moda S.A., CCC S.A., Alma Market S.A. oraz Emperia S.A. Natomiast wzrost wskaźnika zaobserwowano w Vistula S.A. oraz Eurocash S.A. Największe zmniejszenie udziału kosztów pracy w kosztach rodzajowych w 2013 roku, w porównaniu do poziomu z 2009 roku wynoszącego 40,20%, zaobserwowano w Emperia S.A. Spadek tego wskaźnika w Emperia S.A. był na poziomie 16,1 pkt. proc. Natomiast najmniejszy spadek kosztów pracy w 2013 roku w porównaniu do 2009 roku był w przedsiębiorstwie Alma Market S.A. Z poziomu 38,4% w 2009 roku wskaźnik zmalał w 2013 roku o 1,9 pkt. proc. Wskaźnik udziału kosztów pracy w kosztach rodzajowych wzrósł w 2013 roku w porównaniu do 2009 roku odpowiednio: w przedsiębiorstwie Eurocash S.A. o 2,6 pkt. proc., z poziomu 36,5%

w 2009 roku, oraz w przedsiębiorstwie Vistula S.A. o 3,6 pkt. proc., z poziomu 15,2% zaobserwowanego w 2009 roku.

Wskaźnik udziału kosztów pracy w kosztach rodzajowych powyżej średniej dla populacji przez cały okres analizy zidentyfikowano w spółkach Vistula S.A. oraz CCC S.A., natomiast wskaźnik poniżej przeciętnej przez cały okres analizy zidentyfikowano w spółkach Prima Moda S.A., Eurocash S.A. oraz Alma Market S.A. Przedsiębiorstwo Emperia S.A. jest jedynym przykładem z całej badanej populacji, w której relacja kosztów pracy do kosztów rodzajowych nie ma stałego odniesienia do przeciętnej wyliczonej dla badanych spółek z branży handlu detalicznego. W latach 2009–2011 udział kosztów pracy w kosztach rodzajowych kształtował się powyżej przeciętnej populacji, natomiast w 2012 i 2013 roku wskaźnik udziału kosztów pracy w kosztach rodzajowych plasował się poniżej przeciętnej dla badanych spółek. Sytuacja ta była wynikiem odsprzedania segmentu dystrybucyjnego Tradis w 2010 roku przez spółkę Emperia S.A. spółce Eurocash S.A.[13] Jednocześnie przejęcie przez Eurocash S.A. Grupy Dystrybucyjnej Tradis wyjaśnia wzrost udziału kosztów pracy w ogólnej sumie kosztów rodzajowych tej spółki.

Zakończenie

Nieodłącznym elementem związanym z prowadzeniem działalności gospodarczej jest zatrudnianie pracowników, którzy są niezbędnym ogniwem procesu wytwórczego, w rezultacie którego powstają efekty finalne przeznaczone do sprzedaży. Sprzedaż efektów finalnych przez przedsiębiorstwo jest podstawowym źródłem zysków, bez których przedsiębiorstwo nie byłoby w stanie rozwijać się oraz prawidłowo funkcjonować. Zatrudnianie pracowników jest również związane z generowaniem w przedsiębiorstwie kosztów pracy, które przyjmują postać: wynagrodzeń, narzutów związanych z obowiązkowymi ubezpieczeniami społecznymi, nagród, dodatków oraz pozostałych świadczeń ze strony pracodawcy. Wynagrodzenia są podstawowym elementem kosztów pracy, pełnią w życiu gospodarczym wiele funkcji. Wpływają m.in. na rozwój gospodarki, status społeczny obywateli, opinię publiczną, relacje międzyludzkie.

Przeprowadzenie analizy dla dwóch znaczących sektorów gospodarki, tj. branży surowcowo-paliwowej oraz branży handlu detalicznego, pozwoliło pozytywnie zweryfikować postawioną hipotezę oraz osiągnąć cel opracowania. Badanie uwypukliło ewidentny związek pomiędzy profilem prowadzonej działalności a wielkością ponoszonych przez przedsiębiorstwo kosztów pracy.

[13] Sprawozdanie finansowe Emperia Holding S.A. za 2009 r. – 2013 r., http://emperia.pl/index.php?id=901 (data dostępu: 15.01.2015).

Abstrahując od wartości nominalnych kosztów pracy, ogólny poziom kosztów w przedsiębiorstwach w większym stopniu był determinowany kosztami pracy w spółkach z branży handlu detalicznego. Udział kosztów pracy w kosztach rodzajowych średnio w przebadanych spółkach z branży handlu detalicznego stanowił blisko 1/3 ogólnej sumy kosztów, przy czym w spółkach z branży surowcowo-paliwowej koszty pracy stanowiły mniej niż 1/5. Zróżnicowanie w udziale kosztów pracy w kosztach rodzajowych występowało również w obszarze jednej branży.

W przebadanych spółkach z branży surowcowo-paliwowej można wyróżnić dwie grupy. W pierwszej, w której znalazły się spółki: LW „Bogdanka" S.A., JSW S.A. oraz KGHM Polska Miedź S.A., udział kosztów pracy w kosztach rodzajowych wahał się od 20% do 55%. W drugiej grupie, do której sklasyfikowano: PGNiG S.A., PKN Orlen S.A., Grupę Lotos S.A., udział kosztów pracy w ogólnej sumie kosztów wahał się od 0,5% do 5%. Zidentyfikowana różnica wskazuje na większą pracochłonność produkcji i przerobu stałych surowców naturalnych niż ciekłych. Dodatkową determinantą wpływającą na poziom kosztów pracy w spółkach LW „Bogdanka" S.A., JSW S.A. oraz KGHM Polska Miedź S.A. jest niegdyś historyczne uprzywilejowanie Rozporządzeniem Rady Ministrów z 1981 roku, obecnie sformalizowane w formie zakładowych zbiorowych układów pracy, zawodu górnika stałych surowców naturalnych. Zaobserwowanym podobieństwem dla wszystkich sześciu przebadanych spółek z branży surowcowo-paliwowej w analizowanym okresie był trend spadkowy wskaźnika udziału kosztów pracy w kosztach rodzajowych ogółem.

Podobnie jak w spółkach z branży surowcowo-paliwowej, tak i w spółkach handlu detalicznego nie ma jednoznaczności. W czterech z sześciu przebadanych spółkach, tj. w Prima Moda S.A., CCC S.A., Emperia S.A. oraz Alma Market S.A., zidentyfikowano spadek wartości wskaźnika udziału kosztów pracy w kosztach rodzajowych ogółem. Natomiast w dwóch − Vistula S.A. oraz Eurocash S.A. − zaobserwowano wzrost wskaźnika wykorzystanego do zweryfikowania hipotezy.

Pracownicy oraz koszty związane z ich zatrudnianiem stanowią bardzo wrażliwą społecznie i jednocześnie ciekawą i trudną do rozwiązania problematykę badań naukowych. Jest to obszar, w którym istnieje wiele niepostawionych i niezweryfikowanych problemów badawczych.

Bibliografia

Armstrong M., *Zarządzanie wynagrodzeniami*, Wolters Kluwers business, Warszawa 2013.
Borkowska S., *Strategie wynagrodzeń*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004.
Chruściel Ł., *Karta Górnika już dawno nie chroni górniczych przywilejów*, „Gazeta Prawna", http://serwisy.gazetaprawna.pl/praca-i-kariera/artykuly/827617,karta-gornika-juz-dawno-nie-chroni-gorniczych-przywilejow.html (data dostępu: 15.01.2015).

Jacewicz A., Małkowska D., *Kadry i płace 2014,* ODDK, Gdańsk 2014.
Jacukowicz Z., *Kompleksowe zarządzanie pracą*, ODDK, Gdańsk 2004.
Pocztowski A., *Zarządzanie zasobami ludzkimi. Strategie – procesy – metody*, PWE, Warszawa 2008.
Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 30 grudnia 1981 roku w sprawie szczególnych przywilejów dla pracowników górnictwa – Karta Górnika, Dz.U. z 1982 r., nr 2, poz. 13.
Smith A., *Badanie nad naturą i przyczynami bogactw narodów*, PWN, Warszawa 1955.
Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warszawa 2004.
Sprawozdanie finansowe Alma Market S.A. za 2009 r. – 2013 r., www.almamarket.pl/dla-inwestora/raporty/okresowe (data dostępu: 15.01.2015).
Sprawozdanie finansowe CCC S.., za 2009 r. – 2013 r., http://firma.ccc.eu/pl/2012-02-08-13-24-27 (data dostępu: 15.01.2015).
Sprawozdanie finansowe Emperia Holding S.A. za 2009 r. – 2013 r., http://emperia.pl/index.php?id=901 (data dostępu: 15.01.2015).
Sprawozdanie finansowe Eurocash S.A. za 2009 r. – 2013 r., http://eurocash.pl/relacje-inwestorskie/raporty-okresowe.html (data dostępu: 15.01.2015).
Sprawozdanie finansowe Grupa Lotos S.A. za 2009 r. – 2013 r., http://inwestor.lotos.pl/193/raporty_i_dane/raporty_roczne (data dostępu: 15.01.2015).
Sprawozdanie finansowe JSW S.A. za 2009 r. – 2013 r., www.jsw.pl/relacje-inwestorskie/raporty-gieldowe/raporty-okresowe/ (data dostępu: 15.01.2015).
Sprawozdanie finansowe KGHM Polska Miedź S.A. za 2009 r. – 2013 r., www.kghm.pl/index.dhtml?category_id=311 (data dostępu: 15.01.2015).
Sprawozdanie finansowe LW „Bogdanka" S.A. za 2009 r. – 2013 r., http://ri.lw.com.pl/raporty-okresowe (data dostępu: 15.01.2015).
Sprawozdanie finansowe Prima Moda S.A. za 2009 r. – 2013 r., www.primamoda.com.pl/relacje-inwestorskie/pl/raporty/okresowe/ (data dostępu: 15.01.2015).
Sprawozdanie finansowe PGNiG S.A. za 2009 r. – 2013 r., www.pgnig.pl/relacje-inwestorskie/raporty-gieldowe/okresowe (data dostępu: 15.01.2015).
Sprawozdanie finansowe PKN „Orlen" S.A. za 2009 r. – 2013 r., www.orlen.pl/PL/RelacjeInwestorskie/Raportyroczne/Strony/default.aspx (data dostępu: 15.01.2015).
Sprawozdanie finansowe Vistula S.A. za 2009 r. – 2013 r., www.vistulagroup.pl/relacje-inwestorskie/raporty-okresowe (data dostępu: 15.01.2015).
Ustawa z dnia 26 czerwca 1974 roku − Kodeks Pracy (Dz.U. z 1974 r., nr 24, poz. 141, art. 84).
Wojas M., *Wynagrodzenia i inne świadczenia na rzecz pracowników – dokumentacja i ewidencja księgowa*, SKwP, Warszawa 2011.

Summary

Industrial Differentiation of the Labour Costs

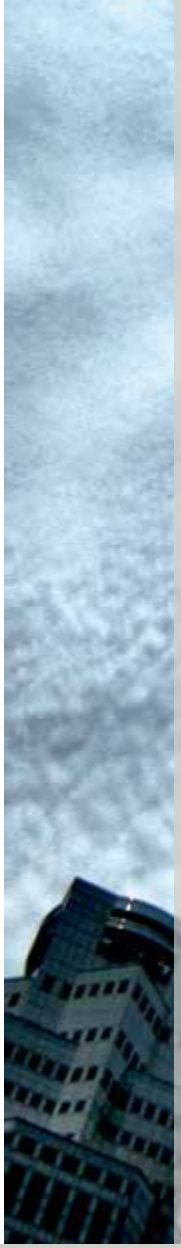
Labour costs occur in all companies employing people. Just like other types of costs, they are subject to constant analysis and evaluation. The following paper discusses the relation between the type of industry and the level of labour costs in the cost by type. The author analyses companies listed at the Warsaw Stock Exchange – six from raw material and fuel industry and six from trade industry. The results of this analysis prove that the level of labour costs in cost by type depend on the type of industry. The disparities related to the amount of labour costs in the cost by type are also evident in companies operating within the same type of industry.

Keywords: financial analysis, labour cost, power industry, trade industry

Działalność przedsiębiorstwa wiąże się z pozyskiwaniem zasobów, ich przetwarzaniem oraz oferowaniem produktów i usług. Stąd naturalne jest powiązanie przedsiębiorstwa z rynkiem czynników wytwórczych oraz dóbr i usług. Realizacja tych procesów wiąże się z przepływami realnymi, ale też finansowymi. Finanse są istotnym aspektem działania każdego przedsiębiorstwa, gdyż skutki podjętych decyzji w jakimkolwiek obszarze działania przedsiębiorstwa zawsze mają swój wymiar finansowy.

W monografii finansowe aspekty działania przedsiębiorstwa zostały zaprezentowane w szerszym kontekście – oddziaływania na nie finansów publicznych oraz istnienia rynku finansowego. Struktura pracy obejmuje trzy wyodrębnione części w zależności od rodzaju omawianych zagadnień. W skład części pierwszej wchodzą zagadnienia związane z finansami publicznymi (rozdziały I–VI). Część druga obejmuje zagadnienia charakteryzujące związki między przedsiębiorstwem a rynkiem finansowym (rozdziały VII–X). Część trzecia odnosi się do zagadnień finansów przedsiębiorstw (rozdziały XI–XIX). Opracowanie zawiera zarówno omówienie wybranych zagadnień w ujęciu teoretycznym, jak i prezentację wyników badań prowadzonych we wspomnianych obszarach, przez co omawiane treści zawierają cechy naukowego podejścia.

Niniejsza publikacja stanowi zbiór opracowań odnoszących się do sfery finansowej funkcjonowania podmiotów gospodarczych, prezentując również wpływ otoczenia (związanego z finansami publicznymi oraz istnieniem rynku) na decyzje podejmowane w przedsiębiorstwie i ich skutki finansowe. Opracowania zawierają zarówno opis zagadnień teoretycznych, opis przypadków, jak i wyniki badań z zastosowaniem zaawansowanych metod statystycznych. Dzięki temu publikacja stanowi wartościową lekturę.



UMCS
WYDAWNICTWO

9 788377 846872