

**FINANSE W NIESTABILNYM OTOCZENIU
– DYLEMATY I WYZWANIA**

Finanse przedsiębiorstw

Studia Ekonomiczne

**ZESZYTY NAUKOWE
WYDZIAŁOWE**

**UNIWERSYTETU EKONOMICZNEGO
W KATOWICACH**

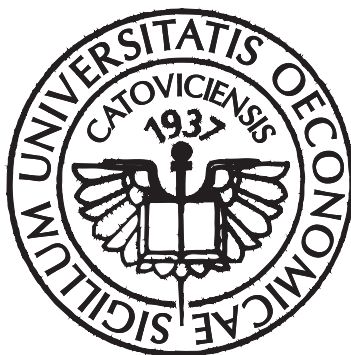
FINANSE W NIESTABILNYM OTOCZENIU – DYLEMATY I WYZWANIA

Finanse przedsiębiorstw

Redaktorzy naukowci

Halina Zadora

Gabriela Łukasik



Katowice 2012

Komitet Redakcyjny

Krystyna Lisiecka (przewodnicząca), Anna Lebda-Wyborna (sekretarz),
Halina Henzel, Anna Kostur, Maria Michałowska, Grażyna Musiał, Irena Pyka,
Stanisław Stanek, Stanisław Swadźba, Janusz Wywiąt, Teresa Żabińska

Komitet Redakcyjny Wydziału Finansów i Ubezpieczeń

Halina Buk (redaktor naczelny), Anna Kuzior (sekretarz), Anna Kostur,
Gabriela Łukasik, Artur Walasik

Rada Programowa

Lorenzo Fattorini, Mario Glowik, Miloš Král, Bronisław Micherda,
Zdeněk Mikoláš, Marian Noga, Gwo-Hsiung Tzenga

Recenzenci

Aurelia Bielawska
Danuta Krzemińska

Redaktor

Karolina Koluch

© Copyright by Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego
w Katowicach 2012

ISBN 978-83-7875-006-2

ISSN 2083-8611

Wszelkie prawa zastrzeżone.

Każda reprodukcja lub adaptacja całości bądź części niniejszej publikacji,
niezależnie od zastosowanej techniki reprodukcji, wymaga pisemnej zgody Wydawcy

Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach

ul. 1 Maja 50, 40-287 Katowice, tel. 32 257-76-30, fax 32 257-76-43
www.wydawnictwo.ue.katowice.pl, e-mail: wydawnictwo@ue.katowice.pl

SPIS TREŚCI

WSTĘP	9
 PROBLEMY INNOWACJI I OCHRONY ŚRODOWISKA W WARUNKACH NIESTABILNOŚCI OTOCZENIA PRZEDSIĘBIORSTW	
Joanna Błach: CHANGES IN THE BUSINESS ENVIRONMENT AS THE MAJOR MOTIVES FOR IMPLEMENTING FINANCIAL INNOVATIONS IN THE CORPORATE FINANCIAL STRATEGY	15
Streszczenie	23
Anna Doś: ENVIRONMENTAL FINANCE DENOTATION AND MAIN RESEARCH AREAS.....	25
Streszczenie	35
Bożena Mikołajczyk: SEKURYTYZACJA KREDYTÓW DLA MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTW	37
Summary	46
Wojciech Zbaraszewski: PRZEDSIĘBIORSTWA W SYSTEMIE FINANSOWANIA OCHRONY ŚRODOWISKA.....	47
Summary	55
 PROBLEMY INFORMACJI I REGULACJI W WARUNKACH NIESTABILNOŚCI OTOCZENIA	
Jacek Adamek: HISTORIA KSIĘGOWOŚCI W CHINACH – RYS	59
Summary	67
Anna Flotyńska, Marta Kluzek: OPODATKOWANIE INSTRUMENTÓW HYBRYDOWYCH W POLSCE I W NIEMCZACH – ANALIZA PORÓWNAWCZA.....	69
Summary	80
Tomasz Gabrusewicz: EWOLUCJA WSPÓŁCZESNEJ RACHUNKOWOŚCI W ŚWIETLE EKONOMII ZRÓWNOWAŻONEGO ROZWOJU	81
Summary	88

Jolanta Iwin-Garzyńska: OPODATKOWANIE KOSZTU DŁUGU PRZEDSIĘBIORSTW A KONCEPCJA WSPÓLNEJ SKONSOLIDOWANEJ KORPORACYJNEJ PODSTAWY OPODATKOWANIA.....	89
Summary	97
Michał Kałdoński: KONTROWERSJE WOKÓŁ METOD POMIARU PRAW KONTROLI AKCJONARIUSZY SPÓŁEK PUBLICZNYCH.....	99
Summary	107
Anna Mitek, Agnieszka Perepeczo: POLITYKA DYWIDEND W SPÓŁKACH NOTOWANYCH NA GPW S.A.	109
Summary	117
Jacek Uchman: OCENA ZNACZENIA INFORMACJI UDOSTĘPNIANYCH PRZEZ SPÓŁKI	119
Summary	127
Elżbieta Wrońska: WYKUPY AKCJI. ALTERNATYWA CZY UZUPEŁNIENIE WYPŁAT DYWIDEND	129
Summary	135
Sławomir Zarębski: FORMALIZACJA POLITYKI DYWIDEND W POLSKICH SPÓŁKACH PUBLICZNYCH	137
Summary	144
WSKAŹNIKI FINANSOWE PRZEDSIĘBIORSTW W WARUNKACH NIESTABILNOŚCI OTOCZENIA	
Marek Czyż: DETERMINANTY PŁYNNOŚCI FINANSOWEJ PRZEDSIĘBIORSTW W WARUNKACH KRYZYSU	147
Summary	155
Justyna Franc-Dąbrowska, Małgorzata Porada-Rochoń: DYLEMATY PŁYNNOŚCI MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTW W WARUNKACH NIESTABILNEGO OTOCZENIA	157
Summary	167
Justyna Franc-Dąbrowska, Małgorzata Porada-Rochoń: KREDYT KUPIECKI A SYTUACJA FINANSOWA MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTW W WARUNKACH NIESTABILNEGO OTOCZENIA	169
Summary	177

Katarzyna Kreczmańska-Gigol: ROLA SKARBNIKA W PRZEDSIĘBIORSTWIE – UJĘCIE HISTORYCZNE I WSPÓŁCZESNE	179
Summary	189
Elżbieta Orechwa-Maliszewska: RELACJE KAPITAŁOWO-MAJĄTKOWE POLSKICH PRZEDSIĘBIORSTW	191
Summary	199
Mirostaw Wypych: RENTOWNOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTW PRZEMYSŁOWYCH W OKRESIE SPOWOLNIENIA GOSPODARCZEGO	201
Summary	209
ŹRÓDŁA FINANSOWANIA I INWESTOWANIE W WARUNKACH NIESTABILNOŚCI FINANSOWEJ	
Adam Adamczyk, Paweł Witkowski: WPŁYW POZIOMU DŹWIGNI FINANSOWEJ NA WARTOŚCI WSPÓŁCZYNNIKÓW RYZYKA AKCJI	213
Summary	221
Krzysztof Górka: ROZWÓJ RYNKU OBLIGACJI KORPORACYJNYCH W POLSCE W LATACH 1997-2011	223
Summary	231
Anna Korzeniowska: ŹRÓDŁA FINANSOWANIA DZIAŁALNOŚCI INNOWACYJNEJ	233
Summary	241
Jarosław Kubiak: EMPIRYCZNA WERYFIKACJA TEORII HIERARCHII ŹRÓDEŁ FINANSOWANIA PRZEDSIĘBIORSTW	243
Summary	251
Joanna Lizińska: WTÓRNE EMISJE AKCJI I ICH WPŁYW NA STOPY ZWROTU – DOŚWIADCZENIA SPÓŁEK NOTOWANYCH W BOMBAJU	253
Summary	261
Grzegorz Michalski: FINANSE ORGANIZACJI NON PROFIT W NIESTABILNYM OTOCZENIU: INWESTYCJE W PŁYNNE AKTYWA W OPODATKOWANYCH I NIEOPODATKOWANYCH ORGANIZACJACH	263
Summary	272

Wojciech Misterek: ZASTOSOWANIE KREDYTU JAKO FORMY FINANSOWANIA INNOWACJI.....	273
Summary	281

BRANŻOWE UJĘCIE FINANSÓW PRZEDSIĘBIORSTW W WARUNKACH NIESTABILNOŚCI OTOCZENIA

Katarzyna Boratyńska: PRZYCZYNY ORAZ KOSZTY UPADŁOŚCI ZAKŁADÓW MIĘSNYCH PŁOCK S.A.	285
Summary	294

Sławomir Jarka: TEORETYCZNE I PRAKTYCZNE UWARUNKOWANIA STOSOWANIA KOSZTÓW TRANSAKCYJNYCH	295
Summary	302

Agnieszka Kurdyś-Kujawska: KREDYT JAKO ŹRÓDŁO FINANSOWANIA INWESTYCJI W PRAKTYCE GOSPODARSTW ROLNYCH – W ŚWIELE WYNIKÓW BADAŃ EMPIRYCZNYCH.....	303
Summary	310

Agnieszka Strzelecka: SAMOZAOPATRZENIE ROLNICZYCH GOSPODARSTW DOMOWYCH	311
Summary	320

Ewa Szafraniec-Siluta: STOPA INWESTYCJI GOSPODARSTW ROLNYCH W POLSCE W LATACH 2004-2009.....	321
Summary	330

Danuta Zawadzka: OCENA WYKORZYSTANIA KREDYTU HANDLOWEGO PRZEZ PRZEDSIĘBIORSTWA ROLNICZE W POLSCE	331
Summary	339

WSTĘP

Problemy sfery finansów oddziałują na współczesne procesy gospodarcze na niespotykaną dotychczas skalę. Zarówno wcześniejszy kryzys zaufania do rynków finansowych, zapoczątkowany na rynku kredytów hipotecznych, jak i późniejszy kryzys finansów publicznych w krajach strefy euro są powodem obarczania za niestabilność gospodarki szeroko rozumianych finansów. Rolą środowiska naukowego jest podjęcie dyskusji na temat kluczowych w tym zakresie dylematów i wyzwań. Niniejszy zbiór, prezentowany w serii Zeszytów Naukowych, jest efektem takiej dyskusji prowadzonej wśród praktyków i naukowców z zakresu finansów. Toczy się ona także wśród przedstawicieli finansów przedsiębiorstw, którzy włączyli się do ogólnej dyskusji naukowej, także pod wpływem skutków, jakie niestabilność otoczenia wywołała w finansach przedsiębiorstw w Polsce i za granicą. Autorzy niniejszego zbioru przyjmują określenie niestabilności otoczenia jako ogólne, w ramach którego mówi się o spowolnieniu gospodarczym, kryzysie finansowym czy zjawiskach kryzysowych. W ramach tych uwarunkowań rozpatruje się sześć grup zagadnień dotyczących:

- działań innowacyjnych przedsiębiorstw w odpowiedzi na ograniczenia wynikające z niestabilności otoczenia,
- wyzwań dyktowanych przez potrzebę ochrony środowiska, których ranga wzrasta, szczególnie w warunkach niestabilności otoczenia, bo wówczas szczególnie łatwo znajduje się argumenty, by je zaniedbywać,
- narastającego znaczenia regulacji prawnych, kładąc nacisk na aspekty podatkowe, a także na formalną stronę polityki dywidendy,
- wpływu niestabilności otoczenia na główne wskaźniki finansowe przedsiębiorstw, takie jak płynność finansowa, rentowność oraz relacje majątkowo-kapitałowe,
- źródeł finansowania i inwestowania w warunkach niestabilności finansowej, także w organizacjach non profit, nadając rangę hierarchizacji źródeł finansowania, dźwigni finansowej i stopie zwrotu w warunkach wtórnej emisji akcji,
- narastających problemów branżowych w warunkach niestabilnego otoczenia, ujawniających się w finansach przedsiębiorstw, w szczególności branży rolniczej, zarówno przedsiębiorstw rolnych, jak i gospodarstw rolnych.

Dla Autorów pierwszej grupy zagadnień bazą odniesienia jest teza, że niestabilność otoczenia wymaga, obok potrzeby podjęcia działań adaptacyjnych, przede wszystkim dostrzeżenia szans w podejmowaniu działań innowacyjnych, które sprzyjają formowaniu nowych strategii finansowych przez przedsiębiorstwa. Wśród propozycji powraca się do sekurytyzacji kredytów – innowacji dość skompromitowanej, ale wciąż proponowanej przez rynki finansowe – tym razem dla małych i średnich przedsiębiorstw, widząc w tym instrumencie finansowym zwiększenie dostępu do kredytów dla tej grupy przedsiębiorstw i propagując równocześnie promowanie tej inicjatywy przez publiczne programy wsparcia.

Konieczność ochrony środowiska, ze względu na skalę problemu, nie powinna być uwarunkowana tylko koniunkturą gospodarczą. Potrzeba ochrony środowiska ma znaczenie fundamentalne. To dlatego Autorzy dostrzegli konieczność wyodrębnienia z finansów obszaru finansów ochrony środowiska (environmental finance), skupiającego finanse ochrony środowiska wszystkich podmiotów gospodarki rynkowej, w tym przede wszystkim przedsiębiorstw, głównych użytkowników środowiska, a także państwa jako regulatora i egzekutora wobec użytkowników dewastujących środowisko. W ten sposób uznano, że finanse ochrony środowiska, obejmujące finansowanie i inwestowanie, powinny uwzględniać zarówno skalę makro-, jak i mikroekonomiczną

Niestabilność otoczenia uwidoczniła słabości systemów podatkowych w krajach UE, co sprawiło, że w artykułach powrócono do koncepcji wspólnej, jednolitej podstawy opodatkowania osób prawnych, w tym także opodatkowania kosztów długu. Zwrócono przy tym uwagę na konsekwencje podatkowe stosowanych instrumentów hybrydowych. Ponieważ zawierają one w sobie zarówno instrument udziałowy, jak i dłużny, więc różnicują z tego tytułu, a nie powinny, skutki podatkowe. Zwrócono także uwagę na potrzeby formalizacji polityki dywidendy, by ujęta bądź jako deklaracja, bądź też jako dokument, zacieśniała relacje inwestorskie, ważne w warunkach niestabilności otoczenia.

Nie sposób nie wyszczególnić grupy artykułów, których Autorzy dostrzegają skutki niestabilności otoczenia w kształtowaniu wskaźników finansowych, w tym przede wszystkim płynności finansowej, rentowności, a także relacji kapitałowo-majątkowych w przedsiębiorstwach. Wobec skali niestabilności otoczenia dostrzeżono potrzebę ciągłego ich monitorowania, nadając rangę instytucji skarbnika w przedsiębiorstwie.

Podjmując zagadnienia dotyczące finansowania, a także inwestowania, dostrzeżono problem hierarchizacji źródeł finansowania, z następującą uwagą, że bardziej preferowane przez przedsiębiorstwa są wewnętrzne źródła finansowania niż zewnętrzne, a wśród tych drugich – bardziej dług niż zewnętrzne źródła finansowania własnego. Następnie dostrzeżono, że ponieważ sposób

finansowania wpływa na dźwignię finansową, więc ta oddziałuje na ryzyko akcji mierzone indeksem beta. Podjęte w tej grupie problemy uzupełniono o ocenę wpływu wtórnej emisji akcji na stopę zwrotu akcji notowanych na giełdzie.

W podejściu branżowym do finansów przedsiębiorstw Autorzy eksponują sektor rolniczy, czyli przedsiębiorstwa i gospodarstwa rolnicze działające w niestabilnym otoczeniu. Zwracają uwagę na narastający problem spadającej wiarygodności kredytowej ograniczający dostępność rolników do kredytów, potęgowany tzw. samowykluczeniem się z rynku kredytowego mimo tego, że w przypadku inwestycji rolnych obserwuje się coraz większy udział kredytów bankowych, przy równoczesnej także aktywności kredytu kupieckiego oferowanego rolnikom przez przedsiębiorstwa przetwórstwa rolnego. Nie zmienia to jednak faktu, że równocześnie obserwuje się wzrost samozaopatrzenia rolniczych gospodarstw domowych.

Wyrażamy nadzieję, że zebrane w niniejszym Zeszycie Naukowym artykuły okażą się cennym źródłem inspiracji oraz skłonią do dalszych dociekań naukowych i przemyśleń nad finansami przedsiębiorstw w Polsce i na świecie.

*Halina Zadora
Gabriela Łukasik*

**PROBLEMY INNOWACJI I OCHRONY ŚRODOWISKA
W WARUNKACH NIESTABILNOŚCI OTOCZENIA
PRZEDSIĘBIORSTW**

Joanna Błach

University of Economics in Katowice

CHANGES IN THE BUSINESS ENVIRONMENT AS THE MAJOR MOTIVES FOR IMPLEMENTING FINANCIAL INNOVATIONS IN THE CORPORATE FINANCIAL STRATEGY

Introduction

Financial innovations are subjects of many theoretical studies and empirical researches conducted from various perspectives. Firstly – financial innovations are analyzed from the financial system point of view, regarding their consequences for the global financial system, particularly in the context of the latest financial crisis. Secondly – financial innovations are analyzed on a case-by-case basis, aiming at indicating the mechanism and consequences of particular developments, mainly financial instruments.

The presented paper proposes completely different perspective – to analyze the problem of financial innovations from the corporate financial management point of view (company as an end-user of financial innovation). The importance of this problem arises from the fact that improper usage of financial innovations may lead not only to the deterioration of company's efficiency but it may pose a threat to its future. Therefore, the dramatic events observed on the financial markets lately may be regarded as a good explanation for re-thinking the importance of the financial innovations in the real sphere of the economy.

The main objective of this conceptual paper is to analyze the potential motives of implementing financial innovations in the corporate financial strategy, particularly in the context of the continuous changes in the business environment.

1. Meaning of financial innovations in the financial system

Financial innovations are not a new phenomenon, as their appearance is strictly connected with the development of the financial system and its elements. Therefore, financial innovations have been important part of economic history, ranging from the innovation of interest to the creation of credit default swaps (CDS) or asset backed securities (ABS). In addition, financial innovations are related to technological innovations, creating conditions for the eco-

conomic growth and increase in the social welfare. As it is argued that growth is not only driven by the profit-maximizing entrepreneurs who commercialize new technologies, but also by the financial entrepreneurs who develop new methods of screening and funding these new technologies¹.

However the impact of financial innovations should be analyzed with caution. In times of global financial crisis financial innovations are criticized for their role in it, being regarded as a source of confusion and way to enhance investors to take on more risk than they realized. One of the consequences of the financial crisis is the limited trust to financial innovations. However, recently there are presented opinions that financial innovations are neither good nor bad in general, but they contain a mixture of elements and their consequences depend on the way they are applied. Thus, financial innovations should be assessed with caution on a case-by-case basis.

Financial innovations should be regarded as a process of change, influencing the situation of the financial system participants. The definition of financial innovations can be analyzed in a broad or narrow meaning. In a narrow definition, financial innovations are defined as a process of change resulting in new developments in financial instruments. This type of innovations can be in a form of entirely new instruments, combination or modification of traditional instruments or new application of these instruments². In a broad definition, financial innovations are defined as a process of change resulting in new concepts or changes in the activity of the financial system elements: institutions, markets, instruments and regulations³. Consequently financial innovations create a huge and variable group of new developments that are invented and implemented in order to increase the efficiency of the financial system in general and by this – to enhance the economic growth and social welfare.

Different types of financial innovations are connected with each other in a mechanism called “innovation spiral”, whereby one innovation begets the next⁴. Even if one financial innovation is unsuccessful, it can provide information useful for creating newer developments or it can produce follow-on effects

¹ J. Lerner, P. Tufano: *The Consequences of Financial Innovation: A Counterfactual Research Agenda*. Working Paper 16780, National Bureau of Economic Research, Cambridge, February 2011, p. 2.

² Narrow definition of financial innovations can be found in: L. Anderloni, P. Bongini: *Is Financial Innovation Still a Relevant Issue?* In: *Financial Innovation in Retail and Corporate Banking*. Eds. L. Anderloni, D.T. Llewellyn, R.H. Schmidt. Edward Elgar, Cheltenham 2009, p. 41-43; F.J. Fabozzi, F. Modigliani: *Capital Markets. Institutions and Instruments*. Pearson Education International, Upper Saddle River 2003, p. 27-28; W.S. Frame, L.J. White: *Technological Change, Financial Innovation, and Diffusion in Banking*. Working Paper 2009-10, Federal Reserve Bank of Atlanta, Atlanta, p. 3.

³ J. Błach: *Financial Innovations and Their Role in the Modern Financial System – Identification and Systematization of the Problem*. *Financial Internet Quarterly “e-Finanse”*, Vol. 7, No. 3, p. 18-19. Broad definition is also presented in: J. Lerner, P. Tufano: *Op. cit.*, p. 6; Z.J. Gubler: *The Financial Innovation Process: Theory and Application*. “*Delaware Journal of Corporate Law*” 2011, Vol. 36, p. 62.

⁴ The term “innovation spiral” was introduced by Merton in 1992, and in 1997 Persons and Warther formally model this spiral. J. Lerner, P. Tufano: *Op. cit.*, p. 14.

that lower the barriers to subsequent innovations. The process of creating financial innovations usually includes several stages, such as:

- 1) source of innovation – initializing factor,
- 2) idea – response to the factor,
- 3) invention – creating innovation,
- 4) implementation – applying innovation,
- 4) effect of innovation – assessing the results of application,
- 5) withdrawal of unsuccessful innovations or modification – improvement of successful innovations,
- 4) diffusion by imitation or commercialization.

Due to the low level of patent protection and advanced techniques of communication, the diffusion of financial innovations is very fast. Thus, successful innovations can be spread around the global financial system very quickly. It is worth to stress, that most of the financial innovations are evolutionary adaptations of prior developments⁵.

Huge variety of financial innovations results in diversified classification⁶. Popular way of analyzing financial innovations is based on their functions⁷. Regarding the financial system perspective, the functions of financial innovations can be analyzed in five main groups:

- 1) moving funds across time and space,
- 2) pooling of funds,
- 3) managing risk,
- 4) facilitating payments,
- 5) addressing asymmetric information problems,
- 6) extracting information to support the decision-making process.

2. Motives for using financial innovations in corporate financial management

Modern companies face many challenges that force them to be innovative, meaning using both technological and financial innovations. Regarding the corporate financial strategy perspective, functions of the financial innovations

⁵ J. Lerner, P. Tufano: *Op. cit.*, p. 6.

⁶ Various approaches to classification can be found in: L. Anderloni, P. Bongini: *Op. cit.*, p. 43; S.A. Lumpkin: *Regulatory Issues Related to Financial Innovation*. “OECD Journal: Financial Market Trends” 2009(2), p. 92-94; D.T. Llewellyn: *Financial Innovation and the Economics of Banking and Financial System*. In: *Financial Innovation in Retail and Corporate Banking*. Eds. L. Anderloni, D.T. Llewellyn, R.H. Schmidt, Edward Elgar, Cheltenham 2009, p. 23; M.H. Miller: *Financial Innovation: The Last Twenty Years and the Next*. “Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1986, Vol. 21, No. 4, December, p. 462; J. Blach: *Financial Innovations...*, *op. cit.*, p. 22-23.

⁷ More about functions innovations: F.J. Fabozzi, F. Modigliani: *Op. cit.*, p. 27; D.T. Llewellyn: *Op. cit.*, p. 5-7; J. Blach: *Financial Innovations...*, *op. cit.*, p. 24; J. Lerner, P. Tufano: *Op. cit.*, p. 8.

can be analyzed in three basic dimensions connected with⁸:

- 1) financing strategy,
- 2) investment strategy,
- 3) risk management strategy (see Table 1).

Table 1

Application of financial innovations in the corporate financial strategy

Elements of financial strategy	Function of financial innovations	Motives of using financial innovations
Financing strategy	Financing function	to increase access to the sources of funds to decrease the cost of capital to improve the capital structure to make capital structure more flexible
Investment strategy	Investment function	to ensure the rate of return on investment projects to decrease investment risk to decrease transaction costs to increase the access to different investment opportunities to improve the assets structure
Risk management strategy	Risk management function	to stabilize the company's cash flows to reduce the market risk to increase the efficiency of the financial planning to reduce the costs of managing risk

Thus, financial innovations can be implemented in the corporate financial strategy due to several reasons that are strictly connected with the specificity of financial management. The decision to use financial innovations can be determined either by the internal or external factors. Internal factors are connected with the company's particular characteristics, its global strategy, defined objectives and various needs. While external factors arise from the company's business environment and changes in the market conditions. The impact of business environment on the company's decisions, goals and strategy is evident (see Figure 1).

⁸ More about functions of financial innovations analyzed from the company's perspective in: J. Błach: Wykorzystanie innowacji finansowych w strategii finansowej przedsiębiorstwa. In: Kontrowersje wokół finansów. Eds. T. Famulska, J. Nowakowski. Difin, Warszawa 2010, p. 326-330; P. Tufano: How Financial Engineering Can Advance Corporate Strategy. "Harvard Business Review" 1996, January-February, p. 136-146.

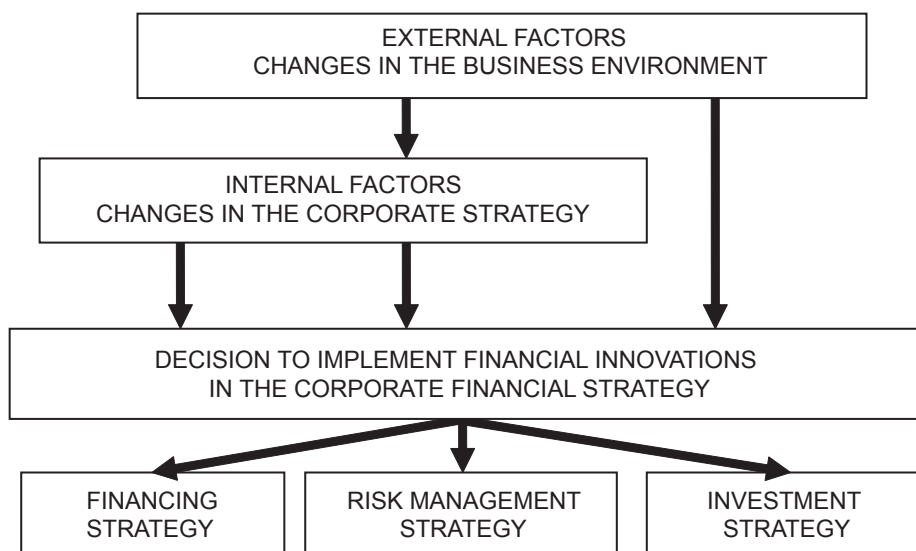


Fig. 1. Factors influencing the decision to implement financial innovations in the corporate financial strategy

Although, the internal factors are very important, as they are mainly determined by the changes in the business environment, it can be assumed that, the major impulses to implement financial innovations in corporate financial management come from its business environment. The most important factors connected with the company's environment can be grouped in two sections:

- 1) activity of the financial institutions in creating financial innovations,
- 2) financial market imperfections⁹.

High activity of financial institutions in inventing and implementing financial innovations is strictly connected with the currently observed processes, such as: globalization, deregulation and disintermediation of the financial markets, liberalization of the capital flows, increasing volatility of the market parameters or the dynamic development of new communication technologies. These processes influence the functioning of the financial institutions resulting in the increasing importance of the risk management procedure, the short-term perspective in generating profit and the need for the non-interest sources of revenues. The process of increasing supply of financial innovations is also determined by the development of investment banking and financial enginee-

⁹ Another approach to the classification of factors responsible for financial innovations is presented in: J.D. Finnerty: Financial Engineering in Corporate Finance: Overview. "Financial Management" 1988, Winter, p. 16.

ring. All these factors result in a high number of financial innovations (mainly in a form of financial instruments), that are offered to their end-users, including non-financial companies (see Figure 2). The application of such financial innovations in the corporate financial strategy is not necessarily connected with the company's individual needs and objectives, but it can be dictated by the actions explained by the herd behavior.

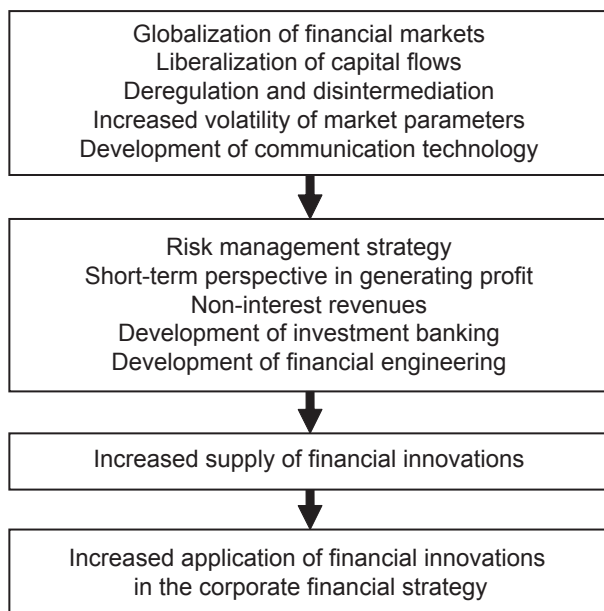


Fig. 2. Factors influencing the supply of financial innovations

The next group of factors connected with the business environment comes from the market imperfections. These imperfections include: asymmetric information, transaction costs, agency costs, unfavorable tax regulations and government regulations imposing restrictions on the company's activity (see Figure 3). To reduce the negative effects of market imperfections, companies create demand for financial innovations. It is often stressed that, if the financial markets were perfect and complete, there would be no opportunities for financial innovations¹⁰.

The problem of asymmetric information can be addressed by the application of accountancy innovations increasing the credibility of the information included in the company's financial statements and improving the presentation of financial data. As a result, the information gap between the company and its

¹⁰ J.D. Finnerty: Op. cit., p. 16.

stakeholders can be filled in, increasing the company's financial reputation and trust of investors. There can be also applied innovations increasing the access to the internal and external sources of financial data, improving the decision-making process in the company.

The problem of transaction costs can be solved by using innovations simplifying the procedures and reducing time required to process transactions. Electronic funds transfer or electronic security trading, self-registration process, exchange-traded funds, extendible notes or alternative investment markets can be given as examples of such solutions aiming at reducing the transaction costs.

While agency costs can be reduced by creating financial instruments that offer investors protection against the sudden deterioration of the issuer's financial situation. By designing and issuing such instruments, the company can enhance potential investor to purchase its securities and reduce the risk of unsuccessful issue. By investing in such instruments issued by other market participants, the company can reduce the investment risk. The most popular innovations in this group include: different types of structured notes, variety of corporate bonds with put options or various forms of preferred shares (e.g. auction rate notes/preferred stock, puttable or puttable-extendible notes/bonds, participating bonds).

Financial innovations can be also used to transmute one form of income with high tax rate to another – with lower taxes. The possibility of changing tax structure both motivates and defines a successful financial innovation¹¹. Thus, financial innovations can be applied by a company to reduce or postpone tax payments. Additional factor arises from the government regulation that can impose restrictions on the company's activity (e.g. limited access to financing provided by foreign investors, limited access to investment opportunities, constraints connected with entering new markets). Financial innovations can be applied to avoid such unfavorable restrictions that can decrease the company's efficiency. The Eurobond market can be given as an example of financial innovation that was created to avoid tax payments on the interest. Another example of responsive innovations are swaps that were applied to avoid restrictions on financing in foreign currencies.

¹¹ M.H. Miller: *Op. cit.*, p. 461.

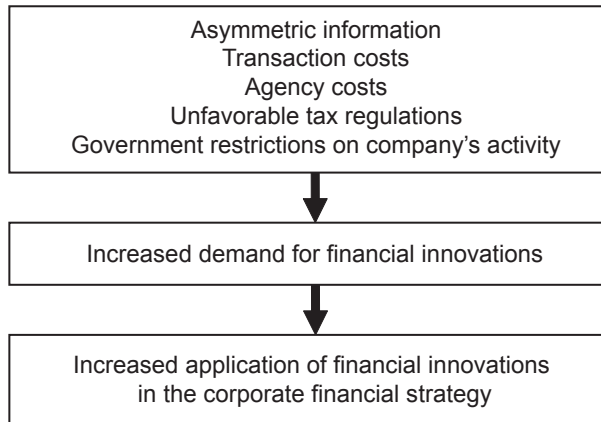


Fig. 3. Factors influencing the demand for financial innovations

Thus, companies may decide to use financial innovations for two main reasons – to reduce the risk (connected with its financing, investment and operating activity) and to reduce the burdens (transaction costs, agency costs, asymmetric information costs or taxes). Despite differences in particular motives and factors, the implementation of financial innovations should improve company's efficiency and increase its value.

Conclusion

Financial innovations can be defined as any new development that changes the company's financial strategy. Many various factors influence the company's decision to apply financial innovations. The most important motives are connected with its particular needs to become more flexible and better prepared for the challenges of the turbulent business environment. Sustainable financial innovations should be applied as they increase the company's possibility to use opportunities and to protect against threats more effectively. While harmful innovations should be avoided as they can create danger for the company. However, the analysis of the company's motives of using financial innovations is quite complex, as many different forces have impact on the business environment. Due to the limited size of this paper, it can be regarded as a starting point for further studies.

Bibliography

Anderloni L., Bongini P.: Is Financial Innovation Still a Relevant Issue? In: Financial Innovation in Retail and Corporate Banking. Eds. L. Anderloni, D.T. Llewellyn, R.H. Schmidt. Edward Elgar, Cheltenham 2009.

- Błach J.: Financial Innovations and Their Role in the Modern Financial System – Identification and Systematization of the Problem. *Financial Internet Quarterly “e-Finanse”*, Vol. 7, No. 3.
- Błach J.: Wykorzystanie innowacji finansowych w strategii finansowej przedsiębiorstwa. In: *Kontrowersje wokół finansów*. Eds. T. Famulska, J. Nowakowski. Difin, Warszawa 2010.
- Fabozzi F.J., Modigliani F.: *Capital Markets. Institutions and Instruments*. Pearson Education International, Upper Saddle River 2003.
- Finnerty J.D.: Financial Engineering in Corporate Finance: Overview. “*Financial Management*” 1988, Winter.
- Frame W.S., White L.J.: Technological Change, Financial Innovation, and Diffusion in Banking. Working Paper 2009-10, Federal Reserve Bank of Atlanta, Atlanta 2009.
- Gubler Z.J.: The Financial Innovation Process: Theory and Application. “*Delaware Journal of Corporate Law*” 2011, Vol. 36.
- Lerner J., Tufano P.: The Consequences of Financial Innovation: A Counterfactual Research Agenda. Working Paper 16780, National Bureau of Economic Research, Cambridge, February 2011.
- Llewellyn D.T.: Financial Innovation and the Economics of Banking and Financial System. In: *Financial Innovation in Retail and Corporate Banking*. Eds. L. Anderloni, D.T. Llewellyn, R.H. Schmidt. Edward Elgar, Cheltenham 2009.
- Lumpkin S.A.: Regulatory Issues Related to Financial Innovation. “*OECD Journal: Financial Market Trends*” 2009(2).
- Miller M.H.: Financial Innovation: The Last Twenty Years and the Next. “*Journal of Financial and Quantitative Analysis*” 1986, Vol. 21, No. 4, December.
- Tufano P.: How Financial Engineering Can Advance Corporate Strategy. “*Harvard Business Review*” 1996, January-February.

ZMIANY W OTOCZENIU GOSPODARCZYM JAKO GŁÓWNE MOTYWY ZASTOSOWANIA INNOWACJI FINANSOWYCH W STRATEGII FINANSOWEJ PRZEDSIĘBIORSTWA

Streszczenie

Innowacje finansowe są definiowane jako nowe rozwiązania skutkujące zmianą strategii finansowej przedsiębiorstwa. Wiele różnorodnych czynników wpływa na decyzję przedsiębiorstwa o zastosowaniu innowacji finansowych. Wydaje się, że najważniejsze motywy zastosowania innowacji finansowych są związane ze szczególnymi potrzebami zwiększenia elastyczności działania w celu lepszego przygotowania do wyzwań wynikających ze zmienności otoczenia gospodarczego. Przedsiębiorstwo powinno stosować właściwe (zrównoważone) innowacje finansowe, które zwiększają możliwości wykorzystania szans i jednocześnie oferują ochronę przed zagrożeniami. Natomiast szkodliwe innowacje powinny być wyeliminowane

z działalności przedsiębiorstwa ze względu na generowane ryzyko. Analiza motywów zastosowania innowacji finansowych jest bardzo złożona z powodu ogromnej liczby różnorodnych czynników mających wpływ na otoczenie gospodarcze przedsiębiorstwa. Ze względu na ograniczoną objętość, prezentowany artykuł może być traktowany jako wstęp do dalszych pogłębionych badań w tym zakresie.

Anna Doś

University of Economics in Katowice

ENVIRONMENTAL FINANCE DENOTATION AND MAIN RESEARCH AREAS

Introduction

Presently it is reasonable to define the environment of finance as turbulent. Nevertheless analysis of relations between finance and its complex surrounding in polish literature rarely focuses on very important element of this surrounding, which is the natural environment. On the contrary, foreign literature contains number of positions dedicated to explore connections between finance and the natural environment. This article aims at contributing relevant arguments to the discussion over the need for developing new discipline of finance – environmental finance. In particular, it aims at providing convincing arguments for terminology of the discipline, with the explanation of basic terms, as well as discussing the possible areas of domain researches.

1. Historical context of studies over environmental finance

Assuming historical context as a starting point results in perception that the financial landscape continues to change around us and part of these changes is a consequence of “environmental issue”. This can be illustrated by simple graph (Figure 1).

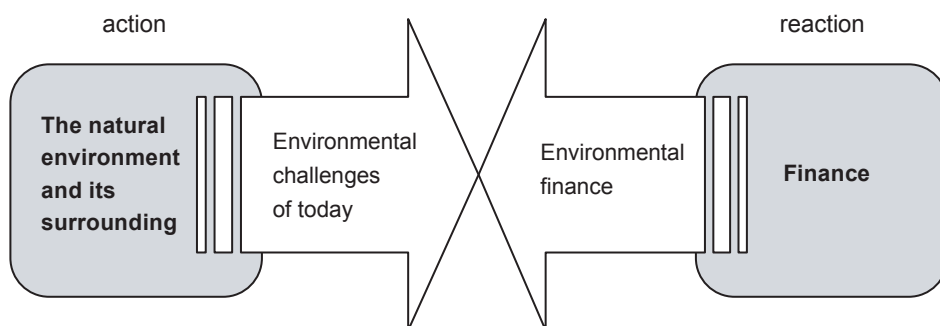


Fig. 1. Environmental finance as a consequence of environmental challenges

Problem of environmental challenges needs to be explained. During last decades humans impact on the natural environment has soared. Subsequently knowledge on consequences of this impact has systematically grown uncovering unexpectedly wide scale of newly created dangers. This processes affected economy in three ways:

- bringing the natural environment deterioration and ecological risk into light,
- changing society's attitudes towards the natural environment (including NGO's activities),
- being impulse to national and international initiatives for environmental improvement.

The natural environment has been deteriorated significantly since the technical revolution. Human impact on soil, water and atmosphere has been diagnosed as both: negative and significant. Some consequences of the deterioration can be easily predicted but some are unexpected. As a result it is appropriate to deliberate human's impact on the natural environment as a category of risk.

Ecological risk should be defined broadly – as a possibility of losses resulting from human activity influencing the natural environment and the natural environment having an impact on human activity (including economy). Sources of this risk are both: human action (eg. forest logging) as well as forces of nature (eg. storms). Consequences of ecological risk realization are: injured biodiversity, pollution, climate change, natural resources shortage and material and immaterial losses suffered by individuals as well as organizations. Consciousness of ecological risk has risen due to major events of such risk realization. Seveso, Bhopal, Thernobyl and more recently – BP's platform explosion in Gulf of Mexico are examples of ecological risk resulting from human action realization. On the other hand frequency of extreme weather events has been on the increase¹ and it's augmentation is expected to continue².

Changes in society's attitude towards the natural environment had been revealed by some facts: in 1970 on Earth Day 20 mln people demonstrated against natural environment deterioration, in 1990 – 200 mln over 140 countries³. Answering question about what people are most afraid of in 1985 only 4% of respondents indicated the natural environment deterioration, in 1988/89 – 18% and in 1992 – 22%⁴. Presented changes in society's attitude are reflected

¹ The Effects of Climate Change. An Increase in Coastal Flood Damage in Northern Europe. http://media.swissre.com/documents/signal_2011_en.pdf [5 December 2011], SwissRe, 2009.

² Influence of Global Warming on Extratropical Storm. <http://media.swissre.com/documents/Influence+of+extratropical+storms+factsheet.pdf> [18 December 2011], SwissRe, 2009.

³ H. Rogall: *Ekonomia zrównoważonego rozwoju. Teoria i praktyka*. Zysk i S-ka, Poznań 2010, p. 34.

⁴ *Ibid.*, p. 35.

in individuals' decisions concerning, among others, investment, purchase and election. Simultaneously NGO's taking activities oriented towards environment protection has become powerful actors on the economy's scene.

The natural environment is a public good. Thereof governments undertake actions toward the natural environment protection mostly by creating legal regulation of the environment exploitation (this includes exploitation of the natural resources, use of space and disposal of waste). Contemporary legislative processes tend to restrict the natural environment exploitation.

International initiatives for environmental improvement influence law-making. Most famous Agenda 21 and the Kyoto Protocol as well as less known initiatives oblige their signatories to take concrete actions towards the natural environment protection.

Presented challenges are significant and the world of finance responds to them. As a result new phenomenon emerges – financial tools and concepts concerning finance provoked by environmental challenges of today come up. Knowledge on this phenomenon grows, but it certainly requires systematization. First of all some terms emerging in the literature of finance need to be clarified.

2. Environmental finance designatum

Analysis of terms concerning finance respond to contemporary environmental challenges should be subordinated to sectional view on both: environmental challenges and world of finance. This does not simplify any classifications, because environmental challenges as well as finance can be deliberated sectioned according to many criterions. Scale of this article allows only pointing general trends encountered in the literature and indicating proper perception of basic problems.

Deliberation over the natural environment protection usually concentrates around the concept of “sustainable development” or “sustainability”. The most often-quoted definition of sustainable development that it “meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs”⁵. Presenting concept of sustainable development requires emphasizing, that such development should proceed simultaneously in the economy system, the society system and the natural environment system⁶. At the same time development in any of mentioned systems can't be at cost of others. Consequently term “sustainable finance” should be used in context of

⁵ E. Ciegis, J. Ramanauskiene, B. Martinkus: The Concept of Sustainable Development and Its Use for Sustainability Scenarios. „Inzinerine Ekonomika-Engineering Economics” 2009 (2), ISSN 1392-2785, p. 28-37.

⁶ B. Poskrobko: Zarządzanie środowiskiem. PWE, Warszawa 1998, p. 58.

applying finance in the movement towards sustainable development, that is to say acting in favor of economy, society and the natural environment contemporaneously. International literature generally corresponds with presented designation of “sustainable finance” term⁷, although there are some important exceptions. Few authors use term “sustainable finance” focusing only on social issues⁸ but on the other hand many authors writing about „sustainable finance” concentrate only on environmental issues in finance⁹. This popular attitude may result from the content of United Nations Environmental Program (UNEP) Statement by Financial Institutions on the Environment & Sustainable Development (United Nations Environmental Program, 1992), which in fact concentrates only on environmental problems, not the social ones. Thus two important trends can be distinguished: understanding “sustainable finance” as finance for development in environmental, social and economic dimension or as application of finance for meeting environmental challenges of today. In accordance with the second trend term “sustainable finance” is equivalent to encountered term “environmental finance”.

Environmental finance (or “green finance”) in world literature are defined in number different ways. Generally differences can be reduced to:

- subjective differences – adopting business point of view (concentrating only on private finance) or including public finance perspective too,
- objective differences – reducing environmental finance only to “financing ecological investment” or “environmental responsible investment” (investing in securities issued by companies leading in clean production) or “financial instruments” or defining it most widely as financial instruments and financial concepts as well,
- causal differences – limiting understanding environmental finance to finance respond to some part of environmental challenges (like climate change) or claiming, that environmental finance should be defined as finance respond to all possible environmental challenges.

Representatives of indicated trends are presented in Table 1.

⁷ Accounting for Sustainability: Practical Insights. Eds. A. Hopwood, J. Umerman, J. Fries. Eartshcan, London 2010, p. 175; O. Weber, S. Remer: Social Banks and the Future of Sustainable Finance. International Studies in Money and Banking, New York 2011, p. 2-3. „Journal of Sustainable Finance & Investment” focuses on environmental, social and governance principles.

⁸ M. Robinson: The Microfinance. Revolution. Sustainable Finance for the Poor. The Word Bank, USA 2001.

⁹ This was proven by wide query performed by M. Jeucken: Sustainability in Finance. Banking on the Planet. Eburon Academic Publishers, Amsterdam 2004, p. 18-21.

Table 1

Differences in understanding of the term “environmental finance”
in the world literature

Type of difference	Understanding of environmental finance	Representatives
Subjective differences	Adopting business point of view	S. Labatt, R. White, Journal Environmental Finance, M. White, M. Jeucken, O. Weber, S. Remer
	Including public finance perspective	Scientific community of the New York University
Objective differences	Financing ecological investment	H. Imura, M. Schreurs, Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), Nordic Environmental Finance Corporation, Center for Environmental Finance established by U.S. Environmental Protection Agency (EPA)
	Environmental Responsible Investment (ERI)	S. Hoti, M. McAleer and L. Pauwels
	Financial instruments	S. Labatt, R. White
	Financial instruments and financial concepts	Journal “Environmental Finance”, M. White, M. Jeucken, O. Weber, S. Remer
Causal differences	Finance respond to some part of environmental challenges	P. Fusaro (“green finance” as finance responding to carbon constrain)
	Finance respond to all possible environmental challenges	S. Labatt, R. White, Journal “Environmental Finance”, H. Imura, M. Schreurs, M. White, OECD, Nordic Environmental Finance Corporation, Center for Environmental Finance (EPA), M. Jeucken, O. Weber, S. Remer

Source: Based on: S. Labatt, R. White: Environmental Finance. A Guide to Environmental Risk Assessment and Financial Products. John Wiley & Sons, Hoboken 2002, p. 1; M. White: Environment Finance: Value and Risk in an Age of Ecology. „Business Strategy and the Environment” 1996, Vol. 5, p. 199; M. Jeucken: Sustainability in Finance. Banking on the Planet. Eburon Academic Publishers, Amsterdam 2004; O. Weber, S. Remer: Social Banks and the Future of Sustainable Finance. Routledge International Studies in Money and Banking, New York 2001; Climate Finance. Regulatory and Funding Strategies for Climate Change and Global Development. Eds. R. Stewards, B. Kingsbury, B. Rudyk. New York University Press, New York, London 2009; H. Imura, M. Schreurs: Environmental Policy in Japan. Edward Elgar Publishing Ltd., Cheltenham 2005, p. 310; Environmental Finance: Financing Strategies for Water and Environmental Infrastructure. OECD, 2003; Nordic Environmental Finance Corporation. www.nefco.org [27 December 2011]; U.S. Environmental Protection Agency. <http://www.epa.gov/efinpage/> [27 December 2011]; U.S. Environmental Protection Agency. <http://www.epa.gov/efinpage/> [27 December 2011]; S. Hoti, M. McAleer, L. Pauwels: Multivariate Volatility in Environmental Finance. „Mathematics and Computers in Simulation” 2008, Vol. 78, Iss. 2/3, p. 189-190; P. Fusaro: Energy Coverage. The Beginning of Multicommodity Market. John Wiley & Sons, New York 2002, p. 213.

It should be noticed that in the world literature there are also more itemized differences (some authors understand sustainable finance as banking in terms of contemporary environmental challenges¹⁰, but more detailed analysis span scale of this article.

Although semantic areas of “environmental finance” term vary in presented interpretations, cited authors generally share understanding of the cause for developing term “environmental finance” (there is only one identified exception from that rule) – that cause is the influence of diverse environmental issues on the financial system. Distinguishing object of study basing on this particular criterion determines specificity of environmental finance subject.

Important question is if term „environmental finance” should be applied only to private finance (and thus public finance respond to environmental challenges would be viewed only as part of environmental policy of the state) or it should include public finance perspective too. However many authors adopt business point of view it should be stressed that the functions of finance are realized by the private financial system as well as by the public financial system and environmental issues put challenges for both: the private and the public financial systems. Therefore as well as public finance issues are deliberated as part of finance (not only as part of the state policy) public finance reaction to contemporary environmental challenges should be included in subject of the environmental finance discipline.

The next step is to determine that the term „finance” has never been reduced to “instruments” and always has been applied to concepts and notions too. Therefore term „environmental finance” should encompass all financial instruments and concepts developed in order to meet environmental challenges of today.

Another important term encountered in the world literature is “carbon finance”. The reason for rising this term is significance of the effort undertaken to reduce human impact on climate, especially by restriction of green house gases (GHGs) emission which has numerous consequences for finance. According to the approach represented by Labatt and White in their meaningful publication “Carbon Finance. The Financial Implications of Climate Change”, carbon finance are said to explore the financial implications of living in a carbon-constrained world, a world in which emissions of carbon dioxide and other greenhouse gases (GHGs) carry a price¹¹. Consequently (although some authors limit understanding term “carbon finance” to financial consequences

¹⁰ M. Jeucken: Op. cit.

¹¹ S. Labatt, R. White: Carbon Finance. The Financial Implications of Climate Change. John Wiley & Sons, Hoboken 2007, p. 1.

of the Kyoto Protocol¹² term “carbon finance” refers to all the financial phenomenon resulting from public policies as well as private entities decisions aiming at fighting global warming. The widest and integrated approach to environmental finance is the most appropriate one.

Given that environmental issues become more and more challenging expansion of the theory and the practice of environmental finance and it's section – carbon finance, can be predicted.

3. Environmental finance – domains of research

In order to systemize research areas of environmental finance it is useful to apply most popular sectional view on finance – finance divided into: public finance, corporate finance (but corporate finance are understood as finance of all private entities, except households, not only enterprises themselves), banking, financial markets and insurance. In the world literature deliberation over finance respond to environmental challenges concentrates around specified problems (although some are definitely more explored than others). Those problems are presented in Table 2.

Table 2

The research areas of environmental finance

Discipline of finance	Research area of environmental finance
1	2
Public finance	Ecological taxes and charges
	Subsidies for the natural environment improvement
	Environmental issues in public purchase and administration
	Connections between public debt and the state of the natural environment
Corporate finance	Ecological risk impact on financial and investment decisions
	Ecological risk management
	New possibilities for investment (new markets, eg. emission allowances markets, new products – eg. solar energy, sustainable building)
	New terms of obtaining capital (eg. possibilities of gaining subsidies, capital donors sensitivity to environmental issues)
	Creating value basing on environmental responsibility (environmental value management) – value based management approach
	Corporate Social Responsibility – stakeholders approach
	Ecological taxes and charges strategies
	Emission trading systems impact on corporate finance (corporate carbon finance)
	Accounting and financial analysis for environment management in the company

¹² S. Scholtz: Rural Development through Carbon Finance. Forestry Project under the Clean Development Mechanism of the Kyoto Protocol. Peter Lang GmbH, International Verlag der Wissenschaften, Frankfurt am Main 2009.

1	2
Banking	Clients ecological risk (borrowing clients continuity and borrowing clients collateral) and its impact on credit granting
	Sustainable loans (loans dedicated only to finance environmentally friendly projects), sustainable leasing (leasing of environmentally friendly devices)
	Sustainable saving products (it is assured that deposited money are destined to support environmentally friendly projects) and sustainable investment funds (funds entrusting their sources in companies environmentally responsible)
	Sustainable payment products (eg. when some percentage of payment transactions are denoted to funds for protecting nature)
	Risks to bank reputation
	Advice services for business on environmental issues (regulations, markets, environment management)
	New investment possibilities and new markets (equity investment, project finance in projects related to environment protection, brokerage at emission allowances market)
	New financial instruments created by banks – debt-for-nature swaps, weather derivatives, derivatives related to emission allowances
Financial markets	Environmentally Responsible Investment
	Markets of derivatives related to emission allowances
Insurance	Insurance products financing ecological risk (eg. environmental impairment liability insurance, property insurance covering extreme weather events, floods, earthquakes, insurance products covering emissions allowances market risk)
	Catastrophic insurance and weather derivatives
	Entering into public-private partnerships for developing funds large enough to finance disaster risk
	Creating insurance products supporting pro-nature approach (eg. some car insurance are cheaper when the car is repaired with recycled parts)

Source: Partially based on: M. Jeucken: Op. cit., p. 203-230; L. Dziawgo: Zielony rynek finansowy. Ekologiczna ewolucja rynku finansowego. PWE, Warszawa 2010; L. Zsolnai, A. Tencati: The Collaborative Enterprise: Creating Values for a Sustainable World. Peter Lang AG, International Academic Publishes, Bern 2010, p. 77-82; G. Wyebrecht: The Sustainable MBA: The Manager's Guide to Green Business. John Wiley and Sons, Hoboken 2010; Accounting for Sustainability: Practical Insights. Earthscan, London 2010, p. 173-210; Closing the Financial Gap. Closing the Financial Gap. New Partnerships between the Public and Private Sectors to Finance Disaster Risk. SwissRe, 2011; Greening the Budget. Budgetary Policies for Environmental Improvement. Eds. J. Clinch, K. Schlegelmilch, R. Sprenger, U. Triebswetter. Edward Elgar, Cheltenham/Northampton 2002; A. Doś: Ryzyko ekologiczne przedsiębiorstw na rynku ubezpieczeń majątkowych. Poltext, Warszawa 2011; A. Doś: Warunki i strategię kreacji wartości przedsiębiorstwa w oparciu o odpowiedzialność społeczną – ujęcie syntetyczne, Finansowy Kwartalnik Internetowy „e-Finanse” 2011, Vol. 7, No. 3.; F. Figge: Value Based Environmental Management. From Environmental Shareholder Value to Environmental Option Value. „Corporate Social Responsibility and Environmental Management” 2005, 12, p. 19-30.

The above presentation proves the complexity of the world of environmental finance. However exploring environmental finance is challenging most of all because it often in the end requires entering the ground of ethics: both theoretical as well as applied by people making decisions. This makes popular classical assumptions useless and thereof makes research more difficult because if so mathematics and simple modeling are no longer useful and unequivocal statements can't be made. Thus it can be stated that the world of environmental finance challenges economics to develop new scientific methods and tools necessary if one aims at explaining financial occurrences and processes provoked by turbulent environmental surrounding of finance.

Specific subject and instrumentation induce considering environmental finance as distinct discipline of finance.

Deliberation performed in this article is a starting point for a broader research in this field. This research is necessary in order to help public and private entities to cope with environmental challenges of today as well as to prepare students for competing at labor market.

Bibliography

- Accounting for Sustainability: Practical Insights. Eds. A. Hopwood, J. Unerman, J. Fries. Earthscan, London, Washington 2010.
- Ciegis E., Ramanauskiene J., Martinkus B.: The Concept of Sustainable Development and Its Use for Sustainability Scenarios. „Inzinerine Ekonomika-Engineering Economics” 2009, 2, ISSN 1392-2785.
- Climate Finance. Regulatory and Funding Strategies for Climate Change and Global Development. Eds. R. Stewart, B. Kingsbury, B. Rudyk. New York University Press, New York, London 2009.
- Doś A.: Ryzyko ekologiczne przedsiębiorstw na rynku ubezpieczeń majątkowych. Poltext, Warszawa 2011.
- Doś A.: Warunki i strategie kreacji wartości przedsiębiorstwa w oparciu o odpowiedzialność społeczną – ujęcie syntetyczne. Finansowy Kwartalnik Internetowy „e-Finanse” 2011, Vol. 7, No. 3.
- Dziawgo L.: Zielony rynek finansowy. Ekologiczna ewolucja rynku finansowego. PWE, Warszawa 2010.
- The Effects of Climate Change. An Increase in Coastal Flood Damage in Northern Europe. http://media.swissre.com/documents/sigma1_2011_en.pdf [15 December 2011], SwissRe, 2009.
- Environmental Finance: Financing Strategies for Water end Environmental Infrastructure 2003. OECD, 2003.

- Figge F.: Value Based Environmental Management. From Environmental Shareholder Value to Environmental Option Value. „Corporate Social Responsibility and Environmental Management” 2005, 12.
- Fusaro P.: Energy Coverage. The Beginning of Multi-Commodity Market. John Wiley and Sons, New York 2002.
- Greening the Budget. Budgetary Policies for Environmental Improvement. Eds. J. Clinch, K. Schlegelmilch, R. Sprenger, U. Triebswetter. Edward Elgar, Cheltenham/Northampton 2002.
- Hoti S., McAleer, M. Pauwels L.: Multivariate Volatility in Environmental Finance. „Mathematics and Computers in Simulation” 2008, Vol. 78, Iss. 2/3. <http://www.unepfi.org/statements/fi/> [11 November 2011]. <http://www.environmental-finance.com> [14 December 2011].
- Imura H., Schreurs M.: Environmental Policy in Japan. Edward Elgar Publishing Ltd, Cheltenham 2005.
- Influence of Global Warming on Extratropical Storm. <http://media.swissre.com/documents/Influence+of+extratropical+storms+factsheet.pdf> [18 December 2011], SwissRe, 2009.
- Jeucken M.: Sustainability in Finance. Banking on the Planet. Eburon Academic Publishers, Amsterdam 2004.
- Labatt S., White R.: Carbon Finance. The Financial Implications of Climate Change. John Wiley & Sons, Hoboken 2007.
- Labatt S., White R.: Environmental Finance. A Guide to Environmental Risk Assessment and Financial Products. John Wiley & Sons, Hoboken 2002.
- Nordic Environmental Finance Corporation. www.nefco.org [27 December 2011].
- Poskrobko B.: Zarządzanie środowiskiem. PWE, Warszawa 1998.
- Robinson M.: The Microfinance Revolution. Sustainable Finance for the Poor. The World Bank, USA 2001.
- Rogall H.: Ekonomia zrównoważonego rozwoju. Teoria i praktyka. Zys i S-ka, Poznań 2010.
- Scholtz S.: Rural Development through Carbon Finance. Forestry Project under the Clean Development Mechanism of the Kyoto Protocol. Peter Lang GmbH, Internationaler Verlag der Wissenschaften, Frankfurt am Main 2009.
- U.S. Environmental Protection Agency. <http://www.epa.gov/efinpage/> [27 December 2011].
- Weber O., Remer S.: Social Banks and the Future of Sustainable Finance. Routledge International Studies in Money and Banking, New York 2011.
- Wybrecht G.: The Sustainable MBA: The Manager's Guide to Green Business. John Wiley and Sons, Hoboken 2010.
- White M.: Environmental Finance: Value and Risk in an Age of Ecology. „Business Strategy and the Environment” 1996, Vol. 5.

Zsolnai L., Tencati A.: *The Collaborative Enterprise: Creating Values for a Sustainable World*. Peter Lang AG, International Academic Publishers, Bern 2010.

FINANSE ŚRODOWISKOWE – ZNACZENIE I GŁÓWNE OBSZARY BADAWCZE

Streszczenie

Współcześnie kwestie środowiskowe oddziałują na gospodarkę. „Finanse środowiskowe” to termin oznaczający instrumenty i koncepcje finansowe tworzone w celu sprostania współczesnym wyzwaniom środowiskowym. Ważną sekcją finansów środowiskowych są finanse węglowe. Obszar badawczy finansów środowiskowych jest złożony i zawiera finanse publiczne przedsiębiorstw, bankowość, rynki finansowe i ubezpieczenia. Największym wyzwaniem jest to, że finanse środowiskowe są powiązane z etyką, co stwarza wymóg rozwinięcia nowych metod i narzędzi w celu prowadzenia badań w obszarze finansów środowiskowych. Specyfika przedmiotu badania oraz instrumentarium sprawiają, iż finanse środowiskowe należy uznać za odrębną dyscyplinę finansów.

Bożena Mikołajczyk

Uniwersytet Łódzki

SEKURYTYZACJA KREDYTÓW DLA MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTW

Wprowadzenie

Transakcje sekurytyzacji umożliwiają transfer ryzyka kredytowego, pozyskanie płynności i refinansowanie aktywów. Ryzyko inwestorów zależy w praktyce od płynności poszczególnych rynków zabezpieczonych aktywami emisji, która jest skorelowana z jakością kredytową aktywów bazowych (np. kredytów subprime).

Rynek sekurytyzacji kredytów dla MSP w Europie zaczął się kształtować dopiero pod koniec lat 90. XX w. Technika sekurytyzacji była nowa dla większości banków-inicjatorów. Ten segment rynku był nieznany inwestorom i agencjom ratingowym. Związana z tym niepewność była jednym z powodów funkcjonowania stosunkowo konserwatywnych konstrukcji w segmencie sekurytyzacji kredytów dla MSP. W kolejnych latach, aż do kryzysu, widać było także w Europie pierwsze oznaki odejścia od podstawowych reguł i głównych czynników sukcesu sekurytyzacji kredytów dla MSP – tj. zdywersyfikowanego portfela¹ silnie zróżnicowanego pod względem koncentracji dłużników, dywersyfikacji sektorowej i dystrybucji regionalnej. Przykładem są tu transakcje hybrydowe².

Europejskie rynki sekurytyzacji są tradycyjnie w dalszym ciągu zdominowane przez hipoteczne papiery wartościowe [Residential Mortgage Backed Securities (RMBS)].

Na tle zmian zachodzących w obrazie europejskiej bankowości i zwiększonej świadomości banków w zakresie ryzyka, sekurytyzacja kredytów dla sektora MSP jest instrumentem, który może prowadzić do większej podaży kredytów dla MSP na rynku pierwotnym.

Celem niniejszego opracowania jest pokazanie potencjału sekurytyzacji kredytów dla MSP w pierwszej dekadzie XXI w. przy wykorzystaniu środków publicznych do wspierania tego ważnego segmentu rynku.

¹ H. Kraemer-Eis, M. Schaber, A. Tappi: SME Loan Securitization – An Important Tool to Support European SME Lending. European Investment Fund, 2010, s. 13.

² J. Grzywacz, M. Burżacka-Majcher: Finansowanie typu mezzanine w działalności przedsiębiorstw. Harmonizacja rynków finansowych i finansów przedsiębiorstw w skali narodowej i europejskiej. Difin, Warszawa 2007, s. 429.

1. Sekurytyzacja kredytów dla MSP

Szerszy dostęp MSP do źródeł finansowania jest kwestią o kluczowym znaczeniu dla tego sektora, który charakteryzuje się niskim poziomem kapitałów własnych.

Pomimo że sekurytyzacja MSP stała się bardziej powszechna w krajach Unii Europejskiej, rynek jest wciąż niedoskonały i nie osiągnął swojego poziomu, aby zapewnić dostęp do dodatkowych środków finansowania dla MSP.

Istnieje szerokie spektrum powodów, z których sekurytyzacja kredytów sektora małych i średnich przedsiębiorstw rozwija się wolniej niż innych segmentów rynku. Można do nich zaliczyć:

- 1) kredyty dla firm badanego sektora są różnej wielkości, od mikro, z prawie nieistniejącymi strukturami zarządzania, do dobrze zorganizowanych średniej wielkości przedsiębiorstw,
- 2) charakteryzują się wysokim stopniem różnorodności w instrumentach pożyczkowych dostępnych dla MSP w stosunku do pożyczek lub obligacji dużych firm podlegających zewnętrznemu ratingowi (kredyty uprzywilejowane, pożyczki podporządkowane, kredyty w rachunku bieżącym, kredyty gwarantowane itp.),
- 3) występuje różny rodzaj zabezpieczeń (hipoteka, maszyny, gwarancje prywatne) i różne formy prawne MSP,
- 4) często nie posiadają historii kredytowej udzielonych kredytów w kontekście ich efektywności³.

Już powyższe cechy pokazują, co odróżnia sekurytyzowane kredyty dla MSP od innych kredytów⁴.

Aby móc sekurytyzować tak szerokie specyficzne kredyty, banki powinny mieć rozbudowaną bazę danych, która często nie jest dostępna lub wymagane dane nie mogą być wyodrębnione z istniejących dokumentów. Stąd aby wejść na rynek sekurytyzacji, banki inwestują w swoją infrastrukturę, co oznacza konieczność poniesienia określonych kosztów.

Oprócz kosztów związanych ze stworzeniem niezbędnej infrastruktury, każda transakcja powoduje dodatkowe koszty. Konieczne jest wnoszenie opłat na rzecz osób trzecich: radców prawnych aranżujących transakcje, agencji ratingowych, kuratorów, dla SPV (spółki celowej) i na pokrycie kosztów zarządzania transakcją. Jeśli struktura transakcji lub proces oceny się skomplikuje, pociąga to za sobą dodatkowe koszty.

³ B. Mikołajczyk: Infrastruktura finansowa MSP w krajach Unii Europejskiej. Difin, Warszawa 2007, s. 80.

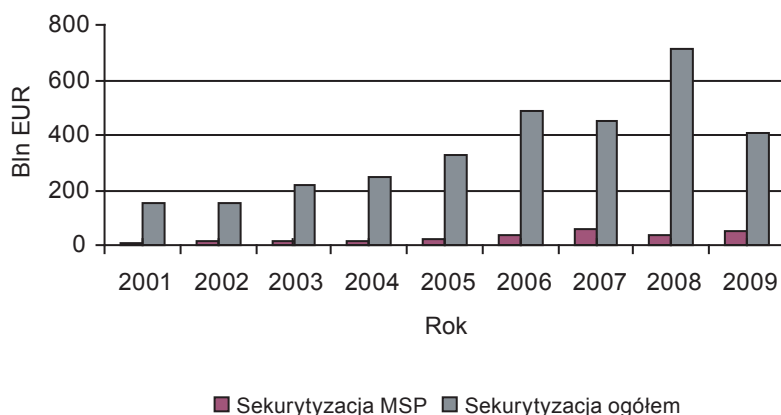
⁴ SME Securitisation. Final Report. European Comission, 2007, s. 15.

Problem ten dotyczy głównie banków regionalnych lub mniejszych instytucji kredytowych, które zazwyczaj dobrze znają swoich klientów, co pozwala im na zarządzanie „ryzykiem klienta” w długim okresie inaczej niż na rynku np. kredytów hipotecznych⁵.

Poniżej przedstawiono obraz statystyczny sekurytyzacji kredytów MSP.

Wykres 1

Sekurytyzacja kredytów w Europie w latach 2001-2009 (w bln euro)



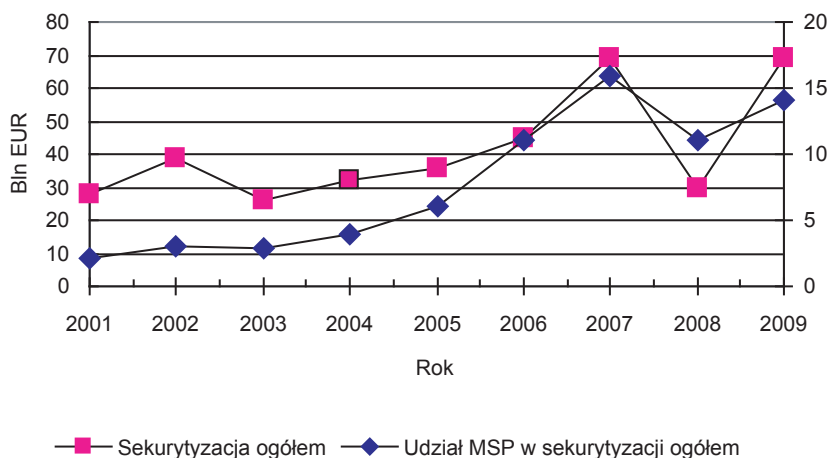
Źródło: Autor opierał się na danych z KfW Bankengruppe, JP Morgan, Moody's. Za: H. Kraemer-Eis, M. Schaber, A. Tappi: SME Loan Securitization – An Important Tool to Support. European SME Lending. European Investment Fund, 2010/007, s. 15.

Jak widać z powyższego wykresu, wolumen dokonywanych transakcji w Europie wzrastał niemal stale od 2001 r. do 2008 r. Wskutek kryzysu od 2008 r. nastąpiło zdecydowane zmniejszenie procesu sekurytyzacji ze względu na ryzyko i niepewność. Okazuje się, że sekurytyzacja kredytów dla MSP w okresie 2008-2009 wzrastała, mimo że nie było emisji na rynku publicznym. Chodzi tu o te papiery wartościowe, których nie wyemitowano z uwagi na istniejący kryzys i konieczność posiadania przez bank – inicjatora transakcji sekurytyzacji – zabezpieczenia na wypadek dokonywania operacji z bankiem centralnym (por. wykres 2).

⁵ Ibid., s. 19.

Wykres 2

Udział sekurytyzacji kredytów dla MSP w sekurytyzacji ogółem w latach 2001-2009



Źródło: Ibid., s. 16.

Z wykresu można odczytać, że udział sekurytyzacji kredytów dla MSP w 2007 r. i 2009 r. wynosił około 15%, natomiast wcześniej w latach 2001-2006 oraz w 2007 r. odsetek ten wahał się od 5%-10%.

Ogólnie słabe wyniki tych transakcji pozwalają wysnuć wnioski ważne dla przyszłości sekurytyzacji kredytów dla MSP, o których będzie mowa w dalszej części niniejszego opracowania.

Sekurytyzacja stwarza możliwość skutecznego zwiększenia dostępu MSP do finansowania poprzez:

- zwiększenie lub utrzymanie podaży kredytów,
- zapobieganie reglamentacji kredytów w okresie spowolnienia gospodarczego,
- powiększenie wachlarza dostępnych instrumentów finansowych.

Jednocześnie MSP nie muszą się obawiać negatywnego wpływu zmiany własności długu, gdyż obsługa kredytów pozostaje w rękach banku udzielającego kredytu. Nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku, które m.in. wynikają z różnorodności pożyczek dla MSP, wyjaśniają powolny rozwój rynku MSP⁶.

⁶ Ibid., s. 18.

2. Pomoc publiczna dla sekurytyzacji kredytów MSP

Pomoc publiczna może przejawiać się w różnych formach – poprzez występowanie podmiotów publicznych w roli inwestorów, a więc zakup określonych papierów wartościowych związanych z transzą, dostarczanie wystandaryzowanej platformy dla realizacji transakcji sekurytyzacji kredytów lub poprzez gwarantowanie transz transakcji sekurytyzacyjnej przez rząd. Instrument gwarancji służy eliminacji niedoskonałości rynku wynikających z asymetrii informacji między inicjatorami i inwestorami związanych z jakością portfela kredytowego⁷.

Pomoc publiczna – stosując różne instrumenty – koncentruje się zasadniczo na zmniejszaniu barier spowodowanych przez niedoskonałości rynku. Ma zachęcać inwestorów do inwestowania w papiery wartościowe powstające w wyniku sekurytyzacji kredytów.

Na szczeblu krajowym i UE rozpoczęto działania, stosując różne instrumenty, dla przyspieszenia sekurytyzacji kredytów europejskich MSP. Z badań wynika, że funkcjonują już publiczne programy wsparcia m.in. w Hiszpanii i Niemczech. W ramach szerszego programu wspierania MSP (Pequeñas y Medianas Empresas lub FPYMES), Hiszpański Skarb Państwa wspiera sekurytyzację MSP. Unikalną cechą sekurytyzacji kredytów dla MSP w Hiszpanii jest fakt, że pewna liczba transakcji odbywała się na drodze łączenia portfeli kredytów dla MSP, pochodzących z kilku banków. Rozwój tego typu sekurytyzacji był efektem uznania roli funduszy służących sekurytyzacji kredytów dla MSP (FTPYME), które tworzą mechanizm umożliwiający kilku bankom tworzenie portfela aktywów do sekurytyzacji⁸. Tworzenie portfeli kredytowych dla MSP wielu banków w Hiszpanii stało się łatwiejsze dzięki specjalnej platformie dla dostarczania sekurytyzowanych kredytów dla MSP, stworzonej przez wyspecjalizowanego pośrednika znanego jako „sociedad gestora de fondos de titulización”. SGFT jako spółka zarządzająca funduszami sekurytyzacyjnymi odgrywa istotną rolę w tworzeniu wspólnych portfeli wielu inicjatorów przez:

- pomoc zarówno w stworzeniu portfeli kredytów do sekurytyzacji, jak i gromadzeniu danych, zwłaszcza historycznych, dotyczących niespłaconych kredytów (a więc dotyczących ryzyka),
- tworzenie mechanizmu, dzięki któremu prawne i organizacyjne koszty transakcji na rynku kapitałowym mogą być dzielone między inicjatorów,
- specjalny fundusz, który działa jako nabywca portfela, odgrywając podobną rolę, jak SPV w większości transakcji sekurytyzacji.

⁷ Ibid., s. 21.

⁸ Study on Basset-Backed Securities: Impact and Use of ABS on SME Finance. Final Report, 2004, s. 38.

Ponadto SGFT zarządza funduszem w zakresie zbierania danych o wynikach uzyskiwanych z portfeli kredytowych i przekazywania tych danych inwestorom w regularnych odstępach czasu. Pełnią również funkcje administracyjne i płatnicze, które na różne sposoby są realizowane przez pośredników.

Natomiast niemiecki bank „KfW Bankengruppe” uruchomił program PROMISE (Promotional Mittelstands Loan Securitisation®). Dzięki tej platformie różne banki emitowały, za pomocą transakcji syntetycznych⁹, kredytowe papiery wartościowe (CLO) z wykorzystaniem KfW jako pośrednika między bankami a inwestorami na rynkach kapitałowych.

Mniejsze znaczenie w Niemczech miała sekurytyzacja oparta na transakcjach faktycznej sprzedaży (True Sale). Wynikało to głównie z wątpliwości natury podatkowej: spółki celowe (SPV) podlegały potencjalnie podatkowi od działalności gospodarczej, co mogło powodować nieopłacalność transakcji faktycznej sprzedaży. W 2004 r., po zniesieniu tych przeszkód podatkowych, zostały podjęte inicjatywy w celu stworzenia podobnej do SGFT (w Hiszpanii) instytucji inicjującej transakcje przez wielu inicjatorów (True Sale Initiative – TSI) w celu promowania tego typu transakcji oraz utworzenia wspólnej platformy, która pozwoliłaby uczestnikom rynku stworzyć standaryzowane procedury realizacji transakcji¹⁰. Od tego czasu dokonano bardzo dużo transakcji za pośrednictwem tej platformy.

PROMISE oferuje bankom znormalizowane struktury (a więc sposoby postępowania, procedury) służące sekurytyzacji portfeli kredytów dla MSP. W szczególności program ten ma:

- zmniejszyć ograniczenia kapitałowe i finansowe pierwotnych kredytodawców, czyli banków udzielających kredytów,
- zachęcić banki do stosowania standaryzowanych i bardziej efektywnych procesów inicjowania i ustalania ceny kredytu dla kredytobiorcy (wyceny kredytów), co prowadzi do obniżenia kosztów transakcji,
- zmniejszyć bariery wejścia małych instytucji finansowych na rynek sekurytyzacji,
- przyciągnąć nowych nabywców papierów wartościowych emitowanych poprzez sekurytyzację kredytów dla MSP.

Platforma PROMISE jest otwarta dla instytucji finansowych z całej Europy. KfW działa wyłącznie jako pośrednik w procesie sekurytyzacji, czyli organizacja ta nie ponosi ryzyka ekonomicznego związanego z portfelem referencyjnym kredytów dla MSP i nie zastępuje żadnej z zaangażowanych

⁹ Szerzej o transakcjach syntetycznych zob.: A. Waszkiewicz: Ryzyko sekurytyzacji a kryzys finansowy. Oficyna Wydawnicza, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2010, s. 25.

¹⁰ Study on Basset-Backed Securities. Op. cit., s. 61.

w proces sekurytyzacji stron. Głównie jest to bank inicjujący transakcję sekurytyzacji i inwestorzy (nabywcy papierów wartościowych)¹¹.

Dzięki swojej neutralności oraz specjalnej pozycji w niemieckim sektorze bankowym, KfW przejęła na siebie rolę pośrednika między bankiem a rynkiem kapitałowym i stara się równoważyć nieefektywności rynku. Można sądzić, że stosunkowo duża część działalności w zakresie sekurytyzacji kredytów dla MSP w Niemczech jest spowodowana pozytywnymi efektami działania KfW.

W przypadku MSP mających niski wskaźnik udziału kapitału własnego w finansowaniu majątku (equity ratio), a zatem stosunkowo wysokie prawdopodobieństwo niewypłacalności, pojawia się potrzeba zwiększenia ich wskaźnika udziału kapitału własnego i dywersyfikacji źródeł finansowania. Aby spełnić te wymagania, powstały liczne programy sekurytyzacyjne, rozpoczęto sekurytyzację portfeli zawierających dług MSP typu mezzanine¹². Programy te obejmują PREPS (HVB), CB MezzCAP (Commerzbank), equiNotes (Deutsche Bank/IKB) i inne. Mechanizmem wspólnym dla wszystkich tych programów jest to, że dług typu mezzanine jest inicjowany i przechowywany przez bank w oczekiwaniu na sekurytyzację. Dług typu mezzanine (forma pośrednia między finansowaniem dłużnym a kapitałowym) może być sekurytyzowany. Bank-inicjator sekurytyzacji posiada ten dług przedsiębiorstwa w swoich aktywach do momentu sekurytyzacji¹³.

Obok długu typu mezzanine niedawno pojawiła się nowa klasa aktywów, która może być sekurytyzowana. Jest to tzw. Schuldschein, umowa pożyczki regulowana prawem niemieckim. Jej cechą szczególną jest to, że umowa ta może być przedmiotem obrotu, co czyni ją atrakcyjną z punktu widzenia możliwości sekurytyzacji.

Oprócz tej cechy, umowy pożyczki typu Schuldschein charakteryzują się podobieństwem do kredytów bankowych. Korzyścią dla kredytobiorców z sektora MSP jest to, że mogą oni różnicować swoje źródła finansowania, a nie polegać wyłącznie na pożyczkach bankowych. Schuldscheine są osobnym instrumentem finansowym zaliczanym do instrumentów pochodnych. Mogą być przedmiotem obrotu. Jako takie mogą być dodatkowym, obok kredytów, źródłem finansowania.

¹¹ Według badania zleconego przez Komisję Europejską, PROMISE udało się podnieść status klasy aktywów obejmujących kredyty dla MSP na rynkach ABS poprzez stworzenie marki o uznanej nazwie i strukturze (chodzi o konstrukcję i sposób działania programu PROMISE).

¹² Szerzej o kapitale kredytowym typu mezzanine w: J. Grzywacz: *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*. SGH, Warszawa 2008, s. 43.

¹³ C. Becker: *Innovations in the German SME Securitisation Market*. W: *Global Securitisation and Structured Finance*. Deutsche Bank AG, 2008, s. 157.

Schuldschein jest formą dwustronnej umowy kredytowej regulowanej prawem niemieckim. Jako instrument pochodny pożyczek dwustronnych, Schuldscheine są niezabezpieczonymi obligacjami, z terminem wykupu zazwyczaj dwa do pięciu lat, i mogą być wyceniane na bazie stałej lub zmiennej stopy procentowej. Aranżujący umowę może przypisać kredyty lub ich części do innej instytucji kredytowej lub inwestorów instytucjonalnych za pośrednictwem certyfikatu. Właściciel certyfikatu posiada praktycznie prawo własności w stosunku do ryzyka kredytowego nieodłącznie związanego z kredytami¹⁴.

Z bliższego spojrzenia na sekurytyzację europejskich MSP wynika, że rynki sekurytyzacji MSP rozwijają się najlepiej w tych krajach, gdzie funkcjonują publiczne programy wsparcia¹⁵.

Podsumowanie

Obecna ocena sekurytyzacji jest kształtowana przez dominujące opinie związane z transakcjami sekurytyzacji (transakcje pozyskania źródeł finansowania, transferu ryzyka, obniżenia kapitału ekonomicznego), których aktywa bazowe zostały niewłaściwie dobrane i ocenione w zakresie ich ryzyka kredytowego i zdolności do generowania płynności zabezpieczającej bezpieczeństwo transakcji sekurytyzacji (czyli głównie inwestorów oraz także banków jako inicjatorów).

Czynnik ryzyka został określony regulacjami Basel II i Basel III – o poziomie ryzyka i kapitału na jego pokrycie decydują parametry ryzyka określonych kredytów.

W ocenie niektórych instytucji (np. Europejski Fundusz Inwestycyjny), sekurytyzacja kredytów udzielonych sektorowi MSP staje się w tych warunkach niezbędnym narzędziem zwiększenia puli środków dla MSP (refinansowania udzielonych temu sektorowi kredytów), dostępnych przy korzystniejszych warunkach – dzięki zwiększeniu dźwigni finansowej (uwolnienie środków i ponowne ich inwestowanie w podmioty tego sektora) i zmniejszeniu wymogów kapitałowych.

Korzyści z sekurytyzacji aktywów dotyczą głównie banków, ale dzięki temu sekurytyzacja kredytów MSP przyczynia się do poprawy ich pozycji negocjacyjnej. Główne korzyści banków:

1. Zmniejszenie wymogu wobec kapitału ekonomicznego – znaczne zmniejszenie kapitału regulacyjnego odnosi się do przypadków sekurytyzacji, która prowadzi do rzeczywistej sprzedaży aktywów bazowych (transfer

¹⁴ German SME CLOs: Diversity in Securitised Instruments. Fitch Ratings Special Report, No. 7, September 2006, s. 3.

¹⁵ Securitisation. Roundtable between Bankers and SMEs. Final Report, May 2007, s. 15.

ryzyka z bilansu banku) oraz sekurytyzacji powodującej przeniesienie aktywów na pozycje pozabilansowe; zmniejszenie wymogu może dotyczyć również kapitału ekonomicznego alokowanego na ryzyko niezdywersyfikowanego portfela. Oczekuje się, że powrót do normalnych warunków rynkowych (po kryzysie) będzie skutkował powrotem do sekurytyzacji transferujących ryzyko – obecnie, ze względu na sentyment rynku, nie są one stosowane¹⁶. Należy podkreślić występowanie nadużyć (arbitraż regulacyjny) związanych ze stosowaniem zawyżonych ratingów ekspozycji, które prowadziły do systematycznego niedoszacowywania ryzyka i w konsekwencji obniżania wymogów kapitałowych na pokrycie ryzyka.

2. Zwiększenie możliwości finansowania i jego dywersyfikacja – możliwość refinansowania kredytów dla małych i średnich przedsiębiorstw zwiększa ich rentowność, co skłania banki do poszukiwania możliwości emisji papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (kredytami dla małych i średnich przedsiębiorstw) – posiadanie zabezpieczenia obniża koszt pozyskania kapitału (szczególnie dla mniejszych banków i firm leasingowych) np. w stosunku do obligacji, których emisja jest niezabezpieczona.

Należy zaznaczyć, że obie korzyści występują jedynie w normalnych warunkach rynkowych. W warunkach kryzysu i braku płynności nawet aktywa transferowane poza bilans mogą (ze względu na reputację banku) powodować konieczność pozyskania dodatkowych (poza wpływami z kredytów) źródeł ich finansowania.

Zalety sekurytyzacji MSP powodują, że może ona być rozpatrywana jako pewnego rodzaju systemowe rozwiązanie umożliwiające bankom pozyskanie źródeł długoterminowego finansowania oraz rozszerzenie akcji kredytowej wobec tego sektora, co ważne, na korzystniejszych warunkach.

W odczuciu Autorki każda transakcja sekurytyzacji powinna być oceniana oddzielnie w zakresie oceny ryzyka aktywów bazowych, sposobu i charakteru ich transferu na podmioty trzecie. Następnie, na podstawie powyższych danych, powinien być wyznaczany wymóg kapitałowy inicjatora (zazwyczaj banku) i inwestorów – do tego zmierzają nowe regulacje Basel III (do zwiększenia wymogów kapitałowych).

Ogólnie jednak można powiedzieć, że dobrze skonstruowana transakcja sekurytyzacji (tzn. z wykorzystaniem rozsądnie dochodowych i ryzykownych aktywów) może być źródłem dodatkowych funduszy, np. na finansowanie MSP.

¹⁶ H. Kraemer-Eis, M. Schaber, A. Tappi: Op. cit., s. 10.

Rynek kapitałowy, na którym są sprzedawane papiery wartościowe emitowane dla sekurytyzacji kredytów dla MSP, nie może powstać, jeśli wsparcie publiczne nie będzie utrzymywane przez dłuższy czas. Pomoc publiczna powinna być jednak sukcesywnie zmniejszana, kiedy rynek zacznie osiągać wystarczającą dynamikę.

Bibliografia

- Becker C.: Innovations in the German SME Securitisation Market. W: Gobał Securitisation and Structured Finance. Deutsche Bank AG, 2008.
- German SME CLOs: Diversity in Securitised Instruments. Fitch Ratings Special Report, No. 7, September 2006.
- Grzywacz J.: Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura. SGH, Warszawa 2008.
- Grzywacz J., Burżacka-Majcher M.: Finansowanie typu mezzanine w działalności przedsiębiorstw. Harmonizacja rynków finansowych i finansów przedsiębiorstw w skali narodowej i europejskiej. Difin, Warszawa 2007.
- Kraemer-Eis H., Schaber M., Tappi A.: SME Loan Securitization – An Important Tool to Support European SME Lending. European Investment Fund., 2010/007.
- Mikołajczyk B.: Infrastruktura finansowa MSP w krajach Unii Europejskiej. Difin, Warszawa 2007.
- Securitisation. Roundtable between Bankers and SMEs. Final Report, May 2007.
- SME Securitisation. Final Report, European Comission, 2007.
- Waszkiewicz A.: Ryzyko sekurytyzacji a kryzys finansowy. Oficyna Wydawnicza, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2010.

SECURITISATION OF SME LOANS

Summary

Against the background of the changes in European banking industry and increased banks' awareness of the risk, the securitization of loans provided to SME sector is an instrument which can lead to a greater supply of credit to SMEs in the primary market. The aim of this study is to demonstrate the potential of securitization of SME loans in the first decade of the twenty-first century with the use of public funds to support this important market segment.

Wojciech Zbaraszewski

Zachodniopomorski Uniwersytet Technologiczny w Szczecinie

PRZEDSIĘBIORSTWA W SYSTEMIE FINANSOWANIA OCHRONY ŚRODOWISKA

Wprowadzenie

Przedsiębiorstwa, chcąc utrzymać się na rynku, muszą być konkurencyjne. Jednym z czynników podnoszących konkurencyjność przedsiębiorstw jest uwzględnianie celów ekologicznych w działalności przedsiębiorstw i ich realizacja poprzez podejmowanie stosownych działań. W zakresie korzystania ze środowiska problemy przedsiębiorstw obejmują przede wszystkim: gospodarkę wodno-ściekową, gospodarkę odpadami, ochronę powietrza przed zanieczyszczeniami, ochronę gleby oraz ochronę przed hałasem. Egzekwowanie odpowiedzialności przedsiębiorstw i zarazem zachęcanie do niej odbywa się za pomocą różnorodnych środków. Jednym z podstawowych jest system finansowania ochrony środowiska¹.

Analiza systemu finansowania ochrony środowiska umożliwia kompleksową ocenę pozycji przedsiębiorstw w finansowaniu nakładów z zakresu ochrony środowiska, co jest celem artykułu, zwłaszcza w świetle realizacji zobowiązań wynikających z przepisów ochrony środowiska Unii Europejskiej (UE) i polityki ekologicznej państwa. W opracowaniu przedstawiono także skalę i strukturę finansowania działań środowiskowych innych inwestorów poza przedsiębiorstwami.

Głównym źródłem danych wykorzystanych w artykule są materiały Głównego Urzędu Statystycznego. Badania oparto na danych z raportów Ochrona Środowiska publikowanych przez GUS w zbiorczym opracowaniu z serii „Informacje i Opracowania Statystyczne”. W celu możliwie wszechstronnej i obiektywnego przedstawienia wieloaspektowej problematyki ekologicznej, wykorzystano właściwą tematycznie literaturę przedmiotu, akty prawne i dane administracyjne.

¹ B. Kryk: System finansowania ochrony środowiska a działalność proekologiczna przedsiębiorstw. W: Funkcjonowanie przedsiębiorstw w warunkach zrównoważonego rozwoju i gospodarki opartej na wiedzy. Red. E. Sidorezyk-Pietraszko. Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomicznej, Białystok 2009, s. 248.

1. Nakłady na ochronę środowiska w Polsce

W drugiej połowie XX w. w świadomości społecznej ugruntował się pogląd, że największym zagrożeniem środowiska przyrodniczego są przedsiębiorstwa przemysłowe. Rezultatem takiego przeświadczenia było wprowadzenie na szeroką skalę restrykcji dla przedsiębiorstw za korzystanie ze środowiska w formie instrumentów prawnoadministracyjnych (m.in. zakazów, nakazów, pozwoleń) i ekonomicznych (m.in. opłat, kar, zachęt finansowych). Jednak w ostatnich latach można zaobserwować, że nakłady przedsiębiorców są dominujące w strukturze wydatków na działania proekologiczne.

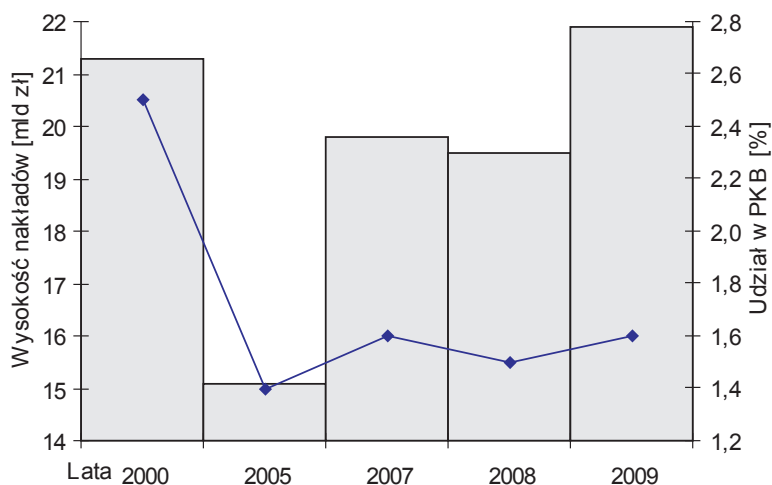
Inwestycje służące ochronie środowiska dzieli się na²:

1. Przedsięwzięcia „końca rury” – nieingerujące w proces produkcyjny (produkcja może być prowadzona bez tej inwestycji), lecz redukujące lub unieszkodliwiające zanieczyszczenia powstałe w procesie produkcji. Nakłady na tego typu przedsięwzięcia – zgodnie z metodologią zalecaną przez Biuro Statystyczne Unii Europejskiej Eurostat – w całości są zaliczane do nakładów na ochronę środowiska.
2. Inwestycje „zintegrowane” zapobiegające zanieczyszczeniom – prowadzące do zmniejszenia ilości wytwarzanych zanieczyszczeń poprzez modyfikację procesów technologicznych (wymiana lub modernizacja linii produkcyjnej, zakup dodatkowych urządzeń), co powoduje, że produkcja staje się bardziej czysta i przyjazna środowisku. Jeżeli jest wprowadzany nowy proces technologiczny, nakłady na środki trwałe służące ochronie środowiska obejmują wydatki przewyższające te, które byłyby poniesione na wyposażenie tańsze i sprawne, ale zapewniające produkcję mniej przyjazną środowisku. W przypadku gdy jest modernizowany zakład już istniejący, nakłady na środki trwałe służące ochronie środowiska są równe całkowitym nakładom poniesionym na dostosowanie do wymagań środowiska.

Nakłady na ochronę środowiska w gospodarce narodowej, stanowiące sumę nakładów inwestycyjnych i kosztów bieżących działań ochronnych, są ponoszone przez gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa, sektor publiczny oraz sektor usług środowiskowych. W Polsce w 2009 r. w porównaniu z 2008 r. nakłady na ochronę środowiska wzrosły z poziomu 42,8 mld zł w 2008 r. do 45,3 mld zł w 2009 r. Jednak warto zauważyć, że od 2006 r. nakłady na ochronę środowiska wynosiły 3,4% PKB (w 2000 r. 4,5% PKB, w 2005 r. 3,1% PKB). Nakłady te głównie ponosiły gospodarstwa domowe (ponad 50%)³. Nakłady na ochronę środowiska, z wyłączeniem wydatków gospodarstw domowych, czyli ponoszone przez sektor publiczny, gospodarczy i sektor usług środowiskowych w Polsce w 2009 r., wyniosły 21,9 mld zł (rysunek 1).

² Ochrona środowiska 2011. GUS, Warszawa 2011, s. 391.

³ Ibid., s. 401.



Rys. 1. Nakłady ogółem na ochronę środowiska w gospodarce narodowej (bez gospodarstw domowych) w latach 2000-2009 i ich udział w PKB (ceny stałe z 2009 r.)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Ochrona środowiska 2011. GUS, Warszawa 2011, s. 401.

W latach 2005-2009 r. udział wydatków w PKB kształtował się poniżej postulowanych wielkości i wynosił 1,4-1,6% PKB (rysunek 1), przy prognozowanych w polityce ekologicznej w wysokości 1,7-1,8% PKB w latach 2007-2008 i później⁴.

2. Nakłady inwestycyjne przedsiębiorstw na ochronę środowiska

Na przedsiębiorców nałożono szereg obowiązków w zakresie ochrony środowiska. Obowiązki wynikają z wielu aktów prawnych⁵. Poza zobowiązaniami wynikającymi z wymienionych aktów prawnych przedsiębiorstwa zostały uznane za jedno z najważniejszych ogniw realizacji polityki ekologicznej państwa⁶. Należy podkreślić, że zakres zadań związanych z ochroną środowiska znacznie się poszerzył po przystąpieniu Polski do UE. Przyjęte liczne zobowiązania w traktacie akcesyjnym nakładają na przedsiębiorców obowiązek wdrażania standardów ekologicznych UE⁷.

⁴ Polityka ekologiczna państwa na lata 2003-2006 z uwzględnieniem perspektywy na lata 2007-2010. Rada Ministrów, Warszawa 2002, s. 67.

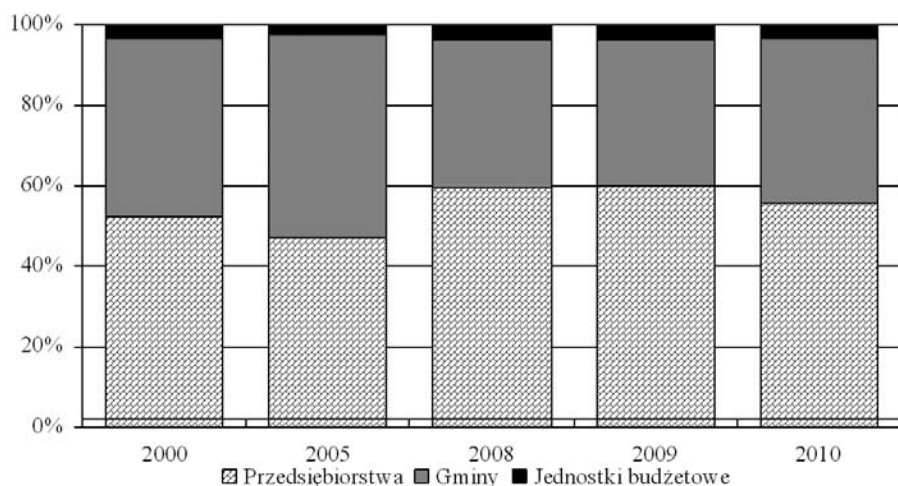
⁵ Szerzej w: M. Górski: Prawo ochrony środowiska. Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., Warszawa 2009 oraz W. Radecki: Opłaty i kary pieniężne w ochronie środowiska. Difin, Warszawa 2009.

⁶ Polityka ekologiczna państwa na lata 2003-2006..., op. cit., s. 68.

⁷ I. Jadźwiński, K. Małachowski: Następstwa integracji Polski z Unią Europejską w dziedzinie ochrony środowiska. W: Gospodarka a środowisko i ekologia. Red. K. Małachowski. CeDeWu, Warszawa 2007, s. 227.

W Polsce system finansowania ochrony środowiska został ukształtowany 20 lat temu, czyli na długo przed przystąpieniem do Unii Europejskiej. W zależności od zmian zachodzących w otoczeniu system finansowania jest modyfikowany. W polskim prawie działalność proekologiczna była ukierunkowana na osiągnięcie efektów środowiskowych⁸.

Działaniami zapewniającymi racjonalne korzystanie ze środowiska przyrodniczego oraz należytą jego ochronę w przedsiębiorstwie są inwestycje ekologiczne. Nakłady inwestycyjne na ochronę środowiska są to jedynie dodatkowe i możliwe do zidentyfikowania nakłady, które są przeznaczone na ochronę środowiska, redukcję zanieczyszczeń lub naprawę szkód środowiskowych. Do tej grupy nakładów nie zalicza się nakładów na działania, które mogą pozytywnie oddziaływać na środowisko, lecz ich głównym celem jest zaspokajanie innych potrzeb, np. wzrost zysku, bezpieczeństwo i higiena pracy lub poprawa efektywności produkcji⁹. Przedsiębiorstwa badane przez GUS wykorzystały w Polsce ponad połowę nakładów inwestycyjnych (bez gospodarstw domowych) na ochronę środowiska do 2010 r. (rysunek 2).



Rys. 2. Udział grup inwestorów w nakładach inwestycyjnych służących ochronie środowiska w latach 2000-2010 w Polsce (ceny bieżące)

Źródło: Ibid., s. 404.

Pod koniec lat 90. ubiegłego wieku udział przedsiębiorstw wynosił ponad 60% nakładów inwestycyjnych na ochronę środowiska. Obecnie ciężar finansowania przedsięwzięć z zakresu ochrony środowiska w znacznej mierze ponoszą gminy.

⁸ Zarządzanie środowiskowe. Red. B. Poskrobko. PWE, Warszawa 2007, s. 119.

⁹ Ibid., s. 113 oraz J. Famielec, M. Stępień: Informacja ekologiczna w ujęciu finansowym. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Kraków 2005, s. 23.

W latach 2008-2010 udział gmin w nakładach inwestycyjnych służących ochronie środowiska wynosił około 40%, a w 2005 r. aż około 50%. Udział jednostek budżetowych jest udziałem marginalnym i w 2010 r. wyniósł niecałe 4%.

W 2010 r. przedsiębiorstwa przeznaczyły na ochronę środowiska 6 085 mln zł, a więc o około 5% mniej niż rok wcześniej, ale o około 20% więcej niż w 2008 r.

Tabela 1

Wartość i struktura wydatków inwestycyjnych na ochronę środowiska
w latach 2000-2010 (ceny bieżące)

Wyszczególnienie	Lata				
	2000	2005	2008	2009	2010
Wydatki inwestycyjne na ochronę środowiska ogółem (mln zł)	6570,3	5986,5	8528,6	10671,9	10926,2
Udział w wydatkach inwestycyjnych na ochronę środowiska (%):					
- przedsiębiorstwa	52,3	47,20	59,4	59,98	55,70
- gminy	44,4	50,35	36,69	36,46	41,05
- jednostki budżetowe	3,3	2,45	3,91	3,56	3,25
Wydatki inwestycyjne przedsiębiorców na ochronę środowiska (mln zł)	3436,3	2825,6	5065,9	6401,0	6085,9

Źródło: Ochrona środowiska 2011. GUS, Warszawa 2011, s. 404.

W okresie dwóch analizowanych lat pomimo wzrostu nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw na ochronę środowiska w Polsce z około 5 mld zł w 2008 r. do około 6 mld zł w 2010 r. udział przedsiębiorstw w całości nakładów inwestycyjnych zmalał o 3,7 pkt %.

Przedsiębiorstwa w 2010 r., podobnie jak w 2008 r., wykorzystwały dominującą część nakładów inwestycyjnych na ochronę powietrza (po około 97%) oraz na ochronę gleb i wód podziemnych (około 93%). Warto podkreślić, że pomimo dominującej pozycji przedsiębiorstw w tych kierunkach inwestowania, udział przedsiębiorstw w całości nakładów inwestycyjnych maleje. Pomimo zmniejszenia się udziału przedsiębiorstw w nakładach na gospodarkę odpadami o około 4,6 pkt %, nadal stanowi on ponad $\frac{3}{4}$ całości nakładów (tabela 2).

Tabela 2

Udział przedsiębiorstw w nakładach inwestycyjnych na ochronę środowiska w Polsce w 2008 i 2010 r.

Wyszczególnienie	2008	2010	Zmiana w pkt %
Ogółem nakłady inwestycyjne na ochronę środowiska (w mln zł)	8 528,6	10 926,2	-
Ogółem nakłady inwestycyjne przedsiębiorstw na ochronę środowiska (w mln zł)	5 065,9	6 086,0	-
Udział przedsiębiorstw w nakładach inwestycyjnych na ochronę środowiska ogółem (w %)	59,40	55,70	-3,70
W tym udział przedsiębiorstw w nakładach inwestycyjnych ogółem według kierunków inwestowania (w %)			
- ochrona powietrza	96,67	97,82	-1,15
- gospodarka ściekowa i ochrona wód	45,06	40,80	-4,26
- gospodarka odpadami	83,24	78,63	-4,61
- ochrona gleb i wód podziemnych	93,52	90,78	-2,74
- zmniejszenie hałasu i wibracji	42,58	35,83	-6,75
- ochrona różnorodności biologicznej i krajobrazu	37,37	52,44	+15,07
- ochrona przed promieniowaniem jonizującym	0,00	100,00	+100,00
- działalność badawczo-rozwojowa	13,01	100,00	+86,99
- pozostała działalność związana z ochroną środowiska	26,05	36,71	+10,66

Źródło: Ibid., s. 417-421 oraz Ochrona środowiska 2009. GUS, Warszawa 2009, s. 408-415.

O pozycji przedsiębiorstw jako dominującej grupie inwestorów mogą świadczyć nakłady na ochronę przed promieniowaniem jonizującym oraz działalność badawczo-rozwojową. Przedsiębiorstwa w 2010 r. finansowały całość nakładów na te kierunki inwestowania. Znacznie, bo o ponad 15 pkt %, wzrosły w 2010 r. w porównaniu do 2008 r. nakłady przedsiębiorstw na ochronę różnorodności biologicznej i krajobrazu. Tym samym przedsiębiorstwa w 2010 r. posiadały ponad 52% udział w ten kierunek inwestowania. W największym stopniu obniżył się udział nakładów przedsiębiorstw na zmniejszenie hałasu i wibracji, gdyż o 6,75 pkt %.

Źródła finansowania ochrony środowiska

Środki finansowe na realizację przedsięwzięć służących ochronie środowiska mogą pochodzić ze źródeł publicznych, prywatnych oraz zagranicznych, których wykorzystanie zaprezentowano w tabeli 3.

Tabela 3

Udział źródeł finansowania nakładów inwestycyjnych służących ochronie środowiska w latach 2000-2010 w Polsce (ceny bieżące)

Wyszczególnienie	Lata				
	2000	2005	2008	2009	2010
Ogółem nakłady (w mln zł)	6570	5986	8528	10671	10926
w % ogółem					
Środki własne przedsiębiorstw	53,4	31,05	32,67	19,24	17,52
Środki własne gmin	-	18,02	17,51	26,78	26,63
Środki z budżetu centralnego i lokalnego	5,4	2,65	3,8	3,08	3,62
Środki z zagranicy	3,9	15,96	16,35	18,91	22,08
Fundusze ekologiczne	20,0	21,15	16,57	18,3	13,88
Kredyty i pożyczki krajowe	11,70	7,60	9,62	9,40	13,81
Inne środki	5,60	3,56	3,47	4,30	2,45
Ogółem (w %)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Źródło: Ochrona środowiska 2011. Op. cit., s. 404.

Nakłady na ochronę środowiska w Polsce są finansowane głównie ze środków własnych, w sektorze publicznym przez jednostki samorządowe i centralne, zaś w sektorze gospodarczym przez przedsiębiorstwa. Analiza struktury finansowania nakładów inwestycyjnych wskazuje na dominujący udział środków własnych (gmin i podmiotów gospodarczych), który wynosił ponad 44% w 2010 r. W latach 2008-2010 udział przedsiębiorstw w finansowaniu całości nakładów inwestycyjnych w zakresie ochrony środowiska zmalał z poziomu około 32% w 2008 r. do poziomu około 18% w 2010 r. W badanym okresie znaczący udział w finansowaniu przedsięwzięć służących ochronie środowiska miały środki z zagranicy. Udział tego źródła finansowania systematycznie rośnie i w 2010 r. wynosił ponad 22%. Jest to związane zwłaszcza z wykorzystywaniem środków Unii Europejskiej. Wysokim udziałem w finansowaniu nakładów inwestycyjnych służących ochronie środowiska wykazywały się fundusze ekologiczne. Najniższy poziom wsparcia ze strony funduszy ekologicznych został odnotowany w 2010 r. i wynosił około 14% całości nakładów inwestycyjnych na ochronę środowiska. Natomiast udział ponad 20% został odnotowany w 2000 i 2005 r. Jednocześnie udział środków budżetowych szczebla centralnego i lokalnego w finansowaniu przedsięwzięć ochronnych kształtuje się zaledwie na poziomie około 3-4%.

Typowym inwestorem spełniającym rolę właściciela kapitału wnoszonego na poczet działalności ochronnej podmiotów gospodarczych były w Polsce fundusze ekologiczne (w 2010 r. prawie 14% udział w finansowaniu nakładów inwestycyjnych w zakresie ochrony środowiska w Polsce). Przedsiębiorstwa realizujące zadania inwestycyjne w zakresie ochrony środowiska mogły uzyskać pomoc finansową ze środków Narodowego Funduszu Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej oraz wojewódzkich funduszy ochrony środowiska.

Znaczącą pozycję w ramach sektora bankowego w nakładach na ochronę środowiska ma Bank Ochrony Środowiska SA (BOS). W 2010 r. Bank udzielił 2722 kredytów i pożyczek na łączną kwotę 418 mln zł, w tym: kredytów preferencyjnych na kwotę 178 mln zł oraz kredytów komercyjnych na kwotę 240 mln zł. Największą grupę finansowanych przedsięwzięć stanowiły inwestycje z dziedziny ochrony powietrza, na sfinansowanie których udzielono kredytów w łącznej kwocie 239 mln zł¹⁰.

Szczególnymi źródłami kapitałów własnych o charakterze ekologicznym są dotacje i subwencje, a także ulgi, zwolnienia i odliczenia podatkowe, które poprzez przychody lub zyski nadzwyczajne lub też zmniejszone obciążenia podatkowe wpływają na wynik finansowy netto oraz na wynik finansowy zatrzymany, zasilając kapitał własny. Takich dotacji i subwencji mogły w analizowanym okresie udzielać:

- fundusze ekologiczne – poprzez umorzenia pożyczek, preferencyjne oprocentowanie kredytów,
- Skarb Państwa – poprzez np. stosowanie preferencji podatkowych,
- instytucje i programy pomocowe, np. Fundusz na rzecz Globalnego Środowiska.

Dopełnieniem źródeł finansowania zamierzeń z zakresu ochrony środowiska w przedsiębiorstwie są m.in. zobowiązania i instytucje leasingowe.

Podsumowanie

Podstawową grupą podmiotów finansujących w Polsce inwestycje w ochronę środowiska były przedsiębiorstwa (ponad 50% udział w wydatkach inwestycyjnych na ochronę środowiska w latach 2008-2010). Przedsiębiorstwa w latach 2008-2010 były często głównym inwestorem w niektóre dziedziny ochrony środowiska, m.in. ochronę powietrza, ochronę gleb i wód podziemnych. W latach 2005-2009 nie zostały w pełni zrealizowane założenia przyjętej polityki ekologicznej państwa, gdyż udział nakładów na środki trwałe służące ochronie środowiska i gospodarce wodnej w Polsce kształtował się na poziomie 1,4-1,6% PKB, wobec postulowanych w polityce ekologicznej 1,7-1,8% PKB. Wstąpienie Polski w struktury UE nie tylko nałożyło wiele obowiązków związanych z dostosowaniem do obowiązujących przepisów wspólnotowych, ale również umożliwiło sektorowi gospodarczemu dostęp do środków na finansowanie inwestycji z zakresu ochrony środowiska.

¹⁰ Raport Ekologiczny 2011. Bank Ochrony Środowiska SA, Warszawa 2011, s. 8.

Bibliografia

- Famielec J., Stępień M.: Informacja ekologiczna w ujęciu finansowym. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Kraków 2005.
- Górski M.: Prawo ochrony środowiska. Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., Warszawa 2009.
- Jadźwiński I., Małachowski K.: Następstwa integracji Polski z Unią Europejską w dziedzinie ochrony środowiska. W: Gospodarka a środowisko i ekologia. Red. K. Małachowski. CeDeWu, Warszawa 2007.
- Koziół J.: Inwestycje w ochronie środowiska szansą i wyzwaniem. „Aura” 2007, nr 2.
- Kryk B.: System finansowania ochrony środowiska a działalność proekologiczna przedsiębiorstw. W: Funkcjonowanie przedsiębiorstw w warunkach zrównoważonego rozwoju i gospodarki opartej na wiedzy. Red. E. Sidorczyk-Pietraszko. Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomicznej, Białystok 2009.
- Ochrona środowiska 2009. GUS, Warszawa 2009.
- Ochrona środowiska 2011. GUS, Warszawa 2011.
- Polityka ekologiczna państwa na lata 2003-2006 z uwzględnieniem perspektywy na lata 2007-2010. Rada Ministrów, Warszawa 2002.
- Polityka ekologiczna państwa w latach 2009-2012 z perspektywą do roku 2016. Ministerstwo Ochrony Środowiska, Warszawa 2008.
- Poskrobko B.: Zarządzanie środowiskiem. PWE, Warszawa 2007.
- Program wykonawczy do II Polityki ekologicznej państwa na lata 2002-2010. Materiał powielony, Ministerstwo Ochrony Środowiska, Warszawa 2002.
- Radecki W.: Opłaty i kary pieniężne w ochronie środowiska. Difin, Warszawa 2009.
- Raport Ekologiczny 2011. Bank Ochrony Środowiska SA, Warszawa 2011.
- System finansowania ochrony środowiska w Polsce. Red. J. Famielec. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Kraków 2005.

THE SYSTEMIZED COMPANIES FINANCING ENVIRONMENTAL PROTECTION

Summary

In this article evaluation of the funds spent on environmental protection by various companies has been pointed out according to the directories and procedures made by the European Union commission and environment policies. The conducted analysis proved that Polish enterprises had taken over the dominant role from the state in funding expenditures on the environmental protection. Nevertheless, the state environmental policies have not been completed entirely yet. This is the reason why EU funds should be enlarged and in consequence contribute to the growth of expenditures spent on environmental investments in the non-run state companies too.

**PROBLEMY INFORMACJI I REGULACJI
W WARUNKACH NIESTABILNOŚCI OTOCZENIA**

Jacek Adamek

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

HISTORIA KSIĘGOWOŚCI W CHINACH – RYS*

Wprowadzenie

Historia rachunkowości rozpatrywana przez pryzmat tzw. rachunków majątkowych w sposób bezpośredni łączy się z rozwojem jej podsystemu ewidencyjnego, którym jest księgowość. Jako część rejestracyjna rachunkowości jest ona utożsamiana z działaniem i narzędziami umożliwiającymi rejestrację zdarzeń gospodarczych wywołujących zmiany w majątku podmiotu rachunkowości i źródłach jego pochodzenia.

Dominująca na świecie forma księgowości podwójnej swe historyczne źródła czerpie m.in. z zapisów księgowych datowanych nawet na 8000 lat p.n.e., dających początek procesowi rejestracji przez człowieka zjawisk i procesów gospodarczych wyrażanych pierwotnie miernikiem naturalnym, a później pieniężnym¹. Nie jest ona i nigdy nie była jedynym modelem zapisu rachunkowego, czego dowodem staje się choćby jego ewolucja obserwowana w Kraju Środka. Trzy tysiące lat historii chińskiej księgowości są przykładem procesu zmian i dostosowywania się podsystemu ewidencyjnego rachunkowości do wyzwań, jakie przed nim i samą rachunkowością formułują m.in. jej uwarunkowania ekonomiczne, polityczne, społeczne czy kulturowe.

Mając na uwadze powyższe, definiuje się cel tego artykułu, którym jest próba ukazania form księgowości stosowanych w Chinach w świetle ich historycznej ewolucji. Tezą tego opracowania staje się stwierdzenie, iż stosowana forma rachunkowości jest odbiciem uwarunkowań i zadań, jakie przed systemem rachunkowości formułują interesariusze jej podmiotu.

Prowadzone w artykule rozważania opierają się na analizie źródeł literatury tematu.

* W artykule wykorzystano fragmenty przygotowywanej monografii pt. „Kulturowe uwarunkowania rachunkowości w świetle założeń i praktyki rachunkowości islamskiej i chińskiej”.

¹ Zob. szerzej w: E. Łazarowicz: Historia powstania księgowości podwójnej i rachunku kosztów. Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2011, s. 12 i nast.

1. Trzy tysiące lat chińskiej księgowości

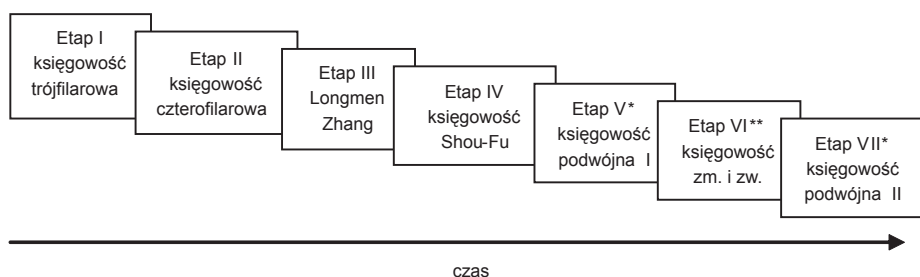
Historia rachunkowości, w swym wymiarze globalnym i lokalnym właściwym danemu państwu czy kręgowi kulturowemu, jest kształtowana przez wielokierunkowe relacje, jakie systemy pomiaru i ujawnień rachunkowych tworzą między nimi samymi, organizacjami i społeczeństwem. Relacje te oraz specyficzne warunki ich kształtowania z jednej strony podporządkowują zadania, konstrukcję i operatywny obraz rachunkowości, z drugiej zaś sama rachunkowość, poprzez swą własną transformację, staje się instrumentem wykorzystywanym w kreowaniu zmian organizacyjnych i społecznych, przyjmując często rolę elementu inicjującego i/lub wzmacniającego te procesy. Tezę tę potwierdzają słowa E. Hendriksena, M. Beredy i A. Lofta. I tak E. Hendriksen oraz M. Bered stwierdzają: „Jako produkt włoskiego renesansu, siły, które prowadziły do odnowienia ludzkiego ducha w Europie, były tymi samymi siłami, które stworzyły rachunkowość”². Z kolei A. Loft wskazuje, że rachunkowość nie może być tylko postrzegana jako „[...] techniczny proces warunkujący społeczne i polityczne konsekwencje”, lecz jest ona „[...] aktywnością, która sama w sobie ma charakter społeczny i polityczny”³.

Przedstawione powyżej relacje między rachunkowością i jej otoczeniem znajdują swoje pełne odbicie w historii chińskiej formuły pomiaru i ujawnień rachunkowych, ze szczególnym uwzględnieniem podsystemu rejestracji zdarzeń gospodarczych (księgowości), będącego istotnym elementem wspierającym realizację przypisanych rachunkowości zadań i funkcji. Chiny, jako jedna z pierwszych wysoce rozwiniętych cywilizacji, w porównaniu do tzw. cywilizacji zachodniej, mogą się poszczycić wielokrotnie dłuższą i barwniejszą historią rachunkowości, a w niej księgowości, sięgającą 3000 lat wstecz. Stąd też historia chińskiej rachunkowości może być przedstawiana poprzez prezentację ewolucji metod księgowości opisujących w sobie właściwy sposób zmiany zachodzące w szeroko rozumianym społecznym, politycznym i ekonomicznym otoczeniu systemu pomiaru i ujawnień rachunkowych.

Mając na uwadze historię chińskiej księgowości, można wskazać siedem podstawowych etapów jej rozwoju, a zarazem modeli, sięgających okresu od blisko 3000 lat wstecz do dnia dzisiejszego (zob. tabela 1).

² E. Hendriksen, M. Breda: *Accounting Theory*. Richard D. Irwin, Homewood, IL 1992, s. 32.

³ A. Loft: *Towards a Critical Understanding of Accounting. The Case of Cost Accounting in the U.K. 1914-1925*. „Accounting, Organizations and Society” 1986, Vol. 11, No. 2, s. 138.



* Mowa tu o tradycyjnym dla kultury zachodniej modelu księgowości podwójnej, opartej na modelu L. Paccioliiego

** Tak zwany model księgowości zmniejszeń i zwiększeń

Rys. 1. Modele chińskiej księgowości na funkcji czasu

Źródło: Z. Jun Lin: Chinese Bookkeeping Systems: A Study of Accounting Adaptation and Change. „Accounting, Business & Financial History” 2003, No. 13, s. 85 i nast.

Ich krótka charakterystyka stanowi zakres rozważań prowadzonych w dalszej części tego opracowania.

Model księgowości trójfilarowej (*Ru-Chu*) – jest traktowany jako historycznie pierwsza, sformalizowana i usystematyzowana metodyka księgowego ujęcia zdarzeń gospodarczych, wykorzystywana w okresie panowania Zachodniej Dynastii Zhou (1100-771 lat p.n.e.). Jej przeznaczeniem było księgowe uchwycenie zmian w majątku Dynastii, determinowanych rachunkowym odbiciem pożytków osiąganych z plonów, własności czy innych bogactw do niej należących.

Podstawowym równaniem wykorzystywanym w trójfilarowej metodzie księgowości, nadającej jej zarazem potoczną nazwę metody *Ru-Chu*, była formuła oparta na zależności: Ru (wpływ dochodów) – Chu (płatność wydatków) = Yu (aktualne zasoby). Równanie to poprzez swoją konstrukcję dawało możliwość zapisu trzech wymiarów działania Dynastii, obserwowanych przez pryzmat uzyskiwanych przez nią dochodów, ponoszonych wydatków oraz wartości netto posiadanych zasobów. Metoda *Ru-Chu*, będąc formą tzw. księgowości pojedynczej, była modelem sekwencyjnym, umożliwiającym ustalenie i śledzenie zmian w majątku królewskim, bazującym na zdobyczach ówczesnej cywilizacji, jakimi były:

- arytmetyka ze swym systemem dziesiętnym,
- wykorzystanie dużych liczb do opisu rzeczywistości czy też monet jako formy pieniądza⁴.

⁴ S. Cigdem, A. Sinan: The Historical Evolution of Accounting in China: The Effects of Culture. „Spanish Journal of Accounting History” 2007, Vol. 7, s. 163.

Metoda ta, jako tzw. księgowość rządowa, zainicjowała historyczny rozwój chińskich formuł zapisu księgowego i stała się podwaliną budowy jej modeli wykorzystywanych w rejestracji zdarzeń gospodarczych inicjowanych i dotyczących sektora prywatnego. Była też ona najdłużej wykorzystywaną metodą księgowości, używaną do około 1100 roku n.e., a więc przez blisko 2000 lat.

Model księgowości czterofilarowej (*Shizhufa*) był kolejnym krokiem w historycznym rozwoju księgowości w Chinach. Model ten, jako formuła księgowości pojedynczej, został wypracowany w Dynastii Tang i był wykorzystywany w latach 618-1911 n.e., stając się standardem księgowego ujęcia zdarzeń gospodarczych zarówno w rachunkowości państwowej, jak i prywatnej. Księgowość czterofilarowa lub czterokolumnowa stała się odpowiedzią na rozwój handlu, wzrost feudalnej gospodarki oraz aktywności gospodarczej wspartej m.in. wykorzystaniem papierowego pieniądza. Idea tej formuły zapisu księgowego wykorzystywała zależności występujące między czterema elementami (filarami, kolumnami)⁵: Filar I (a) – *saldo otwarcia*, Filar II (b) – *nowe wpływy*, Filar III (c) – *nowe wydatki*, Filar IV (d) – *saldo zamknięcia*, oraz równaniami opisującymi zmiany podmiotu rachunkowości: $a + b = c + d$, $b - c = d - a$, $a + b - c = d$. Jak stwierdza Z. Jun Lin, „[...] każdy z filarów tej metody reprezentuje jeden ze szczególnych wymiarów transakcji gospodarczych oraz zależność między nimi włączanych w grupę zadań formułowanych przed księgowością”⁶. Księgowość czterofilarowa, poprzez ujęcie właściwych dla tej formuły zdarzeń i stanów gospodarczych, jest traktowana jako bardzo istotny element rozwoju chińskiego modelu pomiaru i ujawnień rachunkowych, odbijający w swej treści i założeniach zmiany zachodzące w środowisku, w którym przyszło mu realizować swe cele. Była ona również ostatnią z formuł wykorzystujących tzw. ideę księgowości pojedynczej.

Księgowość Bramy Smoka (*Longmen Zhang*) była odpowiedzią na rozwój załączków gospodarki kapitalistycznej opartej na wzmożonej aktywności gospodarczej kupców, rodzinnych warsztatów, banków, lombardów oraz wykorzystaniu finansowania zwrotnego jako formy kapitałowego wsparcia prowadzonej działalności gospodarczej i finansowania potrzeb państwa. Model ten był pierwszą w historii chińskiej rachunkowości rozwiniętą formułą tzw. księgowości podwójnej⁷, która spełniała oczekiwania rejestracyjne coraz bardziej skomplikowanych transakcji dokonywanych przez strony obrotu gospo-

⁵ K. Hoskin, R. Macve: Contesting the Indigenous Development of ‘Chinese Double-entry Bookkeeping’ and Its Significance in China’s Economy Before c. 1850. American Accounting Association Annual Meeting, Denver – Colorado 2011, Working Paper AAA2011 ChineseWestAccHist05.01.11sub (22396/14465), s. 28.

⁶ Z. Jun Lin: Chinese Bookkeeping Systems. A Study of Accounting Adaption and Change. „Accounting, Business & Financial History” 2003, No. 13, s. 86.

⁷ C. Shimin: The Rise and Fall of Debit-Credit Bookkeeping in China: History and Analysis. „The Accounting Historians Journal” 1998, No 10, s. 3.

darczego, a w szczególności kupców i bankierów. Okres powstania tej metody datuje się na końcówkę XV w., a rozkwit i funkcjonowanie, przyjmujące postać zróżnicowanych jej odmian, sięga aż XVIII w.

Istotą tej formuły księgowej było wykorzystanie równania, zgodnie z którym⁸: *Jin* (wpływy) – *Jiao* (wydatki) = *Cun* (aktywa) – *Gai* (kapitał właściciela i zobowiązania), oraz kont księgowych umożliwiających ujęcie powyższych kategorii. Każda operacja gospodarcza była odzwierciedlana w ujęciu dualnym, wpływając na kategorie znajdujące się po przeciwnych stronach powyższego równania. C. Shimin wskazuje, iż „[...] aby zamknąć Bramę Smoka, należało osiągnąć równowagę pomiędzy wpływami (*Jin*) i wydatkami (*Jiao*), tak jak pomiędzy aktywami (*Cun*) i roszczeniami do nich (*Gai*)”⁹.

Księgowość Shou-Fu to XIX-wieczny model księgowości powstały z rozwinięcia formuły Bramy Smoka (*Longmen Zhang*), który miał swoje zastosowanie w niektórych sektorach gospodarki aż do 1990 r. Istotą tego sposobu rejestracji zdarzeń gospodarczych było ujęcie zarówno transakcji gotówkowych, jak i bezgotówkowych na dwóch korespondujących ze sobą kontach w dziennikach lub księgach głównych. Metoda *Shou-Fu*, bazując na tzw. formule Czterech stóp (Czterech nóg), poprzez zestawienie kont wpływów (*Jin*) i wydatków (*Jiao*) pozwalała na kalkulację zysków i strat oraz prezentację tej informacji w specjalnym zestawieniu sprawozdawczym o nazwie *Cai Xian Jie Ce*. Własnością tej formy zapisu księgowego, dzięki ujęciu kont aktywów (*Gai*) i kont roszczeń do nich (*Cun*), była także możliwość zestawienia sprawozdania bilansowego *Cun Chu Jie Ce*¹⁰.

Tradycyjna księgowość podwójna (etap I) – pojawienie się w Chinach tradycyjnego dla tzw. rachunkowości europejskiej modelu księgowości podwójnej, opartej na dorobku L. Pacioliiego, łączy się z okresem końca pierwszej Wojny Opiumowej (1840 r.) i zmianą zamkniętej gospodarki feudalnej w gospodarkę nieautarkiczną, bazującą nie tylko na rolnictwie, ale i przemyśle, handlu oraz działaniu instytucji finansowych. Otwarcie Kraju Środka na Zachód skutkowało w tamtym okresie przeszczepieniem ducha kapitalizmu, a rozwój gospodarczy oparty m.in. na wzorcach właściwych dla tej kultury i modelu ekonomii wymusił przyjęcie europejskiej formuły księgowości podwójnej, która w pierwszym okresie była stosowana w podmiotach i instytucjach kontrolowanych oraz zarządzanych w zgodzie z wzorcami zachodnimi, takich jak urzędy państwowe, bank narodowy, kolej, poczta, a następnie została adoptowana przez sektor przemysłowy i biznes prywatny. Pierwszy podręcznik prezentujący zasady włoskiego modelu księgowości podwójnej ukazał

⁸ S. Cigdem, A. Sinan: Op. cit., s. 165.

⁹ C. Shimin: Op. cit., s. 4.

¹⁰ Szerzej w: K. Hoskin, R. Macve: Op. cit., s. 35 i nast.

się w Chinach w 1905 r.¹¹. Jej autorem był uczony Cai Yong Ksi, studiujący w Japonii. Twórca tej pozycji podjął próbę prezentacji zasad europejskiej księgowości podwójnej w świetle chińskiego modelu rejestracji zdarzeń gospodarczych opartego na tradycji *Shou-fu*.

Pierwszy etap funkcjonowania europejskiego modelu księgowości podwójnej w chińskiej przestrzeni rachunkowej to także okres dominacji modelu rachunkowości właściwej gospodarce i ekonomii socjalistycznej, rozwijanej od 1949 r. po przejściu władzy przez komunistów i utworzeniu Chińskiej Republiki Ludowej. Jego zwieńczeniem jest początek lat 60. ubiegłego wieku, czyli okres krytyki „zachodniej spuścizny” w obszarze modelu rejestracji zdarzeń gospodarczych i wykorzystania broni ideologicznej w walce z europejskim modelem księgowości podwójnej.

Księgowość zwiększeń i zmniejszeń była odpowiedzią na rodzącą się krytykę europejskiej księgowości podwójnej postrzeganej przez pryzmat¹²: niezrozumienia tej formuły księgowej przez jej użytkowników, jej nieadekwatności do opisu aktywności gospodarczej „zwykłych ludzi” oraz traktowania tej księgowości jako symbolu kapitalizmu. W 1964 r. Ministerstwo Handlu wprowadziło pilotażowy program wdrożenia tzw. księgowości zmniejszeń i zwiększeń w praktykę gospodarczą, a po dwóch latach jego realizacji wydało dokument charakteryzujący metodykę przejścia ze stosowanej dotychczas formuły księgowości podwójnej na formułę opisującą ruch roszczeń i zasobów gospodarczych. Istotę omawianej wyżej metody księgowej ukazano w tabeli 1.

Tabela 1

Księgowość zwiększeń i zmniejszeń – założenia

Założenie 1
Metoda ta opiera się na Teorii przepływu funduszy jako podstawie zapisu operacji gospodarczych rozpatrywanej z perspektywy źródeł i wykorzystania funduszy. Podstawą tej formuły księgowości jest równanie przyjmujące postać: Fundusze wykorzystane (użyte zasoby) = Fundusze posiadane (roszczenia wobec zasobów)
Założenie 2
Konta w Księdze głównej są podzielone na dwa zbiory kont Funduszy posiadanych i wykorzystanych z wewnętrznym ich uszczegółowieniem
Założenie 3
Zapis w dzienniku opiera się na wykorzystaniu chińskich znaków wskazujących jednoznacznie na rodzaj transakcji (zwiększenie/zmniejszenie funduszy), pozwalając jednoznacznie zdefiniować także jej wewnętrzną treść

¹¹ M. Chen: A Brief History of Debit-Credit Bookkeeping Method in China. „Shanghai Accounting” 1993, Vol. 14, No. 10, s. 30.

¹² C. Shimin: Op. cit., s. 8.

cd. tabeli 1

Założenie 4
Zasada zapisu: zwiększenie funduszy jest ujmowane, gdy transakcja wiąże się z napływem aktywów lub zobowiązań, a zmniejszenie funduszy łączy się z księgowym ujęciem wypływu zasobów gospodarczych lub zmniejszeniem zobowiązań. Przyjmując powyższą formułę zapisu oraz funkcjonowanie w Księdze głównej dwóch zbiorów kont Funduszy posiadanych i wykorzystanych, można wyróżnić cztery typy transakcji i ich zapisu księgowego: I. równoległe zwiększenie Funduszy posiadanych i wykorzystanych (np. wniesienie udziału pieniężnego przez właściciela), II. równoległe ich zmniejszenie (gotówkowa płatność zobowiązania), III. równoległe zmniejszenie i zwiększenie pomiędzy kategoriami ujmowanymi w ramach zbioru kont księgi głównej odnoszonych do Funduszy wykorzystanych (pieniężna spłata należności), IV. równoległe zmniejszenie i zwiększenie pomiędzy kategoriami ujmowanymi w ramach zbioru kont Księgi głównej odnoszonych do Funduszy posiadanych (deklaracja wypłaty dywidendy)
Założenie 5
Formuła zamknięcia ksiąg rachunkowych opiera się na równaniu: $\text{Bilans początkowy} + \text{Suma zwiększeń} - \text{Suma zmniejszeń} = \text{Bilans zamknięcia}$

Źródło: Z. Jun Lin: Chinese Bookkeeping Systems: A Study of Accounting. The Case of Cost Accounting in the U.K. 1914-1925. „Accounting, Business & Financial History” 2003, No. 13, s. 89-91.

Opisywany powyżej model księgowości zwiększeń i zmniejszeń stracił swój dominujący status na początku lat 80. ubiegłego wieku w wyniku transformacji chińskiej gospodarki, przyjęcia polityki „otwartych drzwi” oraz zainicjowania reform będących pochodną orientacji rynkowej jako kierunku przekształceń gospodarczo-polityczno-społecznych.

Od tego okresu można również datować powrót w chińską przestrzeń rachunkowości **tradycyjnego modelu księgowości podwójnej** i II etap jego historycznej ewolucji, podporządkowany m.in:

- dynamicznemu rozwojowi gospodarczemu Chin oraz chińskich przedsiębiorstw doświadczających efektów procesów internalizacji i globalizacji,
- bumowi inwestycyjnemu przyjmującemu postać wzrostu liczby zagranicznych podmiotów gospodarczych funkcjonujących na chińskim rynku w sposób samodzielny czy jako joint-venture.

Jako podstawowa formuła zapisu zdarzeń gospodarczych tradycyjna księgowość podwójna staje się aktualnie elementem chińskiej rachunkowości odpowiadającej wyzwaniom współczesności, formułowanym przed systemem pomiaru i ujawnień rachunkowych przez czynniki ekonomiczne, społeczne, polityczne i kulturowe zarówno o charakterze lokalnym, odnoszonym do uwarunkowań właściwych danemu krajowi, jak i globalnym.

Podsumowanie

Podejmując próbę podsumowania prowadzonych powyżej rozważań, formułuje się dwa wnioski:

Wniosek pierwszy, ogólny – rachunkowość jest tworem człowieka funkcjonującego w określonym środowisku, którego charakterystyka społeczna, polityczna, ekonomiczna, prawna, historyczna czy kulturowa jest czynnikiem, jaki ujawnia się zarówno w celach formułowanych wobec systemu pomiaru i ujawnień rachunkowych, jak i sposobach ich realizacji. Stąd też postrzeganie historycznego rozwoju rachunkowości nie może być pozbawione analizy wpływu elementów środowiskowych na jej ewolucję.

Wniosek drugi, szczegółowy – charakterystyka zmian, jakie dokonywały się w podsystemie ewidencyjnym rachunkowości w historycznej ewolucji chińskiego modelu pomiaru i ujawnień rachunkowych, potwierdza zróżnicowanie dróg i sposobów wypełniania funkcji rejestracyjnej rachunkowości oraz ścisły związek modeli księgowych ze środowiskiem, w którym przychodziło im wypełniać swe zadania przez ponad 3000 lat swej historii.

Bibliografia

- Chen M.: A Brief History of Debit-Credit Bookkeeping Method in China. „Shanghai Accounting” 1993, Vol. 14, No. 10.
- Cigdem S., Sinan A.: The Historical Evolution of Accounting in China: The Effects of Culture. „Spanish Journal of Accounting History” 2007, No. 7.
- Hendriksen E., Breda M.: Accounting Theory. Homewood, IL Richard D. Irwin 1992.
- Hoskin K., Macve R.: Contesting the Indigenous Development of ‘Chinese Double-entry Bookkeeping’ and Its Significance in China’s Economy Before c.1850. American Accounting Association Annual Meeting, Denver - Colorado 2011, Working Paper AAA2011 ChineseWestAccHist05.01.11sub (22396/ 14465).
- Jun Lin Z.: Chinese Bookkeeping Systems: A Study of Accounting Adaptation and Change. „Accounting, Business & Financial History” 2003, No. 13.
- Loft A.: Towards a Critical Understanding of Accounting. The Case of Cost Accounting in the U.K. 1914-1925. „Accounting, Organizations and Society” 1986, Vol. 11, No. 2.
- Łazarowicz E.: Historia powstania księgowości podwójnej i rachunku kosztów. Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2011, s. 12.
- Shimin C.: The Rise and Fall of Debit-credit Bookkeeping in China: History and Analysis. „The Accounting Historians Journal” 1998, No. 10.

THE HISTORY OF BOOKKEEPING IN CHINA – AN OUTLINE**Summary**

The methodology of economic phenomena registration in Chinese bookkeeping was changing together with transformations in economic, social, political, legislative or cultural situation occurring in the Middle Kingdom. The objective of the hereby article to present forms of bookkeeping applied in China in the perspective of its historical evolution. The presented discussion is based on professional literature sources analysis.

Anna Flotyńska

Marta Kluzek

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

OPODATKOWANIE INSTRUMENTÓW HYBRYDOWYCH W POLSCE I W NIEMCZECH – ANALIZA PORÓWNAWCZA

Wprowadzenie

Od kilku dziesięcioleci w gospodarce światowej obserwuje się dynamiczny rozwój rynków finansowych. Jego konsekwencją jest wzrost liczby i różnorodność instrumentów finansowych umożliwiających emitentom pozyskanie kapitału na dogodnych, dostosowanych do ich potrzeb warunkach, a nabywcom – zrealizowanie satysfakcjonującej stopy zwrotu. Wybór najbardziej odpowiedniego instrumentu zależy od wielu czynników związanych z sytuacją finansową spółki i jej możliwościami rozwoju, jednak nie bez znaczenia pozostaje opodatkowanie.

Obecnie na rynku pojawia się coraz więcej instrumentów hybrydowych, które łączą cechy co najmniej dwóch grup instrumentów finansowych¹. Na potrzeby niniejszego artykułu przyjęto, że instrumenty hybrydowe (mezzanine) to instrumenty łączące cechy dwóch podstawowych grup instrumentów transferu kapitału, tj. instrumentów dłużnych i instrumentów udziałowych, i ze względu na mieszany charakter mogą być umiejscowione w strukturze kapitałowej przedsiębiorstwa pomiędzy kapitałem własnym (equity mezzanine) i obcym (debt mezzanine)².

Celem artykułu jest identyfikacja zasad determinujących opodatkowanie dochodów z instrumentów hybrydowych wykorzystywanych w Polsce i Niemczech.

Realizując cel, skupiono się zarówno na ekonomicznych, jak i prawnopodatkowych cechach wybranych instrumentów mezzanine, stąd istotny element analizy stanowią przepisy prawne obowiązujące w Polsce i w Niemczech. Ponadto, z uwagi na fakt, że stosowanie instrumentów hybrydowych niesie skutki podatkowe po stronie emitenta i po stronie dawcy kapitału, w artykule

¹ K. Jajuga: Rynek finansowy – współczesne kariery i tendencje. http://www.wiedzainfo.pl/wyklady/140/rynek_finansowy_wspolczesne_kariery_i_tendencje.html?strona=1 [dostęp: 1.01.2012].

² J. Grzywacz: Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura. Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2008, s. 43 i nast.

skoncentrowano się na obydwu tych grupach podmiotów i omówiono problem zarówno na gruncie podatku dochodowego od osób prawnych, jak i podatku dochodowego od osób fizycznych³.

Artykuł składa się z dwóch zasadniczych części. Pierwszą z nich poświęcono opodatkowaniu dochodów kapitałowych w Polsce i w Niemczech i na tym tle zidentyfikowano zasady determinujące sposób opodatkowania dochodów z instrumentów hybrydowych. W drugiej części omówiono najczęściej stosowane w Polsce i w Niemczech instrumenty finansowania mezzanine, przy czym skoncentrowano się na ich najistotniejszych cechach z punktu widzenia kwalifikacji podatkowej.

1. Finansowanie hybrydowe a opodatkowanie dochodów kapitałowych w Polsce

W Polsce nie ma specjalnych przepisów, które odnoszą się wprost do instrumentów hybrydowych i umożliwiają ich zaliczenie do kapitałów własnych lub obcych. Kwalifikacja kapitału pochodzącego z instrumentu hybrydowego do kapitału własnego odbywa się na podstawie przepisów KSH i ustawy o rachunkowości. Wszelkie korzyści wypłacane z kapitału własnego na rzecz jego dawcy nie mogą obniżyć podstawy opodatkowania bez względu na jego formę (dywidendy, udziały w zyskach, ale również odsetki od dopłat do kapitału).

W przypadku kapitału pożyczkowego odsetki zasadniczo są traktowane podatkowo jako koszt uzyskania przychodu. Wyjątkiem są odsetki od pożyczek udzielanych spółce przez jej akcjonariuszy (udziałowców), w stosunku do których obowiązuje ograniczenie związane ze zjawiskiem niedostatecznej kapitalizacji. Nie są kosztem uzyskania przychodu odsetki od tej części pożyczki, która stanowi nadwyżkę ponad trzykrotność kapitału zakładowego⁴. Kapitał pożyczkowy może jednak zapewniać pożyczkodawcy udziały w zyskach pożyczkobiorcy, co oznacza, że wypłaty tego typu nie będą uznawane za koszt uzyskania przychodu, gdyż są dokonywane z zysku netto.

Jeżeli beneficjentem korzyści wypłacanych z tytułu posiadania instrumentu hybrydowego jest osoba prawna, to wszystkie jej przychody są generalnie traktowane jako dochody (przychody) podatkowe rozliczane według stawki 19%. Na podstawie art. 22 ust. 4 ustawy o pdop zwalnia się z opodatkowania przychody z dywidend oraz inne przychody z tytułu udziału w zyskach osób prawnych (spółek kapitałowych) mających siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej uzyskane przez spółki kapitałowe mające siedzibę w państwie członkowskim Unii Europejskiej lub innym państwie należącym do Europejskiego

³ W artykule skupiono się na skutkach w obrębie podatków dochodowych, choć należy pamiętać, że w prawie niemieckim konsekwencje podatkowe występują również na gruncie podatku przemysłowego (Gewerbesteuer), dodatku solidarnościowego (Solidaritätszuschlag) i podatku kościelnego (Kirchensteuer).

⁴ Zasada ta jest zawarta w art. 16 pkt 60 ustawy z 15 lutego 1992 r. o pdop.

Obszaru Gospodarczego albo w Konfederacji Szwajcarskiej. Ponadto podmioty uzyskujące taką dywidendę – celem skorzystania z omawianego zwolnienia – muszą spełniać następujące warunki: posiadać bezpośrednio nie mniej niż 10% udziałów (akcji) w kapitale spółki wypłacającej dywidendę, nie korzystać ze zwolnienia z opodatkowania podatkiem dochodowym od całości swoich dochodów bez względu na źródło ich osiągnięcia oraz posiadać udziały (akcje) w spółce wypłacającej te należności nieprzerwanie przez okres dwóch lat.

Natomiast dla osób fizycznych odsetki od pożyczek, z wyjątkiem gdy udzielanie pożyczek jest przedmiotem działalności gospodarczej, odsetki i dyskonto od papierów wartościowych, dywidendy i inne przychody z tytułu udziału w zyskach osób prawnych podlegają opodatkowaniu zryczałtowanym 19% podatkiem bez względu na miejsce ich uzyskania⁵.

2. Finansowanie hybrydowe a opodatkowanie dochodów kapitałowych w Niemczech

W Niemczech jest przyjęta ogólna zasada, że kapitał pozyskany za pomocą instrumentu hybrydowego na potrzeby podatkowe należy uznać za kapitał własny, jeżeli łącznie są spełnione dwa warunki⁶. Po pierwsze kapitał jest udostępniony bezterminowo (lub terminowo, ale na dłużej niż 30 lat) i w przypadku likwidacji przedsiębiorstwa jego dawca może liczyć na zwrot zainwestowanych środków dopiero po zaspokojeniu roszczeń wierzycieli. Po drugie inwestor musi posiadać prawo do udziału w zysku. W sytuacji gdy obydwie powyższe warunki są spełnione, zapłata za udostępniony kapitał mezzanine nie może zostać zaliczona do kosztów uzyskania przychodu. Jeżeli zaś jest spełniony tylko jeden z wymienionych warunków, wówczas kapitał uznaje się za dług i wynagrodzenie dla jego dawcy może zostać uznane podatkowo i zmniejszyć podstawę opodatkowania w spółce.

W przypadku zakwalifikowania w Niemczech instrumentu finansowania hybrydowego jako instrumentu pozyskania kapitału o charakterze właścicielskim zapłata za jego udostępnienie nie może być traktowana jako koszt podatkowy na poziomie przedsiębiorstwa – biorcy kapitału. Dywidenda jest wypłacana z zysku netto, a zatem podlega obciążeniu podatkiem dochodowym od osób prawnych, a także wspomnianym dodatkiem solidarnościowym i podatkiem przemysłowym⁷.

⁵ Art. 30a ust. 1 pkt 1-5 ustawy z 26 lipca 1991 r. o pdof.

⁶ M. Schröder, J. Gans, N. Shekemova: Bilanzielle und steuerliche Behandlung von hybriden Finanzinstrumenten: Eine Übersicht. Zentrum für Europäische Wirtschaft, Mannheim 2008, s. 5-6.

⁷ Por. Debt and Equity: What's the Difference? A Comparative View. Red. W. Schön. Max Planck Institute for Intellectual Property, Competition and Tax Law, 2009, s. 36, a także M. Schröder, J. Gans, N. Shekemova: Op. cit., s. 6.

Z kolei na poziomie dawcy kapitału należy dokonać rozróżnienia w zależności od tego, czy jest on osobą fizyczną – prywatnym inwestorem, osobą fizyczną prowadzącą działalność gospodarczą czy też osobą prawną (spółką kapitałową).

W pierwszym przypadku osoba fizyczna uzyskuje dochody z kapitałów pieniężnych opodatkowane definitywnie u źródła podatkiem od zysków kapitałowych (Kapitalertragsteuer)⁸. Podatek ten obowiązuje od początku 2009 r. – wprowadzono go w ramach szeroko zakrojonej „Reformy opodatkowania przedsiębiorstw 2008”. Jego stawka wynosi 25%, choć występuje jednocześnie kwota wolna od opodatkowania (Sparer-Pauschalbetrag) w wysokości 801 euro, względnie 1602 euro – w zależności od tego, czy podatnik jest osobą samotną, czy rozlicza się wspólnie z małżonkiem⁹.

W drugim przypadku dochody kapitałowe są generowane przez aktywa należące do majątku przedsiębiorstwa. W tej sytuacji jest stosowana preferencja podatkowa polegająca na tym, że 60% dochodu wlicza się do podstawy opodatkowania, a pozostała jego część jest zwolniona (Teil-einkünfteverfahren)¹⁰.

Z kolei jeżeli inwestor jest podatnikiem podatku dochodowego od osób prawnych, to otrzymane przez niego wynagrodzenie za udostępnienie kapitału jest w 95% zwolnione z opodatkowania, czyli w zasadzie nie występuje tu zjawisko podwójnego opodatkowania. Jedynie 5% dochodu włącza się do podstawy opodatkowania (z formalnego punktu widzenia jako zryczałtowany koszt, który nie może zostać uznany za koszt uzyskania przychodu)¹¹.

W przypadku gdy kapitał mezzanine posiada cechy pozwalające uznać go za dług, podstawowa różnica polega na tym, że odsetki stanowią w przedsiębiorstwie finansującym się koszt uzyskania przychodu¹². Nie jest to jednak możliwe w dowolnym zakresie – wraz z wejściem w życie reformy podatkowej z 2008 r. wprowadzono ograniczenie w odliczaniu odsetek od podstawy opodatkowania (tzw. Zinsschranke).

Rozwiązanie to miało się przyczynić do zwiększenia skali samofinansowania przedsiębiorstw w Niemczech, jak również zapobiec erozji bazy podatkowej na skutek transgranicznych przepływów kapitału. Polega ono na tym, że odsetki zapłacone przez przedsiębiorstwo stanowią koszt podatkowy do wy-

⁸ Dochody kapitałowe są w Niemczech opodatkowane definitywnie u źródła (stąd również nazwa Abgeltungsteuer) i nie są łączone z dochodami z innych źródeł podlegającymi opodatkowaniu według progresywnej skali podatkowej. Świadczy to o odchodzeniu, podobnie jak i w Polsce, od globalnego podatku dochodowego w kierunku podatku o charakterze cedularnym.

⁹ Einkommensteuergesetz § 20 i § 43.

¹⁰ Bundesministerium der Finanzen, Einkommen- und Lohnsteuer, s. 16, http://www.bundesfinanzministerium.de/nn_618/DE/BMF__Startseite/Service/Broschueren__Bestellservice/Steuern/node.html [dostęp: 01.2012].

¹¹ Körperschaftsteuergesetz § 8b Abs. 1 i Abs. 5.

¹² M. Schröder, J. Gans, N. Shekemova: Op. cit., s. 7.

sokości odsetek przez nie otrzymanych w tym samym okresie podatkowym. Natomiast w odniesieniu do odsetek zapłaconych, które przekraczają kwotę przychodów odsetkowych, może zostać odliczona tylko ich część w wartości nie wyższej niż 30% EBITDA. Nieodliczone w danym roku podatkowym odsetki mogą być przenoszone na kolejne lata. Kwota graniczna, po przekroczeniu której znajdują zastosowanie powyższe regulacje, wynosi 3 mln euro¹³.

Na poziomie inwestora odsetki są opodatkowane jako dochody kapitałowe. Jeżeli zatem kapitał pochodził od osoby fizycznej, dochód przekraczający kwotę zwolnioną podlega opodatkowaniu podatkiem od indywidualnych dochodów kapitałowych. Jeżeli zaś odsetki uzyskano w ramach działalności gospodarczej, prowadzonej przez osobę fizyczną lub w ramach spółki kapitałowej, wówczas są one łączone z pozostałymi dochodami uzyskanymi przez te podmioty.

3. Przykładowe instrumenty hybrydowe według polskiego i niemieckiego prawa podatkowego

W Polsce i w Niemczech istnieje wiele odmian instrumentów finansowych typu mezzanine, choć częstotliwość ich stosowania oraz stopień rozwoju rynków w obydwu krajach są różne. Do najczęściej wymienianych instrumentów hybrydowych można zaliczyć: prawo do udziału w zyskach (Genussrechte, jouissance rights), obligacje zamienne (Wandelanleihen), obligacje opcyjne (Optionsanleihen), pożyczki podporządkowane (Nachrangdarlehen), pożyczki udziałowców (akcjonariuszy), pożyczki uprawniające do udziału w zyskach (partiarische Darlehen), cichego wspólnika (stiller Gesellschafter), dopłaty do kapitału.

3.1. Prawo do udziału w zyskach

Instrument ten jest często spotykany w państwach niemieckiego obszaru językowego – Niemczech, Austrii, Szwajcarii. W Niemczech nie jest on szczegółowo uregulowany prawnie (z wyjątkiem ogólnego zapisu ustawy o akcjach¹⁴), co sprawia, że występuje on w wielu odmianach i może być niejako „szyty na miarę” potrzeb inwestora. Ogólnie właściciel takiego prawa nie posiada prawa głosu – dzięki czemu nie zmienia się struktura akcjonariatu, prawa do zarządzania ani informacji. Inwestor otrzymuje natomiast korzyści pieniężne w postaci dywidend, odsetek, udziału w przychodach lub zyskach. Może mieć również udział w kwocie likwidacyjnej (po zaspokojeniu wierzycieli) i stratach. Prawu do udziału w zyskach często towarzyszy opcja później-

¹³ Einkommensteuergesetz § 4h, Körperschaftsteuergesetz § 8a.

¹⁴ Aktiengesetz § 221, Abs. 3-4.

szej wymiany na akcje spółki¹⁵. Jest ono wydawane w zamian za wniesienie kapitału lub aktywów do przedsiębiorstwa, a czas trwania samego prawa może być ograniczony lub nieograniczony¹⁶.

Swoboda w kształtowaniu konkretnych warunków prawa powoduje zatem, że podatkowo może być ono traktowane jako środek do pozyskiwania kapitału własnego bądź kapitału obcego¹⁷. Jeżeli udziałowi w zyskach towarzyszy udział w kwocie likwidacyjnej, to należy je zakwalifikować do instrumentów pozyskiwania kapitału własnego. Jeżeli natomiast występuje tylko jedna z wymienionych cech, wówczas finansowanie tą drogą uznaje się za dług, a odsetki od niego – za koszt uzyskania przychodu u podmiotu finansującego się.

3.2. Obligacje zamienne i obligacje opcyjne

Często stosowanym przez przedsiębiorstwa w Niemczech instrumentem pozyskiwania kapitału są obligacje zamienne. W Polsce obligacje tego typu są również emitowane, choć dużo rzadziej niż na rynkach rozwiniętych. W Niemczech emisję tego typu instrumentu finansowego reguluje w sposób ogólny kodeks cywilny, a szczegółowo ustawa o akcjach¹⁸, natomiast w Polsce ustawa o obligacjach¹⁹. Obligacje zamienne to papiery wartościowe umożliwiające ich posiadaczowi uzyskiwanie przepływów pieniężnych w postaci odsetek, a w określonym momencie w przyszłości także nabycie akcji przedsiębiorstwa, zamiast spłaty pożyczonego kapitału. Ich emisja zapewnia pozyskanie kapitału długoterminowego i jest dokonywana przez podmioty, które początkowo nie chcą zmieniać struktury własności²⁰.

Jako że obligacje zamienne należy uznać za instrument pozyskiwania kapitału wierzyielskiego, odsetki wypłacane ich nabywcy są u emitenta kosztem uzyskania przychodu – niezależnie od tego, czy obligacja zostanie w przyszłości wymieniona na akcje spółki, czy też nie. W Niemczech możliwość odliczenia odsetek od podstawy opodatkowania jest jedynie ograniczona systemem Zinsschranke. Ewentualna zamiana na akcje nie powoduje skutków podatkowych. Jednakże korzyści pieniężne, jakie po jej dokonaniu płyną do inwestora, zaczną przybierać postać dywidend i wówczas jako takie nie mogą już być uznane za koszt podatkowy²¹.

¹⁵ W. Piaskowski, J. Kaczmarczyk: Hybridkapital. Eine Marktübersicht. Zentrum für Europäische Wirtschaft, Mannheim 2008, s. 13.

¹⁶ <http://www.streifler.de/hybride-finanzinstrumente-print210.html> [dostęp: 01.2012].

¹⁷ M. Schröder, J. Gans, N. Shekemma: Op. cit., s. 14 oraz www.finanzierung-ohne-banken.de [dostęp: 01.2012].

¹⁸ Bürgerliches Gesetzbuch § 793, Aktiengesetz § 221.

¹⁹ Ustawa z 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, art. 20.

²⁰ www.streifler.de [dostęp: 01.2012].

²¹ M. Schröder, J. Gans, N. Shekemma: Op. cit., s. 22.

Z kolei u inwestorów otrzymywane odsetki lub dywidendy stanowią w obydwu państwach przychód do opodatkowania w ramach podatku od dochodów osobistych bądź podatków obciążających dochody z działalności gospodarczej.

Za odmianę obligacji zamiennych są uznawane obligacje opcyjne²². W prawie niemieckim są one uregulowane przepisami kodeksu cywilnego i ustawy o akcjach, a w prawie polskim ustawą o obligacjach. Właściciel tego instrumentu otrzymuje – oprócz odsetek oraz zobowiązania emitenta do spłaty udostępnionego kapitału w określonym terminie – także prawo związane najczęściej z możliwością nabycia akcji przedsiębiorstwa w przyszłości. Dołączony do obligacji tzw. talon opcyjny (warrant) może stanowić przedmiot samodzielnego obrotu²³.

Zgodnie z polskim i niemieckim prawem podatkowe konsekwencje są zarówno u emitenta, jak i nabywcy, podobne jak w przypadku obligacji zamiennych. Wykonanie opcji nie powoduje skutków podatkowych²⁴.

3.3. Pożyczki podporządkowane i pożyczki uprawniające do udziału w zyskach

Charakterystyczną cechą pożyczki podporządkowanej jest uznanie przez pożyczkodawcę, że w przypadku trudności finansowych pożyczkobiorcy spłata kapitału zostanie dokonana dopiero po zaspokojeniu roszczeń zwykłych wierzycieli (ale przed właścicielami). Jej oprocentowanie może być stałe lub zmienne.

U pożyczkobiorcy odsetki stanowią koszt uzyskania przychodu niezależnie od tego, czy jego dochód podlega opodatkowaniu podatkiem dochodowym od osób fizycznych czy prawnych (przy zachowaniu regulacji dotyczących ograniczania w odliczaniu odsetek w Niemczech)²⁵. Przychody powstające u inwestora są opodatkowane, podobnie jak w przypadku już opisanych instrumentów.

Instrument ten jest często stosowany w Niemczech. W sposób ogólny regulują go przepisy kodeksu cywilnego²⁶. Pożyczki podporządkowane mogą być udzielane przez banki lub inwestorów instytucjonalnych, ale niejednokrotnie pochodzą one od wspólników²⁷. W Polsce tego typu pożyczki również mogą być udzielane (np. w połączeniu z warrantem lub obligacjami zamiennymi na akcje)²⁸, choć zainteresowanie tego typu rozwiązaniem jest niewielkie.

²² <http://www.streifler.de/hybride-finanzinstrumente-print210.html> [dostęp: 01.2012].

²³ Dla obligacji opcyjnej notowanej na giełdzie są podawane zazwyczaj trzy kursy: obligacji opcyjnej (cum right), obligacji opcyjnej bez talonu (ex right) i kurs talonu opcyjnego (naked warrant). Por. <http://www.goldfinance.pl/slownik-terminow-finansowych/o/obligacja-opcyjna.html> [dostęp 01.2012].

²⁴ <http://www.streifler.de/hybride-finanzinstrumente-print210.html> [dostęp: 01.2012].

²⁵ M. Schröder, J. Gans, N. Shekemma: Op. cit., s. 28.

²⁶ Bürgerliches Gesetzbuch § 488.

²⁷ M. Schröder, J. Gans, N. Shekemma: Op. cit., s. 26.

²⁸ J. Grzywacz: Op. cit., s. 53.

Pożyczki uprawniające do udziału w zyskach (zwane również pożyczkami partycypacyjnymi²⁹) różnią się od pożyczek podporządkowanych tym, że dawca kapitału nie osiąga korzyści w postaci regularnych lub przypadających w umówionym momencie końcowym odsetek, ale procentowy udział w zysku (względnie przychodach), wynikający z zawartej umowy. Inwestor nie ma jednak wpływu na działalność przedsiębiorstwa ani nie łączy go z nim wspólny cel działania³⁰.

W Niemczech pożyczki te są podatkowo traktowane jak kapitał obcy, a dochody inwestorów traktuje się jak podlegające opodatkowaniu dochody kapitałowe. Natomiast w Polsce udziały w zyskach wypłacane pożyczkodawcy będą raczej realizowane z zysku netto.

3.4. Cichy wspólnik

Instytucja cichego wspólnika jest w niemieckim prawie regulowana przepisami kodeksu handlowego³¹. Zawarcie spółki cichej towarzyszy wniesienie wkładu do przedsiębiorstwa oraz zawarcie umowy. Na jej podstawie jedna ze stron (wspólnik cichy) wnosi wkład majątkowy do spółki lub przedsiębiorstwa, dzięki czemu uczestniczy w zyskach z działalności, ale nie ujawnia tego faktu na zewnątrz, a druga strona prowadzi działalność. Ogólnie przyjmuje się, że cichy wspólnik ma udział w zyskach, a niekiedy także stratach przedsiębiorstwa. Wspólnika i przedsiębiorstwo łączy – inaczej niż jest to w przypadku pożyczek – wspólnota celów działania (cichymi wspólnikami mogą być np. pracownicy lub członkowie rodziny)³².

Ponieważ regulacje umowne mogą zawierać rozwiązania szczegółowe dostosowane do potrzeb stron, można wyróżnić typową i nietypową spółkę cichą, co z kolei wpływa na podatkowe traktowanie przychodów i kosztów. W przypadku typowej spółki cichej przedsiębiorstwa w Niemczech mogą wykazać koszty uzyskania przychodów, zaś wspólnicy – podlegające opodatkowaniu dochody kapitałowe. Wkład cichego wspólnika jest zatem traktowany analogicznie jak kapitał obcy. Natomiast nietypowa spółka cicha rozszerza prawa wspólnika tak, iż może on zostać uznany za właściciela. Wówczas wypłaty spółki na jego rzecz są traktowane podatkowo jak dywidendy. Sam wspólnik uzyskuje zaś dochody z działalności gospodarczej, które może łączyć z innymi dochodami lub stratami z tego źródła przychodów³³.

²⁹ Międzynarodowe planowanie podatkowe. Red. Ł. Ziółek. Difin, Warszawa 2007, s. 27.

³⁰ Debt and Equity..., op. cit., s. 34-35.

³¹ Handelsgesetzbuch § 230-236.

³² <http://www.streifler.de/hybride-finanzinstrumente-print210.html> [dostęp 01.2012].

³³ www.finanzierung-ohne-banken.de [dostęp: 01.2012].

Także i w Polsce w dofinansowaniu działalności gospodarczej w spółkach i innych przedsięwzięciach gospodarczych często uczestniczą osoby z zewnątrz. Cichy wspólnik może przystąpić do spółki osobowej lub kapitałowej na zasadzie swobody zawierania umów, którą dopuszcza kodeks cywilny³⁴. Zakres obowiązków podatkowych będzie wynikał z treści takiej umowy. Ważny jest również status prawny spółki oraz cichego wspólnika, tzn. czy są to osoby prawne, czy fizyczne.

W praktyce przychody cichego wspólnika mogą podlegać opodatkowaniu na zasadach właściwych dla przychodów ze wspólnego przedsięwzięcia, które są zdefiniowane w art. 8 ustawy o pdof oraz art. 5 ustawy o pdop. Zgodnie z nimi przychody z udziału w spółce niebędącej osobą prawną, ze wspólnej własności, wspólnego przedsięwzięcia, wspólnego posiadania lub wspólnego użytkowania rzeczy lub praw majątkowych u każdego podatnika określa się proporcjonalnie do jego prawa w udziale w zysku. Jeśli cichy wspólnik jest osobą fizyczną, uzyskany przychód będzie podlegał rozliczeniu i opodatkowaniu według skali podatkowej. Korzyści wynikające z udziału cichego wspólnika w przedsiębiorstwie spółki kapitałowej będą traktowane analogicznie. Dla osoby fizycznej nie będą one przychodem (dochodem) z udziału w zyskach osób prawnych opodatkowanym 19% stawką ryczałtową, gdyż tytułem prawnym uzyskania przez nią korzyści majątkowej jest umowa cywilnoprawna, a nie posiadany udział w kapitale spółki kapitałowej. Jeżeli jednak umowa zawierana między spółką a cichym wspólnikiem ma cechy umowy pożyczki, wtedy opodatkowaniu 19% stawką podlegałyby odsetki jako przychody z kapitałów pieniężnych³⁵.

3.5. Dopłaty do kapitału

W Polsce w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością możliwe do wykorzystania są dopłaty do kapitału. Podstawową zaletą dopłat jest elastyczność ich wykorzystania oraz możliwość późniejszego zwrotu udziałowcom. Nie mają one wpływu na wynik finansowy, a tym samym na wysokość podatku dochodowego. Otrzymane przez spółkę z o.o. dopłaty nie stanowią dla niej przychodu podlegającego opodatkowaniu podatkiem dochodowym, jeżeli ich wniesienie następuje w trybie i na zasadach określonych w KSH³⁶. Nie powodują one zwiększenia kapitału zakładowego, ale wpływają na zwiększenie całkowitych kapitałów własnych, co przyczynia się do pozytywnej zmiany wskaźników zdolności kredytowej. Dopłaty mogą być wykorzystane w spółce

³⁴ Choć sama spółka cicha jest umową nieregulowaną w polskich przepisach prawa.

³⁵ http://podatki.gazetaprawna.pl/artykuly/462152,o_rozliczeniu_cichego_wspolnika_decyduje_umowa.html [dostęp: 1.01.2012].

³⁶ Art. 12 ust. 4 pkt 11 ustawy z 15 lutego 1992 r. o pdop.

w bardzo szerokim zakresie³⁷. U wspólników wnoszących dopłaty ich wartość nie może być zaliczona do kosztów uzyskania przychodów. W przypadku osób prawnych wyłączenie to wynika z art. 16 ust. 1 pkt 53 ustawy o pdop. Z kolei udziałowcy będący osobami fizycznymi nie mogą uwzględnić wnoszonych dopłat w kosztach podatkowych, ponieważ ewentualny zwrot dopłat jest zwolniony z podatku dochodowego. Dopłaty mogą być oprocentowane, jeśli tak wynika z umowy spółki lub z uchwały wspólników. W przypadku wypłaty takich odsetek nie będą one w tej ostatniej kosztem uzyskania przychodu³⁸. Natomiast po stronie udziałowców otrzymane odsetki będą przychodem podlegającym opodatkowaniu.

Podsumowanie

Przy identyfikacji skutków podatkowych, jakie niesie wykorzystanie instrumentów finansowania hybrydowego, kluczowym zadaniem jest stwierdzenie, czy dany instrument posiada cechy instrumentu udziałowego, czy wierzycielskiego. Implikuje to konieczność stwierdzenia, czy wypłata wynagrodzenia za udostępnienie kapitału następuje w postaci (zbliżonej do) odsetek, czy też dywidend – obie formy są bowiem traktowane odmiennie na gruncie prawa podatkowego. Biorąc pod uwagę wielość wariantów, w jakich występują w praktyce instrumenty hybrydowe, klasyfikacja ta często nastęrcza trudności i na potrzeby podatkowe może zostać przeprowadzona na podstawie tych cech, które w danym instrumencie przeważają. Dla dokonania takiego rozgraniczenia bierze się pod uwagę z jednej strony kryteria zaczerpnięte z uregulowań prawa cywilnego i prawa spółek (np. kwestia praw głosu), z drugiej zaś strony cechy natury ekonomicznej (np. kwestia udziału w zyskach). Kryteria te są w Niemczech formułowane ściślej niż w Polsce. Różnice między tymi państwami występują także w zakresie szczegółowych rozwiązań podatkowych – dotyczy to emitenta i inwestora, i to zarówno w podatku od dochodów indywidualnych, jak i dochodów spółek. Rozbieżności w systemach podatkowych Polski i Niemiec mogą mieć z kolei znaczenie dla wielkości obciążeń podatkowych przy transgranicznych przepływach kapitału.

³⁷ A. Daraż: Dopłaty w spółkach kapitałowych – analiza wybranych aspektów podatkowych. „Monitor Podatkowy” 2000, nr 9, s. 18-19.

³⁸ Art. 16 ust. 1 pkt 13a ustawy o pdop.

Bibliografia

Książki i artykuły

- Daraż A.: Dopłaty w spółkach kapitałowych – analiza wybranych aspektów podatkowych. „Monitor Podatkowy” 2000, nr 9.
- Debt and Equity: What’s the Difference? A Comparative View. Red. W. Schön. Max Planck Institute for Intellectual Property, Competition and Tax Law, 2009.
- Grzywacz J.: Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura. Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2008.
- Międzynarodowe planowanie podatkowe. Red. Ł. Ziółek. Difin, Warszawa 2007.
- Piaskowski W., Kaczmarczyk J.: Hybridkapital. Eine Marktübersicht. Zentrum für Europäische Wirtschaft, Mannheim 2008.
- Schröder M., Gans J., Shekemova N.: Bilanzielle und steuerliche Behandlung von hybriden Finanzinstrumenten: Eine Übersicht. Zentrum für Europäische Wirtschaft, Mannheim 2008.

Źródła internetowe

- Bundesministerium der Finanzen.
http://www.bundesfinanzministerium.de/nr_618/DE/BMF__Startseite/Service/Broschueren__Bestellservice/Steuern/node.html.
- www.finanzierung-ohne-banken.de.
- <http://www.goldfinance.pl/slownik-terminow-finansowych/o/obligacja-opcyjna.html>.
- K. Jajuga: Rynek finansowy – współczesne kariery i tendencje.
http://www.wiedza.info.pl/wyklady/140/rynek_finansowy_wspolczesne_karier_i_tendencje.html?strona=1.
- http://podatki.gazetaprawna.pl/artykuly/462152,o_rozliczeniu_cichego_wspolnika_decyduje_umowa.html.
- <http://www.streifler.de/hybride-finanzinstrumente-print210.html>.

Akty prawne

- Aktiengesetz (BGBl. I S. 1089 z późn. zm.)
- Bürgerliches Gesetzbuch (BGBl. I S. 42, 2909; 2003 I S. 738 z późn. zm.).
- Einkommensteuergesetz (BGBl. I S. 3366, 3862 z późn. zm.).
- Handelsgesetzbuch (BGBl. Teil III Nr. 4100-1 z późn. zm.).
- Körperschaftsteuergesetz (BGBl. I S. 4144 z późn. zm.).
- Ustawa z 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (Dz.U. nr 83, poz. 420 z późn. zm.).

Ustawa z 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych (Dz.U. 2010, nr 51, poz. 307 z późn. zm.).

Ustawa z 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych (Dz.U. 2011, nr 74, poz. 397 z późn. zm.).

TAXATION OF HYBRID FINANCIAL INSTRUMENTS IN POLAND AND GERMANY – A COMPARATIVE ANALYSIS

Summary

Hybrid financial instruments which have some characteristics of both equity and debt gain increasing popularity on the capital market. One of the reasons are possible tax savings. The aim of the article is to define the rules determining taxation of income derived from such instruments in Poland and Germany. The authors concentrate on economic and legal aspects of mezzanine financing. Discussed are tax consequences for issuer and investor observed in the field of both personal and corporate taxation in that two countries.

Tomasz Gabrusewicz

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

EWOLUCJA WSPÓŁCZESNEJ RACHUNKOWOŚCI W ŚWIETLE EKONOMII ZRÓWNOWAŻONEGO ROZWOJU

Wprowadzenie

Rachunkowość coraz częściej zaczyna zwracać uwagę nie tylko na mierzalne efekty działalności gospodarczej dające się skodyfikować w sprawozdaniu finansowym, ale i te niemierzalne, jakimi są etyka, odpowiedzialność, ekologia. Daje to szerokie perspektywy wykorzystania instrumentów rachunkowości do efektywnego i zgodnego z założeniami koncepcji zrównoważonego rozwoju zarządzania przedsiębiorstwami.

Celem artykułu jest prezentacja kierunku najważniejszych zmian w systemie rachunkowości i wskazanie ich powiązań z ekonomią zrównoważonego rozwoju.

Pomiar realizacji określonych celów stanowi podstawę oceny przyjęcia założeń zrównoważonego rozwoju na szczeblu organizacji. Zrównoważony rozwój na poziomie przedsiębiorstwa napotyka trudności operacjonalizacji. Nadal brakuje metod oceny stopnia zrównoważonego rozwoju pomimo opracowania wielu wskaźników na poziomie globalnym, krajowym, regionalnym czy nawet lokalnym.

1. Rozwój współczesnej rachunkowości

1.1. Harmonizacja czy standaryzacja?

Procesy globalizacyjne zachodzące w światowej gospodarce rynkowej, które kształtują większość sfer życia człowieka, wpłynęły również na kształt rachunkowości¹, bez względu na charakter ich powiązania.

W 2003 r. J. Turyna napisał, iż przedmiotem standaryzacji rachunkowości powinny być jej zasady i koncepcje, dotyczące zwłaszcza sposobu i wyceny informacji o transakcjach gospodarczych pojawiających się w księgach rachunkowych, a także cechy jakościowe i sposób prezentacji informacji wyjściowych oraz zawartość informacyjna poszczególnych raportów tworzących sprawozdanie finansowe².

¹ Co można łatwo zauważyć przy możliwościach swobodnego przepływu kapitału pomiędzy przedsiębiorstwami znajdującymi się na różnych kontynentach.

² J. Turyna: Standardy rachunkowości MSR – US GAAP – Polskie Ustawodawstwo. Difin, Warszawa 2003, s. 9.

Proces standaryzacji rachunkowości rozpoczął się w latach 30. XX w. Od tego czasu w literaturze, badaniach naukowych, praktyce rachunkowości przyszłość rachunkowości widziano jedynie – jak się może wydawać – w dążeniu do całkowitej standaryzacji przepisów regulujących dziedzinę rachunkowości. Efektem tego procesu jest wprowadzenie aktualnie obowiązku sporządzania sprawozdań finansowych w Europie z zastosowaniem MSR/MSRF³.

D. Dobija ukazuje złożoność problemu, prezentując go za pomocą strategii kodyfikacji i strategii personalizacji zapożyczonych niejako z zarządzania. Zaznacza, iż obecne zmiany w rachunkowości to szybko posuwające się w istocie procesy standaryzacyjne, a nie harmonizacyjne. W rzeczywistości chodzi o procesy zmierzające do wypracowania jednolitego zbioru standardów powszechnie akceptowanego przez wszystkie kraje. Krytycy obecnych procesów standaryzacyjnych proponują inne rozwiązanie polegające na harmonijnym współistnieniu wielu (kilku) zbiorów standardów i pozwoleniu rynkowi na zdecydowanie kiedy i jakie standardy powinny być wykorzystywane do przygotowania sprawozdań finansowych. Jednocześnie w procesach harmonizacyjnych w takim rozumieniu nie można mówić o procesie dochodzenia do jednego, powszechnie akceptowanego zbioru standardów⁴.

1.2. Paradygmat⁵ wyceny w rachunkowości

Kolejny i chyba najbardziej znaczący problem nowoczesnej rachunkowości to paradygmat wyceny.

Wraz z pogłębiającym się kryzysem finansowym i bessą giełdową pojawiły się krytyczne głosy w kontekście zastosowania wartości godziwej jako wyce-

³ Pomijało się w większości, a szczególnie w Polsce, głosy krytyki lub ostrzeżenia, jakie w środowisku naukowców z dziedziny rachunkowości zaczęły się pojawiać się w latach 40. i 50. XX w. W Polsce z problemem zmierzyła się ostatnio w swoim artykule D. Dobija: Globalne standardy rachunkowości. Czy strategia kodyfikacji przyczyni się do rozwoju rachunkowości? W: Problemy współczesnej rachunkowości. Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009, s. 104 i dalsze. Analizując problem, należy pamiętać o ogromnym znaczeniu dziedziny rachunkowości w codziennym życiu gospodarczym. Szerzej na ten temat w: T. Gabrusewicz: Rachunkowość a informacja społecznie użyteczna. W: Gospodarka a społeczeństwo informacyjne. Red. A. Kamela-Sowińska. Wydawnictwo Wyższej Szkoły Handlu i Rachunkowości, Poznań 2008, s. 109-123.

⁴ Harmonizacja oznacza współistnienie różnorodności. Zajmując się rachunkowością, powinniśmy opowiedzieć się za harmonizacją, która doprowadziłaby do współistnienia na wolnym rynku standardów, które poddawałyby się działaniu „niewidzialnej ręki”. Takie współistnienie dałoby organizacjom i jednostkom możliwość dokonywania wyboru oraz podejmowania optymalnych dla swojego bogactwa decyzji. Standaryzacja natomiast w pewnym sensie oznacza monopol. Konsekwencje działań monopolistycznych na rynkach produktów i usług są dobrze opisane w podręcznikach do ekonomii. D. Dobija: Op. cit., s. 109-110.

⁵ Paradygmat w rozumieniu wprowadzonym przez filozofa Thomasa Kuhna w książce „Struktura rewolucji naukowych” („The Structure of Scientific Revolutions”) opublikowanej w 1962 r. to zbiór pojęć i teorii tworzących podstawy danej nauki. Teorii i pojęć tworzących paradygmat raczej się nie kwestionuje, przynajmniej do czasu, kiedy paradygmat jest twórczy poznawczo. Oznacza to, że za jego pomocą można tworzyć teorie szczegółowe zgodne z danymi doświadczalnymi (historycznymi), którymi zajmuje się dana nauka.

ny bilansowej. Szczególnie politycy dopatrzili się w zasadach rachunkowości ukrytych przyczyn kryzysu finansowego⁶.

Należy podkreślić, że celem wartości godziwej jest odzwierciedlenie aktualnych wartości majątkowych. Właśnie w sytuacji kryzysowej ważne jest, aby uczestnicy rynku mieli pełny zakres i równy dostęp do prawdziwej, rzetelnej, a w konsekwencji użytecznej informacji finansowej.

Obserwując kierunek zmian i koncentrację na wycenie, można zaryzykować stwierdzenie, że jesteśmy świadkami rodzącego się nowego paradygmatu w rachunkowości – **paradygmatu pomiaru wartości ekonomicznej**⁷. Paradygmat ten powstaje, gdyż nowa rzeczywistość wymaga kolejnej zmiany w systemie informacyjnym rachunkowości. Waga tej zmiany jest kardynalna, ponieważ wynika ona z jakościowo nowych tendencji obserwowanych w zarządzaniu przedsiębiorstwem i w zachowaniach różnych grup interesariuszy.

Rachunkowość jako nauka społeczna opiera swoje podstawy, normy, wytyczne na paradygmacie społeczno-ekonomicznym. Z tego paradygmatu wyrósł paradygmat metody bilansowej⁸.

Jeżeli nauka rachunkowości wypracuje spójną teorię pomiaru wartości ekonomicznej, to dopiero taka teoria będzie zasługiwała na miano kolejnego paradygmatu w nauce rachunkowości, choć należałoby już zacząć mówić o wyłanianiu się paradygmatu wyceny w rachunkowości.

M. Gmytrasiewicz⁹, zwraca od dawna uwagę na istnienie jednej rachunkowości, bez zbędnego – jej zdaniem – rozczłonkowania rachunkowości na rachunek kosztów, rachunkowość zarządczą, rachunkowość podatkową i rachunkowość finansową. Nie sposób nie zgodzić się z taką tezą, jeżeli mielibyśmy rozszerzać rachunkowość jako naukę. Jednak to rozszerzanie, według M. Gmytrasiewicza, spowoduje ograniczenie przedmiotu i założeń teoretycznych rachunkowości. Jest to podstawa do dokonujących się zmian jakościowych w rachunkowości.

Pociąga to za sobą potrzebę zmiany paradygmatów, które do niedawna były uważane za ponadczasowe, trwałe. Jest to zjawisko zrozumiałe, gdyż przyjęty powszechnie sposób widzenia i interpretowania rzeczywistości nie jest dany raz na zawsze, a przyjmowany na zasadzie konsensusu jako „względnie słuszny”. Potrzeby informacyjne głównego odbiorcy informacji z systemu rachunkowości XXI w. – kapitałodawcy – dotyczą przede wszystkim jego przyszłego bogactwa i stopnia zabezpieczenia jego kapitału przed deprecjacją¹⁰.

⁶ W ostatnich czasach często można się spotkać z opinią osób komentujących aktualną sytuację na rynku, że to wycena i ujawnienia według wartości godziwej są niejako jedną z przyczyn kryzysu ekonomicznego.

⁷ A. Karmańska: Wartość ekonomiczna w systemie informacyjnym rachunkowości finansowej. Difin, Warszawa 2009, s. 164.

⁸ Ibid. s. 157-166.

⁹ Ibid. s. 142.

¹⁰ Ibid.

2. Ekonomia zrównoważonego rozwoju

Ekonomia klasyczna powstała w XVIII i XIX stuleciu i była w owym czasie dominującą nauką o gospodarce. Stawiała sobie za główny cel wyjaśnienie, jak powstają ceny dóbr (teorie wartości) i na jakich zasadach (w tym dochody) są dzielone. Główni przedstawiciele tego nurtu to: Adam Smith, David Ricardo, Jean Baptiste Say i John Stuart Mill¹¹.

Współcześnie ekonomiści twierdzą, że fakty społeczne nie są prostą sumą faktów indywidualnych; zaczęli oni ostatnio coraz więcej miejsca poświęcać analizie wartości, które mieszczą się w centrum zainteresowania etyki. Re-definicja paradygmatu neoklasycznego poszerzyła pole badawcze ekonomii. W wyniku osadzenia życia gospodarczego w etyce zrodziła się konieczność wypracowania nowych metod badawczych i narzędzi potrzebnych do analizy wartości, które są inkorporowane do materialnej sfery życia¹².

2.1. Pomiar w zrównoważonym rozwoju

W strategii Unii Europejskiej (Europa 2020¹³) artykułuje się potrzebę inteligentnego rozwoju, czyli działań zmierzających do zwiększenia roli wiedzy i innowacji jako siły sprawczej przyszłego rozwoju. Oznacza to podniesienie jakości edukacji, zintensyfikowanie działalności badawczej, absorbowanie i wspieranie transferu (dyfuzji) innowacji oraz wiedzy, w tym także racjonalnego wykorzystania technologii informacyjno-komunikacyjnych¹⁴.

Co więcej, trzeba pamiętać, że zrównoważony rozwój to proces łączący to, co się stało w przeszłości, z tym, co robimy teraz, co z kolei wpływa na możliwości i wyniki w przyszłości (prognozy). W tym miejscu należy wskazać, że w systemie rachunkowości to wartość godziwa jest pewnym przejawem ewolucji tego systemu¹⁵ próby dostosowania się do otoczenia społecznego, w którym coraz większego znaczenia nabiera prognoza.

¹¹ H. Rogall: *Volkswirtschaftslehre für Sozialwissenschaftler – Eine Einführung*. Wiesbaden 2006, s. 45.

¹² W. Kiwak: *Powrót ekonomii do źródeł*. W: *Wpływ społecznej odpowiedzialności biznesu i etyki biznesu na zarządzanie przedsiębiorstwami*. IBnDiPP, EQUAL, 2007, s. 211 oraz T. Gabrusewicz: *Rachunkowość społecznej odpowiedzialności w kształtowaniu zasad nadzoru korporacyjnego*. C.H. Beck, Poznań 2010, rozdział 1, 9, 10.

¹³ <http://ec.europa.eu> [dostęp: 02.02.2011].

¹⁴ Żyjemy w społeczeństwie, w którym rozwój i aktywność gospodarcza od dawna znajdują się w centrum uwagi. Światowy PKB wzrósł do chwili obecnej z 16 bilionów USD w połowie lat 70. XX w. do ponad 40 bilionów USD. Firmy masowo wytwarzają coraz więcej produktów i cały czas wynajdują nowe. Choć takie zjawiska, jak bieda i wykluczenie nadal istnieją, większość ludzi w krajach OECD cieszy się standardem życiowym, który pozwala im przeznaczać część dochodów na towary i usługi inne niż żywność, schronienie, odzież czy pozostałe podstawowe potrzeby. <http://www.oecd.org/data-oecd/40/8/41774398.pdf> [dostęp: 25.02.2010].

¹⁵ D. Dobija: *Op. cit.*, s. 104 i dalsze. A. Kamela-Sowińska: *Sprawozdawczość społeczna. Czy to jeszcze rachunkowość?* W: *Problemy współczesnej rachunkowości*. Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009, s. 227; T. Gabrusewicz: *Współczesne dylematy systemu rachunkowości – przyczynek do dyskusji*. W: *Rachunkowość i audyt w warunkach kryzysu finansowego*. Red. W. Gabrusewicz. ZPW „M-DRUK”, Poznań 2009, s. 57 i dalsze.

Kluczową ideą zrównoważonego rozwoju jest powiązanie między dobrobytem obecnego pokolenia a dobrobytem przyszłych generacji. Do stworzenia tego powiązania można wykorzystać „podejście kapitałowe”, czyli ramy służące do mierzenia zrównoważonego rozwoju, funkcjonujące na zasadzie mówiącej, że utrzymanie dobrobytu w czasie wymaga zapewnienia, że zastępujemy lub zachowujemy bogactwo w postaci jego różnych składników. W tym modelu łączna baza kapitałowa społeczeństwa obejmuje pięć różnych typów kapitału:

- kapitał finansowy – akcje, obligacje i lokaty pieniężne,
- kapitał produkcyjny – maszyny, budynki, infrastruktura telekomunikacyjna i inne typy,
- kapitał naturalny – zasoby naturalne, ziemia i ekosystemy zapewniające np. absorpcję odpadów,
- kapitał ludzki – wykształcona i zdrowa siła robocza,
- kapitał społeczny – sieci i instytucje społeczne.

Postrzeganie tych różnych postaci kapitału jako zasobów wejściowych niezbędnych do stworzenia dobrobytu pozwala obliczyć bogactwo narodowe jako sumę różnych rodzajów kapitału. Na tym gruncie należałoby wskazać, że rachunkowość dostrzegła rangę wartości przedstawianej kapitałowo i niejako uzupełniła pojęcie wartości, jakie jest znane z prawa popytu i podaży, o pojęcie kapitału jako źródła wartości.

Badanie wykonane przez Center for Business Excellence (CBE) w Farmer School of Business w Miami University oraz Crowe Horwath LLP wykazało, że większość liderów biznesu wierzy, że ich inicjatywy na rzecz zrównoważonego rozwoju mają strategiczną wartość dla ich organizacji. Respondenci¹⁶ jednocześnie przyznają, że brakuje sposobów mierzenia rezultatów zrównoważonych inwestycji, co utrudnia komunikowanie o podejmowanych działaniach¹⁷.

Z badania jasno wynika, jakie wyzwania czekają koncepcje zrównoważonego rozwoju. Są to m.in.:

- brak zasobów kapitałowych, które miałyby wspomagać rozwój koncepcji w przedsiębiorstwach,
- nieusystematyzowanie pojęć w zrównoważonym rozwoju,
- brak standardowego procesu weryfikacji kosztów i zysków, jakie płyną z zastosowania koncepcji zrównoważonego rozwoju (pomiaru wartości).

¹⁶ <http://odpowiedzialnybiznes.pl/pl/praktyka-csr/aktualnosci/trudnosci-w-pomiarze-inicjatyw-na-rzecz-zrownowazonego-rozwoju,3065.html> [dostęp: 20.02.2011].

¹⁷ T. Miner: Survey Shows Disconnect between the Strategic Value and Measurement of Sustainability Initiatives. <http://www.sustainablelifemedia.com>, <http://www.prnewswire.com/>.

Pomimo powyższych problemów więcej niż ośmiu na dziesięciu respondentów badania deklaruje stosowanie się do inicjatywy zrównoważonego rozwoju publicznie. Ponad 50% respondentów stwierdziło, że ich inicjatywy zrównoważonego rozwoju doprowadziły do wzrostu wydajności operacyjnej, ale tylko 12% twierdzi, że zrównoważony rozwój jest w pełni włączony do strategicznych działań i procesów decyzyjnych w organizacji.

Badanie pokazuje, że wiele organizacji ma realne możliwości wzmocnienia więzi między inicjatywami zrównoważonego rozwoju i całościowego zarządzania organizacją. Środki raportowania społecznego i generowania jakościowych informacji bez wystarczającego związku z tym, jak te działania wpływają w krótkim, a co ważniejsze – długim okresie na wartość majątku jednostki, stwarzają ryzyko działania znanego jako greenwashing¹⁸.

Bez niezależnego przeglądu miar wartości wskazujących realne prognozy w długim okresie zainteresowane strony mogą być sceptycznie nastawione do przydatności i wiarygodności informacji finansowych powiązanych ze zrównoważonym rozwojem. Z tego powodu mogą nie chcieć korzystać z informacji, które na dzień dzisiejszy posiadają, w procesie podejmowania decyzji.

Podsumowanie

Rachunkowość w swoich poszukiwaniach najlepszych metod prezentacji wartości dóbr i źródeł ich finansowania wciąż poszukuje i stara się stworzyć uniwersalny system pomiaru. Jedną z takich prób jest wycena na podstawie podejścia kapitałowego, prezentowanego w niniejszym artykule. Możliwe, że to podejście wspomogło budowanie systemu pomiaru wartości w zrównoważonym rozwoju.

Rolę rachunkowości w teorii zrównoważonego rozwoju można spróbować ująć w następujących punktach:

- należy częściej stosować i mocniej podkreślać koncepcję rachunkowości ekologicznej,
- należy podjąć próbę budowy systemu pomiaru efektywności odpowiedzialności ekonomicznej w systemie rachunkowości,
- należy opracować standardy sprawozdawcze z uwzględnieniem teorii rachunkowości odpowiedzialności społecznej,

¹⁸ „Greenwashing (a portmanteau of “green” and “whitewash”) is a term describing the deceptive use of green PR or green marketing in order to promote a misleading perception that a company’s policies or products (such as goods or services) are environmentally friendly. The term green sheen has similarly been used to describe organizations that attempt to show that they are adopting practices beneficial to the environment”. Źródło: <http://en.wikipedia.org/wiki/Greenwashing> W tłumaczeniu autora: Greenwashing (kontaminacja angielskich słów „wybielić” i „zielony”) to termin opisujący błędne korzystanie z „zielonego PR” i „zielonego marketingu” w celu promowania mylącego wrażenia, że polityki firmy i produktów (takich jak towary lub usługi) są przyjazne dla środowiska. Termin „zielony połysk” służy do opisu organizacji, które starają się pokazać, że są przyjazne praktykom korzystnym dla środowiska.

- należy opracować mierniki rachunkowości odpowiedzialności społecznej,
- należy identyfikować instrumenty polityki rachunkowości wspomagające zrównoważony rozwój.

Bibliografia

- Dobija D.: Globalne standardy rachunkowości. Czy strategia kodyfikacji przyczyni się do rozwoju rachunkowości? W: Problemy współczesnej rachunkowości. Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.
- Gabrusewicz T.: Rachunkowość a informacja społecznie użyteczna. W: Gospodarka a społeczeństwo informacyjne. Red. A. Kamela-Sowińska. Wydawnictwo Wyższej Szkoły Handlu i Rachunkowości, Poznań 2008.
- Gabrusewicz T.: Rachunkowość społecznej odpowiedzialności w kształtowaniu zasad nadzoru korporacyjnego. CH Beck, Poznań 2010.
- <http://ec.europa.eu> [dostęp: 02.02.2011].
- <http://en.wikipedia.org/wiki/Greenwashing>.
- <http://odpowiedzialnybiznes.pl/pl/praktyka-csr/aktualnosci/trudnosci-w-pomiarze-inicjatyw-na-rzecz-zrownowazonego-rozwoju,3065.html> [dostęp: 20.02.2011].
- <http://www.oecd.org/dataoecd/40/8/41774398.pdf> [dostęp: 25.02.2010].
- Kamela-Sowińska A.: Sprawozdawczość społeczna. Czy to jeszcze rachunkowość? W: Problemy współczesnej rachunkowości. Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.
- Karmańska A.: Wartość ekonomiczna w systemie informacyjnym rachunkowości finansowej. Difin, Warszawa 2009.
- Kiwak W.: Powrót ekonomii do źródeł. W: Wpływ społecznej odpowiedzialności biznesu i etyki biznesu na zarządzanie przedsiębiorstwami. IBnDiPP, EQUAL, 2007.
- Miner T.: Survey Shows Disconnect between the Strategic Value and Measurement of Sustainability Initiatives. <http://www.sustainablelifemedia.com>, <http://www.prnewswire.com/>.
- Rogall H.: Volkswirtschaftslehre für Sozialwissenschaftler – Eine Einführung. Wiesbaden 2006.
- Turyna J.: Standardy rachunkowości MSr – US GAAP – Polskie Ustawodawstwo. Difin, Warszawa 2003.
- Współczesne dylematy systemu rachunkowości – przyczynek do dyskusji. W: Rachunkowość i audyt w warunkach kryzysu finansowego. Red. W. Gabrusiewicz. ZPW „M-DRUK”, Poznań 2009.

THE EVOLUTION OF MODERN ACCOUNTING IN ECONOMICS FOR SUSTAINABLE DEVELOPMENT**Summary**

Measurement of specific targets is the basis for assessing adherence to the aims of sustainable development at the organization. Sustainable development at the enterprise level has difficulties to operationalize. Still lacks methods to assess the degree of sustainable development, despite the development of a number of indicators at global, national, regional or even local level.

This article aims to identify possible to use the accounting methods to build measurement systems in sustainable development. In addition, the article indicated there are new trends in accounting related to the concept of measurement values.

Jolanta Iwin-Garzyńska

Uniwersytet Szczeciński

OPODATKOWANIE KOSZTU DŁUGU PRZEDSIĘBIORSTW A KONCEPCJA WSPÓLNEJ SKONSOLIDOWANEJ KORPORACYJNEJ PODSTAWY OPODATKOWANIA

Wprowadzenie

Obecny kryzys finansowy i finansów publicznych, który dotknął kraje Unii Europejskiej, uwidoczniał także problem systemów podatkowych obowiązujących w 27 krajach UE. Kraje europejskie są teraz w trudnej sytuacji, gdyż z jednej strony chcą utrzymać ulgi podatkowe w celu ożywienia gospodarki, a z drugiej podnoszą podatki, aby ustabilizować finanse publiczne i zmniejszyć zadłużenie. W celu zmniejszenia skutków kryzysu zaleca się podniesienie podatków. Takie stanowisko jest formułowane zarówno przez międzynarodowe organizacje gospodarcze, jak i profesorów ekonomii¹.

Na tym tle powrócono do koncepcji Wspólnej Jednolitej Podstawy Opodatkowania Osób Prawnych², której celem jest zniesienie przeszkód w funkcjonowaniu rynku wewnętrznego oraz zwiększenie stopnia harmonizacji podatkowej w Unii. Po wielu latach pracy 16 marca 2011 r. Komisja Europejska przyjęła wniosek dotyczący dyrektywy w sprawie Wspólnej Jednolitej Podstawy Opodatkowania Osób Prawnych³. Koncepcja ma sprzyjać większej integracji gospodarczej wewnątrz UE i być narzędziem w walce z kryzysem finansów publicznych⁴.

¹ Profesor Jan Czekaj napisał: „Jeżeli sytuacja Polski nie będzie tak korzystna, jak założył rząd, musimy się liczyć z koniecznością głębszych cięć wydatków, jak również wzrostu podatków”. J. Czekaj: Finanse państwa do przeglądu. „Rzeczpospolita” z dnia 27.10.2011. Por. także: J. Czekaj: Odważne zamierzenia. „Rzeczpospolita” z 21.11.2011; T. Lubińska: To nie rozdęte wydatki są problemem. „Rzeczpospolita” z 13.05.2011.

² Common Consolidated Corporate Tax Base – CCCBT.

³ Por. Council Directive on a Common Consolidated Corporate Tax Base (CCCTB); Brussels, COM(2011) 121/4, 2011/0058 (CNS) {SEC(2011) 315}{SEC(2011) 316}.

⁴ Należy dodać, że w sierpniu 2011 r. Angela Merkel i Nicolas Sarkozy ogłosili plany wprowadzania wspólnej francusko-niemieckiej podstawy i stawki w podatku dochodowym od przedsiębiorstw, argumentując to koniecznością większej integracji europejskiej. 26 października 2011 r. Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny (EKES) pozytywnie zaopiniował projekt Dyrektywy dotyczącej jednolitej skonsolidowanej podstawy obliczania podatku od osób prawnych (CCCTB).

Koncepcja CCCTB ma na celu ograniczenie kosztów i redukcję przeszkód w działalności firm wewnątrz wspólnoty europejskiej. Problemy przedsiębiorstw wynikają ze zróżnicowanych wymogów naliczania podatku dochodowego od osób prawnych oraz braku możliwości konsolidacji wyniku finansowego na potrzeby podatkowe. Dotyczy ona zatem nie tylko przedsiębiorstw transgranicznych, ale i wszystkich podmiotów (osób prawnych) prowadzących działalność w Unii Europejskiej.

Podjęcie problematyki systemu opodatkowania kosztu długu w aspekcie Wspólnej Jednolitej Podstawy Opodatkowania⁵ wymaga rozpatrzenia specyficznych rozwiązań podatkowych w tym zakresie w Polsce. Pozwoli to na porównanie z założeniami koncepcji wspólnotowej. Celem opracowania jest prezentacja polskiego systemu podatkowego w zakresie zaliczania kosztów długu do bazy podatku dochodowego w kontekście idei CCCBT i analiza możliwości ujednolicenia rozwiązań w ramach systemu podatkowego Unii Europejskiej.

1. System podatkowy a koszt długu w przedsiębiorstwie

W polskim systemie podatkowym są rozwiązania, które mogą wpływać na wielkość i strukturę kapitałów firmy. Konsekwencje podatkowe są zróżnicowane w zależności od formy wnoszenia kapitału. Może on pochodzić z wewnątrz (zyski zatrzymane, amortyzacja) lub z zewnątrz, np. w postaci długu. Przedsiębiorstwo ma co najmniej dwie możliwości pozyskiwania kapitałów z zewnątrz w postaci tzw. kapitałów obcych, czyli w postaci kredytu bankowego, oraz w formie emisji obligacji.

Stopa procentowa od długu, kredytu bankowego jest pomniejszana o oszczędności podatkowe wynikające z odliczania odsetek od podstawy opodatkowania podatkiem dochodowym.

Zagadnienie kosztu długu jest szeroko opisane w prawie podatkowym. Zgodnie z zapisami ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych, nie uważa się za koszty uzyskania przychodów wydatków na spłatę pożyczek (kredytów), z wyjątkiem skapitalizowanych odsetek od tych pożyczek (kredytów). Oznacza to, że odsetki mogą być uznane za koszty uzyskania przychodów z chwilą ich kapitalizacji. W znaczeniu prawnym, w przypadku stosunku zobowiązaniowego, zapłata jest jedną z form spełnienia świadczenia przez dłużnika, która prowadzi do umorzenia zobowiązania.

Również ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych traktuje wypłatę jako wykonanie zobowiązania w jakiegokolwiek formie, w tym poprzez

⁵ Por. J. Iwin-Garżyńska: Koncepcja Wspólnej Skonsolidowanej Korporacyjnej Podstawy Opodatkowania. „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa” 2010, nr 7/2010.

zapłatę, potrącenie lub kapitalizację odsetek⁶. W ustawie wprowadzono odrębne unormowanie dotyczące skapitalizowanych odsetek⁷. Należy zaznaczyć, iż moment kapitalizacji odsetek jest ostatnim momentem, w którym przedmiotem transakcji są odsetki. Po dokonaniu kapitalizacji odsetki stają się elementem kwoty głównej pożyczki. W ustawie jednoznacznie wskazano, że nie stanowią kosztów uzyskania przychodów wydatki na spłatę pożyczek (kredytów). W konsekwencji gdyby nie można było zaliczyć odsetek do kosztów podatkowych w momencie ich kapitalizacji, nie mogłyby one stanowić kosztów uzyskania przychodów w ogóle (gdyż po dokonaniu kapitalizacji zaczną one stanowić część kwoty głównej pożyczki, której spłata nie stanowi kosztów uzyskania przychodów)⁸.

Zasady ogólne przepisów ustawy nie przewidują innej możliwości rozliczenia wydatków z tytułu odsetek niż bezpośrednie zaliczenie do kosztów uzyskania przychodów, poza wyraźnie wskazanymi wyjątkami (np. odsetki naliczone do dnia przekazania środka trwałego do używania podlegają kapitalizacji do jego wartości początkowej i są efektywnie rozpoznawane jako koszt uzyskania przychodu poprzez odpisy amortyzacyjne)⁹. Także zgodnie z zapisami ustawy nie uważa się za koszty uzyskania przychodów „naliczonych, lecz niezapłaconych albo umorzonych odsetek od zobowiązań, w tym również od pożyczek (kredytów)”¹⁰.

Kolejnym kosztem związanym z zaciąganiem długu przez przedsiębiorstwo są prowizje i opłaty. Co do zasady, prowizja z tytułu pożyczek to wydatek niesłużący bezpośrednio celom, na jakie została zaciągnięta pożyczka, ale umożliwiający uzyskanie źródła finansowania. W kwestii ustalenia momentu zaliczenia prowizji do kosztów podatkowych należy mieć na względzie zapis ustawy, zgodnie z którym koszty uzyskania przychodów, inne niż koszty bezpośrednio związane z przychodami, są potrącalne w dacie ich poniesienia¹¹.

Określenie **kosztu długu pozyskanego przez firmę w drodze emisji obligacji** wygląda nieco inaczej. Z punktu widzenia finansowych charakterystyk

⁶ Por. Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych. Dz.U. 2000, nr 54, poz. 654 z późn. zm., art. 26 ust. 1 pkt 7.

⁷ Ibid., art. 16 ust. 1 pkt 10 lit. a.

⁸ Ibid., art. 16 ust. 1 pkt 11, art. 16 ust. 1 pkt 10 lit. a.

⁹ Podobne stanowisko w zakresie określenia momentu potrącalności odsetek prezentuje także Ministerstwo Finansów, np. interpretacja indywidualna Dyrektora Izby Skarbowej w Warszawie z 8 kwietnia 2009 r., sygn. IPPB3/423-28/09-2/ER.

¹⁰ Por. Ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych..., op. cit., art. 16 ust. 1 pkt 11.

¹¹ Ibid., art. 15 ust. 4d, z uwzględnieniem definicji dnia poniesienia kosztu zawartej w art. 15 ust. 4e ustawy.

obligacje są papierami wartościowymi o stałym dochodzie¹². Zgodnie z zapisami ustawy z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach¹³ obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia. Z ekonomicznego punktu widzenia emisja obligacji skutkuje dla emitenta uzyskaniem pożyczki¹⁴.

Przepisy ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych nie zawierają szczególnych regulacji w przedmiocie opodatkowania odsetek od obligacji. W takiej sytuacji odpowiednie zastosowanie powinny znaleźć regulacje dotyczące odsetek od pożyczek. Takie ujęcie wynika także z wyroku WSA w Warszawie z dnia 9 września 2009 r., w którym stwierdzono: „obligacje mieszczą się w zakresie szeroko rozumianego pojęcia «pożyczka». [...] Sformułowanie «jakakolwiek pożyczka», «pożyczka dowolnego rodzaju» należy odczytać jako każdy instrument prawny występujący w Państwie – Stronie Konwencji, na podstawie którego jeden z podmiotów odpłatnie (w zamian za odsetki) udostępnia drugiemu kapitał z obowiązkiem jego zwrotu”¹⁵.

Podatkowe uzasadnienie takiego podejścia zostało potwierdzone przez organy podatkowe, a w jednej z interpretacji stwierdzono: „Również w rozumieniu ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych przez pojęcie «pożyczka» należy rozumieć różne formy pozyskiwania kapitału na określony okres czasu. Formą pożyczki jest emisja obligacji”¹⁶.

W momencie emisji obligacji przedsiębiorstwa ponoszą koszty związane z ich emisją (np. koszty doradcy prawnego, doradcy finansowego, agencji ratingowych). W praktyce stosowania prawa podatkowego nie budzi wątpliwości to, że wydatki ponoszone przez podatników w związku z pozyskaniem finansowania dłużnego (np. poprzez zaciągnięcie kredytu bankowego lub poprzez emisję obligacji) stanowią koszty uzyskania przychodów¹⁷.

W ustawie o podatku dochodowym od osób prawnych zapisano, że nie uważa się za koszty uzyskania przychodów naliczonych, lecz niezapłaconych albo

¹² Rozważania dotyczą jednej formy obligacji, tj. obligacji o stałym oprocentowaniu. W literaturze przedmiotu obligacje klasyfikuje się na: obligacje o stałym oprocentowaniu, obligacje o zmiennym oprocentowaniu (w tym obligacje indeksowane), obligacje zerokuponowe. Por. K. Jajuga: *Elementy nauki o finansach*. PWE, Warszawa 2007, s. 168.

¹³ Por. Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach t.j. Dz.U. 2001, nr 120, poz. 1300 ze zm., art. 4 ust. 1.

¹⁴ Kodeks cywilny nie przesądza o formie dokonania pożyczki – pojęcie „pożyczki” obejmuje wszelkie formy przekazania przez jeden podmiot pieniędzy drugiemu podmiotowi do korzystania przez określony czas; jedną z form takiego przekazania pieniędzy drugiemu podmiotowi do korzystania jest emisja obligacji. Por. Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny. Dz.U. nr 16, poz. 93 ze zm., art. 720.

¹⁵ Wyrok WSA w Warszawie z dnia 9 września 2009 r. (sygn. akt III SA/Wa 310/09).

¹⁶ Por. Postanowienie w sprawie interpretacji prawa podatkowego Naczelnika Drugiego Mazowieckiego Urzędu Skarbowego w Warszawie z dnia 22 czerwca 2006 r. (nr 1472/ROP 1/423-1 02-195/06/MP).

¹⁷ Stanowisko takie potwierdzają interpretacje Ministerstwa Finansów, np. interpretacja z dnia 04.09.2009 r. wydana przez Dyrektora Izby Skarbowej w Warszawie (sygn. IPPB3/423-304/09-2/DG).

umorzonych odsetek od zobowiązań, w tym również od pożyczek (kredytów). W świetle tego przepisu odsetki stanowią u pożyczkobiorcy koszty uzyskania przychodów w dacie ich zapłaty¹⁸.

Kapitalizacja odsetek w przypadku obligacji to doliczanie odsetek należnych obligatariuszowi do kwoty głównej obligacji, dzięki czemu wzrasta kapitał, od którego w kolejnych latach nalicza się odsetki. Stanowisko takie potwierdza wyrok WSA w Warszawie z dnia 20 listopada 2008 r.: „Skoro obligacja to pisemne potwierdzenie długu, a długiem może być zarówno kwota główna, jak i odsetki, to oznacza, że obligacja jako dokument – papier wartościowy, może dotyczyć odsetek, w tym również skapitalizowanych”¹⁹.

2. Znaczenie kosztów długu w podatku dochodowym dla przedsiębiorstw polskich

Celem dotychczasowych rozważań była analiza polskiego systemu podatkowego w zakresie skutków podatkowych wykorzystania długu przez przedsiębiorstwo. Przez omówienie odpowiednich zapisów podatkowych wskazano, że przedsiębiorstwa polskie mają możliwość zaliczania do kosztów uzyskania przychodów zapłaconych i skapitalizowanych odsetek od długu oraz kosztów pozyskania długu. Istotne jest zatem zbadanie, czy dla przedsiębiorstw polskich rozwiązania ustalone przez ustawodawcę są istotne. Badanie zostało wykonane w latach 2010-2011 w ramach realizacji projektu finansowanego ze środków MNiSW²⁰. Odpowiednie dane zawarto w tabeli 1.

Tabela 1

Znaczenie kosztów podatkowych związanych z wykorzystaniem długu dla przedsiębiorstw polskich (0 – nieistotna, 5 – istotna).

Wyszczególnienie	0	1	2	3	4	5	Brak odpowiedzi	Razem
Wydatki na spłatę pożyczek (kredytów) z wyjątkiem skapitalizowanych odsetek od tych pożyczek (kredytów)	46,4%	21,4%	8,9%	8,9%	1,8%	7,2%	5,4%	100%

¹⁸ Por. Ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych..., op. cit., art. 16 ust. 1 pkt 11.

¹⁹ Por. wyrok WSA w Warszawie z 20 listopada 2008 r., sygn. akt III SA/Wa 1255/08.

²⁰ Projekt badawczy MNiSW „Potencjał podatkowy przedsiębiorstw polskich w kontekście idei ujednoliceń podstawy opodatkowania w podatku dochodowym od osób prawnych i harmonizacji prawa podatkowego w Unii Europejskiej” (nr projektu: N N113 291337 kierownik – J. Iwin-Garżyńska) – na ankiety dotyczące znaczenia kosztów i przychodów podatkowych odpowiedziało 112 przedsiębiorstw – osób prawnych z całej Polski.

cd. tabeli 1

Naliczone, lecz niezapłacone albo umorzone odsetki od zobowiązań, w tym również od pożyczek (kredytów)	62,5%	16,1%	1,8%	3,5%	8,9%	1,8%	5,4%	100%
Odsetki, prowizje i różnice kursowe od pożyczek (kredytów) zwiększające koszty inwestycji w okresie ich realizacji	73,2%	7,1%	3,6%	1,8%	3,6%	7,1%	3,6%	100%
Odsetki od pożyczek udzielonych przez udziałowców	80,4%	1,8%	5,3%	1,8%	1,8%	5,3%	3,6%	100%

Źródło: Opracowano na podstawie badań ankietowych.

Z danych zawartych w tabeli 1 wynika, że dla przedsiębiorstw polskich rozwiązania podatkowe dotyczące zaliczania do kosztów uzyskania przychodu w podatku dochodowym kosztów będących następstwem pozyskania długu nie są istotne. Ponad 45% ankietowanych wskazało, że nieważny jest fakt, iż wydatki na spłatę pożyczek (kredytów) nie stanowią kosztów uzyskania przychodu, a jedynie dla ponad 7% jest to znaczące ograniczenie. Nie stanowi także problemu niemożność pomniejszenia podstawy opodatkowania o naliczone, lecz niezapłacone lub skapitalizowane odsetki. W jeszcze większym stopniu nieistotne są odsetki i prowizje zapłacone w trakcie realizacji inwestycji rzeczowych i stanowiące ich wartość początkową oraz odsetki od pożyczek udzielanych przez udziałowców. Dowodzi to faktu, że przedsiębiorcy polscy nie dostrzegają wagi kosztów podatkowych długu jako zmniejszających efektywny koszt pozyskania kapitału obcego w postaci kredytów, pożyczek. Nie stanowi także problemu to, że odsetki od długu można zaliczyć do kosztów uzyskania przychodu tylko wtedy, gdy zostały zapłacone lub skapitalizowane. Na tym tle można wskazać, że propozycje Komisji Europejskiej mogłyby być w tym zakresie akceptowane przez przedsiębiorstwa polskie.

3. Koszty podatkowe długu w koncepcji CCCTB

Opracowując system podatkowy w ramach koncepcji CCCTB, kierowano się zasadami równowagi pomiędzy elastycznością a standaryzacją uregulowań, szczegółowością a ogólnością oraz atrakcyjnością rozwiązań zaproponowanych w koncepcji w stosunku do rozwiązań krajowych. Pozostawienie przedsiębiorstwom możliwości wyboru opodatkowania według zasad określonych w koncepcji pozwala na kształtowanie struktury i wysokości podstawy opodatkowania²¹.

²¹ M. Supera-Markowska: Wspólna Skonsolidowana podstawa opodatkowania jako koncepcja harmonizacji opodatkowania korporacyjnego w UE. C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 204-205.

W koncepcji nie odniesiono się bezpośrednio do kosztów odsetek jako kosztu uzyskania przychodu. Koszty uzyskania przychodu zdefiniowano jako „[...] wszystkie koszty poniesione przez podatnika w wartości netto w celu osiągnięcia lub zabezpieczenia dochodów, w tym koszty badań naukowych i prac rozwojowych oraz koszty podwyższenia kapitału lub zadłużenia w związku z prowadzoną działalnością gospodarczą”²². Z zaprezentowanej definicji wynika, że wszelkie koszty poniesione przez przedsiębiorstwo w związku z pozyskaniem i obsługą długu będą stanowić koszty podatkowe. Nie będzie stanowić kosztu uzyskania przychodu spłata zaciągniętych długów (np. kapitału kredytowego). Jest to rozwiązanie tożsame z tym obowiązującym w ustawie o podatku dochodowym od osób prawnych.

W projekcie dyrektywy wskazano, że koszty oraz wszystkie inne pozycje podlegające odliczeniu ujmują się w roku podatkowym, w którym je osiągnięto lub poniesiono. Poniesienie zaś kosztu podlegającego odliczeniu następuje w momencie spełnienia m.in. następujących warunków: powstanie obowiązku dokonania płatności oraz możliwość ustalenia wysokości kwoty zobowiązania z należytą dokładnością²³.

W analizie kosztów podatkowych długu według koncepcji CCCTB szczególnie ważna jest przyjęta zasada memoriału. Według zapisów polskiej ustawy odsetki są zaliczane do kosztów uzyskania przychodu według zasady kasowej. Zasada memoriału jest stosowana zarówno w MSR/MSSF, jak i krajowych standardach rachunkowości²⁴. Można stąd wnioskować, że koszty odsetkowe pomniejszałyby podstawę opodatkowania w momencie ich naliczenia, a nie faktycznej zapłaty. Jest to rozwiązanie korzystne dla przedsiębiorstw polskich i przybliża zasady podatkowe do rozwiązań rachunkowych.

Podsumowanie

Podatki mają znaczący wpływ na koszt pozyskiwanego długu. Mogą korzystnie oddziaływać na koszt kredytu poprzez mechanizm tarczy odsetkowej, który jest widoczny także przy kosztach długu obligacyjnego. Proponowane zasady wspólnej podstawy opodatkowania mogą być korzystne dla przedsiębiorstw polskich. Zachowane zostaje prawo do zaliczenia do kosztów podatkowych wszystkich kosztów związanych z pozyskaniem długu, a dodatkowo zostanie zniesiona zasada kasowa w zaliczaniu tych kosztów.

W projekcie Dyrektywy Komisja proponuje wprowadzenie CCCTB na zasadzie fakultatywnej. Oznacza to, że grupa firm lub pojedynczy podatnicy mieliby prawo wyboru reżimu podatkowego określonego w Dyrektywie albo dalszego stosowania krajowego systemu podatku dochodowego. Projekt

²² Por. Council Directive on a Common..., op. cit., art. 12, s. 23.

²³ Ibid., art. 19.

²⁴ Por. Ustawa z dnia 29.09.1994 r. o rachunkowości. Dz.U. 2011, nr 232, poz. 1378, art. 6 ust. 1.

CCCTB jest więc ważnym krokiem na drodze harmonizacji opodatkowania dochodu przedsiębiorstw, który zwiększając konkurencyjność zewnętrzną UE, ma jednocześnie ograniczyć szkodliwą konkurencję wewnętrzną. W Dyrektywie nie przewiduje się ujednolicenia stawek podatku.

Warto w tym miejscu, na zakończenie, wskazać na orzecznictwo ETS, który w jednym z wyroków orzekł: „Chociaż władztwo podatkowe w zakresie podatków bezpośrednich znajduje się w gestii państw członkowskich, to jednak powinno być ono wykonywane zgodnie z prawem wspólnotowym, co zakłada konieczność eliminowania wszelkiej dyskryminacji, jawnej czy ukrytej, ze względu na obywatelstwo”²⁵.

Bibliografia

- Council Directive on a Common Consolidated Corporate Tax Base (CCCTB). Brussels.
- COM(2011) 121/4, 2011/0058 SEC(2011) 315, SEC(2011) 316.
- Czekaj J.: Finanse państwa do przeglądu. „Rzeczpospolita” z 27.10.2011 r.
- Czekaj J.: Odważne zamierzenia. „Rzeczpospolita” z 21.11.2011 r.
- Iwin-Garzyńska J.: Koncepcja Wspólnej Skonsolidowanej Korporacyjnej Podstawy Opodatkowania. „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa” 2010, nr 7.
- Jajuga K.: Elementy nauki o finansach. PWE, Warszawa 2007.
- Lubińska T.: Zarządzanie finansami w kryzysie. „Rzeczpospolita” z 03.09.2010 r.
- Lubińska T.: To nie rozdęte wydatki są problemem. „Rzeczpospolita” z 13.05.2011 r.
- Supera-Markowska M.: Wspólna Skonsolidowana podstawa opodatkowania jako koncepcja harmonizacji opodatkowania korporacyjnego w UE. CH Beck, Warszawa 2010.
- Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach t.j. Dz.U. 2001, nr 120, poz. 1300 ze zm.
- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny. Dz.U. nr 16, poz. 93 ze zm.
- Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych. Dz.U. 2000, nr 54, poz. 654 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29.09.1994 r. o rachunkowości. Dz. U. 2002, nr 76 poz. 694 z późn. zm.

²⁵ C-279/93 Schumacker; C-80/94 Wielockx; C-107/94 Ascher; C-250/95 Futura.

**TAXATION OF THE COST OF CORPORATE DEBT AND THE IDEA
OF COMMON CONSOLIDATED CORPORATE TAX RATE****Summary**

The current financial crisis and the Europe's debt crisis has highlighted the problem of the European tax systems. On this background the concept of Common Consolidated Corporate Tax Base (CCCTB) has appeared. The aim of CCCTB is to remove obstacles in functioning of common market and increasing the level of tax harmonization in EU countries.

The aim of this paper is to present polish tax system in the aspect of assigning the debt cost to the tax base. There will be also conducted the analysis of the possibility of standardizing solutions within tax system of European Union, taking into account the importance and attractiveness of this solution for Polish enterprises.

Michał Kałdoński

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

KONTROWERSJE WOKÓŁ METOD POMIARU PRAW KONTROLI AKCJONARIUSZY SPÓŁEK PUBLICZNYCH

Wprowadzenie

Kontrola nad przedsiębiorstwem oznacza zdolność do nieograniczonego kształtowania i wdrażania jego strategii. Z posiadaniem kontroli łączy się możliwość osiągania prywatnych korzyści, a co za tym idzie – powstawania konfliktów interesów. Ograniczanie konfliktów występujących pomiędzy różnymi grupami interesu zaangażowanymi w działalność firmy jest centralnym zagadnieniem nadzoru korporacyjnego. Do jego podstawowych zadań zalicza się bowiem ochronę interesów inwestorów, minimalizację ryzyka oraz zapewnienie odpowiednich zwrotów z inwestycji.

Powszechnie przyjmuje się, iż o formie i skali kontroli nad przedsiębiorstwem, a co za tym idzie – rodzaju i rozmiarach konfliktów między grupami interesu, decyduje struktura i koncentracja własności. Rozproszona struktura własności przyczynia się do ograniczenia wpływu inwestorów na decyzje podejmowane w przedsiębiorstwie. W rezultacie oddzielenia własności od zarządzania, kontrola nad przedsiębiorstwem pozostaje w rękach menedżerów. Skoncentrowana struktura własności stwarza większe możliwości kontroli i dyscyplinowania osób zarządzających przedsiębiorstwem. Dominacja jednego z udziałowców może jednak oznaczać realizację przez niego własnych interesów kosztem inwestorów mniejszościowych.

Współczesne badania na temat struktury własności spółek publicznych pokazują, że typowa spółka publiczna jest kontrolowana przez jednego lub dwóch dużych inwestorów, a główny konflikt interesu dotyczy relacji pomiędzy udziałowcem dominującym i mniejszościowym¹. Zakłada się przy tym jednocześnie, iż stopień natężenia wspomnianego konfliktu jest determinowany przez skalę rozdziału praw kontroli od praw do przepływów pieniężnych. Ponieważ prawo kontroli jest zazwyczaj utożsamiane z prawem głosu, zde-

¹ Por. S. Claessens, S. Djankov, L.H.P. Lang: The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. „Journal of Financial Economics” 2000, No 58, s. 81-112 oraz M. Faccio, L.H.P. Lang: The Ultimate Ownership of Western European Corporations. „Journal of Financial Economics” 2002, No 65, s. 365-395.

cydowana większość badań koncentruje się na dwóch podstawowych mechanizmach kontrolnych, tj. akcjach z różną liczbą praw głosu oraz strukturach piramidalnych.

Niniejsze opracowanie jest próbą włączenia się do trwającej w literaturze przedmiotu dyskusji dotyczącej sposobów pomiaru kontroli w spółkach publicznych. Traktowanie praw kontroli na równi z prawami głosu i pomijanie w ten sposób zdolności akcjonariuszy do budowania koalicji może w istotny sposób wpływać na konkluzje płynące z badań empirycznych poświęconych nadzorowi korporacyjnemu.

Opracowanie składa się z dwóch części, zaś jego podstawowym celem jest przedstawienie dotychczasowego stanu badań nad pomiarem praw kontroli w spółkach publicznych i określenie podstawowych kierunków ich dalszego rozwoju. W pierwszej części przedstawiono tradycyjne miary kontroli akcjonariuszy nad spółką. Część drugą poświęcono możliwości wykorzystania do robku teorii gier przy konstruowaniu miar wpływu akcjonariuszy na strategię funkcjonowania firmy.

1. Tradycyjne sposoby pomiaru praw kontroli

Rozważania na temat pomiaru praw kontroli przypisanych akcjonariuszom spółek publicznych należy rozpocząć od zdefiniowania podstawowych pojęć opisujących typ akcjonariusza. Znaczącym akcjonariuszem jest akcjonariusz, w którego posiadaniu znajduje się największy blok głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy (WZA). Jeżeli blok głosów, którym dysponuje akcjonariusz, przekracza 50%, to mamy do czynienia z akcjonariuszem większościowym. W przeciwnym przypadku akcjonariusz ma status akcjonariusza mniejszościowego. Akcjonariusz, który jest w stanie samodzielnie kontrolować firmę, jest określany mianem akcjonariusza dominującego. Ponieważ na WZA bezwzględna większość głosów wynosi 50% + 1 głos, więc każdy akcjonariusz większościowy jest jednocześnie akcjonariuszem dominującym. Nie oznacza to jednak, iż akcjonariuszem dominującym nie może być znaczący akcjonariusz mniejszościowy. Spróbujemy to wykazać, omawiając trzy zasadnicze grupy miar praw kontroli akcjonariuszy, tj.:

- 1) miary binarne,
- 2) miary ciągłe,
- 3) miary siły².

² Por. S. Prigge, S. Kehren: *Ownership Structure Metrics*. W: *International Corporate Governance After Sarbanes-Oxley*. Red. A. Paul, G.N. Gregoriu. Hoboken, 2006, s. 197-222.

W badaniach poświęconych nadzorowi korporacyjnemu do najczęściej stosowanych miar kontroli nad spółkami należą miary binarne i miary ciągłe³. Miary binarne – historycznie rzecz ujmując – były wykorzystywane na wczesnym etapie rozwoju badań nad strukturą własności⁴. Ich istota sprowadza się do podziału na firmy kontrolowane przez menedżerów oraz firmy kontrolowane przez właścicieli. Kryterium klasyfikacji stanowi procentowy wskaźnik udziału w strukturze własności. Omawiany podział wywodzi się z pionierskich badań Berle i Meansa, którzy stwierdzili, iż do zdobycia pozycji akcjonariusza dominującego wystarczy nabycie 20% głosów. Stosowane w literaturze przedmiotu graniczne wielkości posiadanych udziałów kształtują się w przedziale od 10% do 50%. Milcząco przyjmuje się przy tym założenie, że wszyscy akcjonariusze z pakietem głosów niższym od wartości granicznej nie mogą w istotny sposób wpływać na sprawy spółki.

Kontrowersje dotyczące poprawności stosowania miar binarnych pojawiają się wtedy, gdy udział znaczącego akcjonariusza w głosach jest równy lub mniejszy niż 50%. Dla przykładu założono, iż znaczący akcjonariusz dysponuje pakietem głosów w wysokości 35%, zaś udział w głosach drugiego co do wielkości akcjonariusza wynosi 30%. W takim przypadku znaczący akcjonariusz musi brać pod uwagę możliwość utraty kontroli nad firmą. Może to nastąpić w wyniku porozumienia drugiego co do wielkości z innymi akcjonariuszami lub nabycia przez niego dodatkowych akcji w obrocie giełdowym. Zupełnie inaczej przedstawia się pozycja znaczącego akcjonariusza z 30% pakietem głosów, w sytuacji gdy pozostały akcjonariat jest mocno rozproszony. Można przyjąć, iż znajduje się on w pozycji zbliżonej, aczkolwiek mniej bezpiecznej od pozycji akcjonariusza większościowego. Przy bierniej postawie drobnych inwestorów podstawowym zagrożeniem dla jego pozycji jest koncentracja udziałów w rękach konkurenta. Innymi słowy, pozycja znaczącego akcjonariusza z mniejszościowym pakietem głosów zależy nie tylko od ilości głosów znajdujących się w jego posiadaniu, ale także od możliwości utraty statusu akcjonariusza znaczącego. Ta z kolei jest determinowana przez liczbę głosów przynależnych posiadaczom pozostałych pakietów udziałów, freefloat oraz statutowe progi głosowań.

Należy dążyć do tego, aby miary struktury własności uwzględniały wspomniane czynniki w jak największym stopniu. W szczególności postulat ten odnosi się do miar binarnych, które pomijają strukturę tzw. pozostałych akcjonariuszy. Jednym z możliwych rozwiązań jest uwzględnienie pozostałych akcjonariuszy przy ustalaniu kryterium klasyfikacyjnego. Rozwiązanie takie

³ Ibid.

⁴ H. Short: *Ownership, Control, Financial Structure and the Performance of Firms*. „Journal of Economics Surveys” 1994, No 8, s. 203-249.

zostało zastosowane w badaniach Köke⁵. Wspomniany autor założył, iż znaczący akcjonariusz ma status akcjonariusza dominującego, jeżeli dysponuje więcej niż 50% głosów na WZA lub kontroluje przynajmniej 25% głosów, a łączny udział w głosach posiadaczy wszystkich pozostałych pakietów nie przekracza 25%. Innym rozwiązaniem jest określenie kryterium nadającego akcjonariuszowi mniejszościowemu status akcjonariusza dominującego w postaci arbitralnie ustalonego progu udziału w głosach.

We współczesnych badaniach nad strukturą własności przedsiębiorstw odchodzi się od dyskretnego podziału na firmy kontrolowane przez menedżerów i firmy kontrolowane przez właścicieli na rzecz miar ciągłych. Miary te odwołują się do głosów znaczącego akcjonariusza oraz pozostałych udziałowców. Spośród najczęściej stosowanych miar ciągłych należy wyróżnić indeks Herfindhala, wskaźniki koncentracji (łączny udział w głosach n największych akcjonariuszy) czy odnoszące się do złożonych struktur kontrolnych wskaźniki wykorzystujące zasadę najsłabszego ogniwa (ang. WLP – weakest link principle). Należy podkreślić, iż z wyjątkiem indeksu Herfindhala pozostałe miary ciągłe – podobnie jak miary binarne – nie biorą pod uwagę rozkładu głosów pomiędzy tzw. pozostałych akcjonariuszy. Co więcej, wszystkie miary ciągłe zakładają liniową zależność pomiędzy liczbą głosów znajdujących się w posiadaniu akcjonariusza i zakresem jego kontroli nad spółką. Wydaje się być jednocześnie oczywiste, iż w kontekście znaczenia akcjonariusza przyrost jego udziałów w głosach z 49% do 51% oraz 79% do 81% nie można uznać za identyczny. Problem ten można by rozwiązać, dokonując kategoryzacji akcjonariuszy w zależności od wielkości pakietu głosów, którym dysponują. Takie rozwiązanie oznaczałoby jednak odrzucenie zasady większości oraz pominięcie znaczenia tzw. pozostałych akcjonariuszy.

Poza wymienionymi wcześniej słabościami należy wskazać na jeszcze jedną słabą stronę miar binarnych i ciągłych⁶. Miary binarne abstrahują od możliwości rozdzielenia prawa kontroli od prawa do przepływu pieniężnego. Sytuacja taka ma najczęściej miejsce wtedy, gdy emituje się akcje o różnej liczbie praw głosu lub stosuje się złożone struktury kontrolne w postaci piramid. Z kolei miary ciągłe wykorzystujące zasadę najsłabszego ogniwa na ogół nie radzą sobie ze wspomnianym problemem w satysfakcjonujący sposób. Innymi słowy, przy braku solidnych podstaw teoretycznych, ze stosowaniem WLP łączy się wiele problemów natury praktycznej.

⁵ J.F. Köke: *Corporate Governance in Germany: An Empirical Investigation*. Heidelberg 2002.

⁶ Por. J.S. Edwards, A.J. Weichenrieder: *Control Rights, Pyramids, and the Measurement of Ownership Concentration*. „Journal of Economic Behavior and Organization” 2009, No 72.

2. Zastosowanie dorobku teorii gier do pomiaru prawa kontroli

W obliczu niedoskonałości ciągłych miar struktury własności za obiegujące należy uznać próby zastosowania indeksów siły do pomiaru kontroli nad przedsiębiorstwem⁷. Wspomniane indeksy wywodzą się z teorii gier i za punkt wyjścia przyjmują założenie, iż głosowanie na WZA jest szczególnym rodzajem gry kooperacyjnej⁸. Sytuację akcjonariusza można przyrównać do sytuacji gracza, który dysponuje pewną liczbą głosów zależną od jego udziałów w spółce. Ponieważ do podjęcia każdej wiążącej uchwały jest potrzebna określona liczba głosów, o jej przyjęciu lub odrzuceniu decyduje koalicja akcjonariuszy, której uda się zebrać „większość”.

Indeksy siły wyrażają względną siłę uczestników głosowania. Dwa najbardziej popularne indeksy siły to indeks Shapleya-Shubika⁹ oraz indeks Banzhafa¹⁰. W procesie obliczania indeksu siły Shapleya-Shubika, zwanego dalej SSI, ustawienie graczy (sposób zachowania akcjonariuszy) w grze (w głosowaniu) interpretuje się jako proces tworzenia się koalicji, przy czym przyjmuje się, iż gracze przyłączają się do koalicji jeden po drugim i wszystkie ustawienia są tak samo prawdopodobne. Dla każdego gracza z osobna bada się następnie, o ile w każdym ustawieniu w wyniku dołączenia gracza do koalicji wzrosła jej wartość. SSI dla danego gracza jest równy ilorazowi ilości ustawień, przy których po dołączeniu danego gracza koalicja przegrywająca stała się wygrywającą, oraz liczby wszystkich ustawień, przy których dołączenie jakiegokolwiek gracza zmieniło status koalicji z przegrywającej na wygrywającą. Indeks Shapleya-Shubika przyjmuje wartości w przedziale od zera do jedności.

Indeks Banzhafa (BZI) jest odsetkiem koalicji wygrywających, w których dany koalicjant ma decydującą rolę, tzn. po jego wycofaniu się z koalicji nie miałyby ona większości. W odróżnieniu od SSI, przy obliczaniu indeksu Banzhafa abstrahuje się od kolejności, w jakiej gracze przyłączają się do koalicji. Znormalizowany BZI kształtuje się w przedziale od zera do jedności.

⁷ Por. S. Prigge: *The Performance of Measures of Shareholder Influence*. University of Hamburg, 2007.

⁸ Por. M. Malawski, A. Wieczorek, H. Sosnowska: *Konkurencja i kooperacja. Teoria gier w ekonomii i naukach społecznych*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 137-139.

⁹ Por. L.S. Shapley, M. Shubik: *A Method for Evaluating the Distribution of Power in a Committee System*. „*American Political Science Review*” 1954, No 48, s. 787-792.

¹⁰ Por. J.F. Banzhaf: *Weighted Voting Doesn't Work: A Mathematical Analysis*. „*Rutgers Law Review*” 1965, No 19, s. 317-343.

Podstawowy problem związany ze stosowaniem indeksów siły to brak kompletnej informacji na temat struktury akcjonariatu. Obowiązujące w tym zakresie na świecie regulacje są dość zróżnicowane. Przykładowo w Polsce próg udziałów, z którym łączy się obowiązek ujawnienia informacji na temat udziału w strukturze akcjonariatu spółki publicznej, wynosi 5%. Szczególnego znaczenia nabiera więc sposób uwzględnienia praw głosu znajdujących się w posiadaniu niezidentyfikowanych akcjonariuszy. W literaturze przedmiotu można znaleźć dwie skrajnie odmienne propozycje rozwiązań w tym zakresie.

Pierwsza metoda zakłada, że przy bardzo dużym rozproszeniu głosów pomiędzy niezidentyfikowanych akcjonariuszy wartość pojedynczego prawa głosu dąży do zera. Rozwiązanie takie wydaje się nawiązywać do powszechnie akceptowanego w literaturze z zakresu nadzoru korporacyjnego założenia o biernej postawie drobnych inwestorów i aktywności posiadaczy pakietów głosów. W konsekwencji zachodzi potrzeba modyfikacji zasady większości głosów w następujący sposób¹¹:

$$MMR = RM - (1 - CSVRB) / 2 \quad (1)$$

gdzie:

MMR – zmodyfikowana reguła większości,

RM – wymagana większość,

CSVRB – łączny udział w głosach wszystkich posiadaczy pakietów.

Alternatywne rozwiązanie odwołuje się do aktywnej roli drobnych inwestorów na rynku kontroli. Dzięki drobnym inwestorom spółka może się stać obiektem wrogiego przejęcia. Nie można zatem przyjąć założenia, iż głosy drobnych akcjonariuszy są bezwartościowe. Należy wyróżnić dwa zasadnicze sposoby uwzględnienia drobnych akcjonariuszy w szacunkach dotyczących struktury własności.

Zakładając, iż stopień rozproszenia głosów pomiędzy niezidentyfikowanych akcjonariuszy jest niewielki, liczba głosów znajdujących się w ich posiadaniu będzie się kształtować w przedziale od zera do poziomu nieznacznie niższego od progu, z którym łączy się obowiązek informacyjny. Leech zaproponował rozwiązanie, aby każdemu z niezidentyfikowanych akcjonariuszy przypisać 0,25% prawa głosu i dodawać ich do listy akcjonariuszy dopóty, dopóki suma głosów nie osiągnie poziomu 100%¹². Tytułem uzupełnienia należy dodać, iż opisana procedura może znaleźć zastosowanie w odniesieniu do obu omówionych wcześniej indeksów siły.

¹¹ DłaindeksuBanzhafa por. P. Dubey, L.S. Shapley: Mathematical Properties of the Banzhaf Power Index. „Mathematics of Operations Research” 1979, No 4, s. 99-131. DłaindeksuShapleya-Shubika por. R. Crespi-Clader, L. Renneboog: Corporate Monitoring by Shareholders Coalitions in the UK. ECGI Finance Discussion Paper, 2003, No 12.

¹² D. Leech: An Empirical Comparison of the Performance of Classical Power Indices. „Political Studies” 2002, No 50, s. 1-22.

Inne rozwiązanie polega na przypisaniu wartości całemu blokowi głosów, którym dysponują niezidentyfikowani akcjonariusze¹³. Jest to możliwe, jeżeli przyjmie się założenie, iż głosowanie na WZA jest przejawem tzw. gry oceanicznej. Koncepcja gry oceanicznej oznacza, iż ma się do czynienia z niewielką liczbą posiadaczy dużych pakietów głosów oraz nieskończenie dużą liczbą niezidentyfikowanych akcjonariuszy z pojedynczym prawem głosu na poziomie marginalnym. Przypisanie wartości całemu blokowi niezidentyfikowanych akcjonariuszy jest możliwe tylko w przypadku indeksu Shapleya-Shubika¹⁴.

Znaczenie założeń dotyczących liczby i struktury głosów, którymi dysponują niezidentyfikowani akcjonariusze, można prześledzić na przykładzie indeksu Banzhafa. Dla celów ilustracyjnych założono, iż istnieje jeden inwestor z 5% pakietem głosów oraz bardzo duża liczba drobnych akcjonariuszy. Jeżeli przyjmie się dodatkowo, że pojedyncze głosy akcjonariuszy nie są istotne, to skorygowana większość głosów odnosi się do progu 2,5%. W takim przypadku BZI przyjmuje wartość 1, co oznacza, że do uzyskania statusu akcjonariusza dominującego wystarczy posiadanie 5% głosów na WZA. Wątpliwości co do poprawności przedstawionego przykładu są związane z możliwym skupem udziałów od drobnych akcjonariuszy przez innego inwestora, a co za tym idzie – przejściem przez niego kontroli nad firmą. Jeżeli jednak przyjmie się założenie, iż każdy z drobnych akcjonariuszy dysponuje 1% głosów, BZI wynosi już tylko 0,054.

Podsumowanie

Traktowanie praw kontroli na równi z prawami głosu i pomijanie w ten sposób zdolności akcjonariuszy do budowania koalicji może w istotny sposób wpływać na konkluzje płynące z badań empirycznych poświęconych nadzorowi korporacyjnemu. W opracowaniu przedstawiono podstawowe grupy miar praw kontroli akcjonariuszy w spółkach publicznych, tj. tradycyjne miary binarne i ciągłe oraz wykorzystujące dorobek teorii gier indeksy siły.

Przewaga indeksów siły nad miarami binarnymi i ciągłymi wyraża się w tym, iż biorą one pod uwagę całkowitą strukturę akcjonariatu i ściśle z nią związaną wymaganą większość głosów. Jednocześnie w indeksach siły odrzuca się liniową zależność pomiędzy liczbą głosów znajdujących się w posiadaniu akcjonariusza i zakresem jego kontroli nad spółką. Wykorzystanie indeksu Shapleya-Shubika lub indeksu Banzhafa do pomiaru siły właścicieli w poszczególnych ogniwach łańcucha kontroli i ustalenie na tej podstawie

¹³ Por. K. Rydqvist: *The Pricing of Shares with Different Voting Power and the Theory of Oceanic Games*. Stockholm School of Economics, 1987.

¹⁴ Por. D. Leech: *Computation of Power Indices*. Warwick Economic Research Papers, 2002, No 644.

praw kontroli przynależnych ostatecznemu właścicielowi może stanowić poważną alternatywę dla tradycyjnych miar praw kontroli akcjonariuszy stosowanych w badaniach empirycznych z zakresu nadzoru korporacyjnego.

Bibliografia

- Banzhaf J.F.: Weighted Voting Doesn't Work: A Mathematical Analysis. „Rutgers Law Review” 1965, No 19.
- Claessens S., Djankov S., Lang L.H.P.: The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. „Journal of Financial Economics” 2000, No 58.
- Crespi-Clader R., Renneboog L.: Corporate Monitoring by Shareholders Coalitions in the UK. ECGI Finance Discussion Paper, 2003, No 12.
- Dubey P., Shapley L.S.: Mathematical Properties of the Banzhaf Power Index. „Mathematics of Operations Research” 1979, No 4.
- Edwards J.S., Weichenrieder A.J.: Control Rights, Pyramids, and the Measurement of Ownership Concentration. „Journal of Economic Behavior and Organization” 2009, No 72.
- Faccio M., Lang L.H.P.: The Ultimate Ownership of Western European Corporations. „Journal of Financial Economics” 2002, No 65.
- Köke J.F.: Corporate Governance in Germany: An Empirical Investigation. Heidelberg 2002.
- Leech D.: An Empirical Comparison of the Performance of Classical Power Indices. „Political Studies” 2002, No 50.
- Leech D.: Computation of Power Indices. Warwick Economic Research Papers, 2002, No 644.
- Malawski M., Wieczorek A., Sosnowska H.: Konkurencja i kooperacja. Teoria gier w ekonomii i naukach społecznych. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.
- Prigge S., Kehren S.: Ownership Structure Metrics. W: International Corporate Governance after Sarbanes-Oxley. Red. A. Paul, G.N. Gregoriou. Wiley, 2006.
- Prigge S.: The Performance of Measures of Shareholder Influence. University of Hamburg, 2007.
- Rydqvist K.: The Pricing of Shares with Different Voting Power and the Theory of Oceanic Games. Stockholm School of Economics, 1987.
- Shapley L.S., Shubik M.: A Method For Evaluating the Distribution of Power in A Committee System. „American Political Science Review” 1954, No 48.
- Short H.: Ownership, Control, Financial Structure and the Performance of Firms. „Journal of Economics Surveys” 1994, No 8.

THE PERFORMANCE OF MEASURES OF SHAREHOLDERS CONTROL RIGHTS

Summary

The recent corporate governance literature has emphasised the distinction between control and cash-flow rights but has disregarded measurement issues.

The measurement of cash-flow rights is conceptually straightforward, but that of control rights is not. Empirical studies utilize different measures to describe shareholders control rights. Contemporary research mainly applies the shareholder's share in votes (or in capital). However, the share in votes suffers from conceptual drawbacks, e.g., it assumes that a shareholder's power is a linear function of his share in votes. Power indices, originally developed in game theory, possess some theoretically attractive features.

The absence of an unambiguously correct measure of control rights means that, in order to be convincing, the conclusions of empirical studies of the conflict of interest between controlling and non-controlling owners must be robust to different measures of control rights.

Anna Mitek
Agnieszka Perepeczo

Uniwersytet Szczeciński

POLITYKA DYWIDEND W SPÓŁKACH NOTOWANYCH NA GPW S.A.

Wprowadzenie

Pierwszych wypłat dywidendy dokonało 6 spółek notowanych na GPW S.A. już w 1992 r. z tytułu podziału zysku wypracowanego w 1991 r. Jednakże w początkowym okresie decyzje o redystrybucji zysku nie były dość powszechne. Kolejne lata przyniosły rozwój rynku kapitałowego w Polsce i sukcesywny wzrost notowanych podmiotów na giełdzie. Za wzrostem liczby akcji w obrocie giełdowym podążał również, wprawdzie mniej dynamiczny, wzrost liczby spółek wypłacających dywidendę.

W pierwszych latach istnienia rynku giełdowego w Polsce istotny wpływ na decyzje o podziale zysku miały przede wszystkim czynniki zewnętrzne, w tym tworzenie regulacji prawnych funkcjonowania spółek publicznych. W kolejnych latach coraz to większy wpływ na decyzję o wypłacie dywidendy miały czynniki wewnętrzne, w tym m.in. możliwości inwestycyjne przedsiębiorstw. Prowadzenie czytelnej polityki dywidend stawało się istotnym elementem strategii spółek.

Głównym celem artykułu jest prezentacja wyników wstępnej analizy statystycznej wypłat dywidendy przez spółki notowane na GPW S.A. w latach 1991-2010 i próba identyfikacji polityki dywidend dla wybranych firm. Ponadto przedstawiono podstawowe teorie polityki dywidend, w szczególności rozwiązania stosowane w praktyce.

1. Polityka dywidend w praktyce

W literaturze przedmiotu można znaleźć trzy koncepcje polityki dywidend oparte na preferencjach inwestorów, takie jak: teoria nieistotności dywidendy, teoria preferowania dywidendy oraz teoria preferencji podatkowych. Teorie te są ze sobą sprzeczne i niejednokrotnie opierają się na nierealistycznych założeniach niemożliwych do aplikacji w rzeczywistości. W praktyce zarząd danej firmy musi podejmować decyzje dotyczące podziału zysków. Może zastosować następujące alternatywne rozwiązania: politykę dywidend rezydualnych, politykę stałej lub stałego wzrostu dywidendy, politykę stałej stopy wypłat z zysku i politykę niewielkiej stałej dywidendy z dodatkami¹.

¹ E.F. Brigham: Podstawy zarządzania finansami. Tom 2. PWE, Warszawa 1997, s. 229-236.

Głównym założeniem **polityki dywidend rezydualnych** jest ustalenie hierarchii celów przy określeniu potrzeb inwestycyjnych przedsiębiorstwa oraz podejmowaniu decyzji o wypłacie dywidendy. Akcjonariusze będą mogli liczyć na dodatkowe dochody w formie dywidendy wtedy, gdy bieżące zyski pokryją fundusze niezbędne do realizacji nowych inwestycji², inaczej mówiąc – jeżeli pozostanie pewna różnica między osiągniętymi zyskami bieżącymi a kapitałem przeznaczonym na cele inwestycyjne. Będzie to tzw. wartość rezydualna, czyli reszta niewykorzystanych zysków, która może być przeznaczona na wypłatę dywidendy³. Duże znaczenie ma etap rozwoju przedsiębiorstwa⁴. Firmy rozwijające się, ponoszące duże nakłady inwestycyjne, będą bardziej skłonne do wypłaty niskich dywidend lub do rezygnacji z nich niż firmy dojrzałe, które mają możliwość wypłaty wyższej dywidendy z uwagi na mniejsze potrzeby inwestycyjne.

Kolejne praktyczne rozwiązanie w kwestii dywidend to **polityka stałych lub stałego wzrostu dywidend**, której podstawową strategią jest zapewnienie regularności i stabilności wypłaty dywidendy na 1 akcję. Utrzymywanie stałej stawki wiąże się ze zagwarantowaniem wypłat w przyszłości, niezależnie od wahań osiąganych zysków⁵. Pewność otrzymywania dywidendy jest zatem cechą nadrzędną, a akcjonariusze wiedzą, jakich profitów mogą się spodziewać.

Polityka stałej dywidendy przejawia się stałą wartością wypłat przypadającą na 1 akcję. W przypadku osiągania przez spółkę wyższego poziomu zysków w dłuższym okresie zarząd może podjąć decyzję o zwiększeniu wartości dywidendy. Z założenia wysokość rocznej dywidendy nie zmienia się w przypadkach niespodziewanych, okresowych wzrostów zysków lub osiąganych strat. Istotne jest utrzymanie stałego poziomu zysku w dłuższym okresie. Redukcja dywidendy jest możliwa tylko wtedy, gdy spółka nie będzie w stanie utrzymać ustalonego poziomu wypłat. Z reguły spółki unikają obniżenia wypłaty dywidendy⁶.

Z kolei wariant **polityki stabilnej dywidendy ze stałym wzrostem** opiera się na stałych wypłatach dywidend z uwzględnieniem poziomu inflacji. Według tej zasady dynamika wypłat dywidend ulega stopniowemu stabilnemu wzrostowi o wskaźnik inflacji. Spółka ustala stopę wzrostu dywidendy, opierając się na prognozach inflacyjnych, a następnie koryguje o nią wartość wypłacanej dywidendy⁷.

² M. Sierpińska: *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Kraków 1999, s. 103.

³ S. Ross, R. Westerfield, B. Jordan: *Finanse przedsiębiorstw*. Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999, s. 588.

⁴ M. Sierpińska: *Op. cit.*, s. 103.

⁵ B. Kaźmierska-Józwiak: *Ocena polityki dywidend spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. „Organizacja i Kierowanie” 2008, nr 2, s. 141.*

⁶ M. Sierpińska: *Op. cit.*, s. 95.

⁷ Z. Głodek: *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*. PWE, Warszawa 2004, s. 147.

Kolejną strategią wypłaty dywidendy stosowaną w praktyce jest **polityka stałej stopy wypłat z zysku**. Realizacja tej polityki opiera się na relacji wartości wypłacanych dywidend do osiąganych zysków w danym roku. Spółka najczęściej ustala, wyrażoną w procentach, część osiąganych zysków przeznaczoną na dywidendę oraz na cele rozwojowe. Wielkość dywidendy oraz jej dynamika będzie proporcjonalna do zmian zysków przypadających na 1 akcję. Z powodu możliwych dużych wahań wyników finansowych i wiążącej się z tym faktem niepewności co do wysokości przyszłych dywidend, w praktyce ten model polityki dywidend nie jest często stosowany⁸.

Ostatnim praktycznym rozwiązaniem dotyczącym decyzji o podziale zysku jest **polityka płacenia niewielkiej stałej dywidendy uzupełniana dodatkami** w latach, gdy firma posiada nadwyżki funduszy. Strategia ta jest swojego rodzaju kompromisem pomiędzy stabilną dywidendą a stałą stopą wypłat dywidendy. Taka polityka daje elastyczność firmie w kwestii wartości dywidendy, a akcjonariuszom gwarantuje jej minimalny poziom⁹.

2. Dywidendy w spółkach publicznych w Polsce

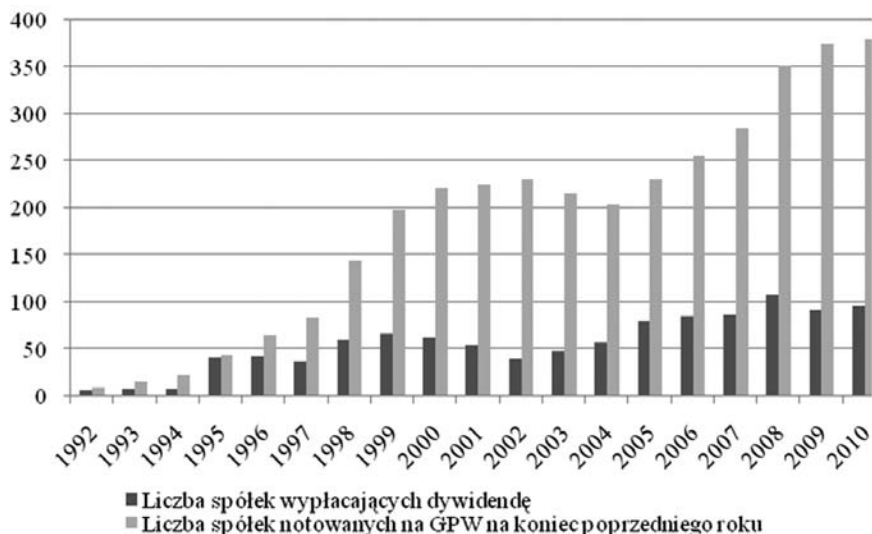
Analiza wypłat dywidend w spółkach publicznych w Polsce obejmowała lata 1992-2010. Lista spółek wypłacających dywidendę oraz wysokość dywidendy zostały zidentyfikowane, w przeważającej części, na podstawie kalendarzy wypłat dywidend zawartych w Rocznikach Giełdowych. Stopy dywidendy dla spółek w poszczególnych latach zostały ustalone na podstawie Biuletynów Rocznych GPW w Warszawie, Roczników Giełdowych oraz wybranych Ceduł Giełdy Warszawskiej. W ciągu blisko dwudziestu lat funkcjonowania giełdy w Polsce 291 spółek wypłaciło przynajmniej 1 raz dywidendę od wypracowanych zysków. Szczegółową analizę liczby spółek wypłacających dywidendę w badanym okresie w porównaniu do spółek notowanych na GPW S.A. przedstawia wykres 1.

⁸ M. Sierpińska: Op. cit., s. 99.

⁹ E.F. Brigham: Op.cit., s. 236.

Wykres 1

Liczba spółek wypłacających dywidendę na tle spółek notowanych na GPW S.A. w latach 1992-2010



Źródło: Roczniki Giełdowe od 1992 do 2011 r. Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

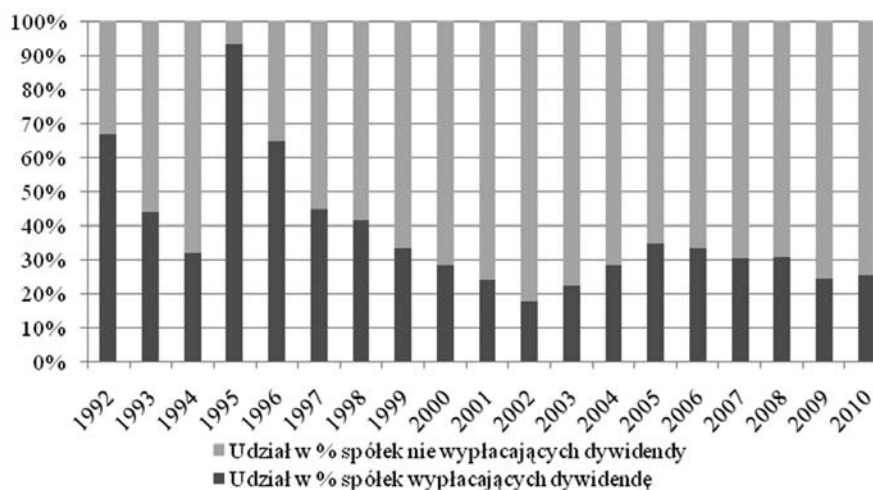
Liczba spółek wypłacających dywidendę w poszczególnych latach została ustalona na podstawie zdarzeń w danym roku kalendarzowym, które dotyczyły wypłaty z tytułu zysków wypracowanych w roku poprzednim. W całym okresie obserwacji liczba spółek wypłacających dywidendę wzrastała wraz ze wzrostem akcji w obrocie, ale znacznie mniej dynamicznie. Pierwsze lata giełdy charakteryzowały się sporymi wahaniami liczby spółek wypłacających dywidendę. W 1992 r. 6 z 9 notowanych spółek zdecydowało się na redystrybucję zysków do akcjonariuszy. W kolejnych czterech latach odnotowano wzrost liczby spółek z dywidendą do 42 podmiotów, ale już w 1997 r. nastąpił niewielki spadek. W następnych latach odnotowano tendencję wzrostową liczby spółek wypłacających dywidendę. W 1999 r. osiągnęła ona poziom 66 podmiotów. Jednakże w 2002 r. liczba ta ponownie spadła do 40 spółek. Następnym okresie wzrostu przypadły lata 2003-2008. W 2008 r. aż 108 spółek wypłaciło dywidendę z tytułu podziału zysków za 2007 r. Jednak kolejny rok przyniósł ponowny spadek do 91 spółek, by następnie znów nieznacznie wzrosnąć w 2010 r. do 94 podmiotów.

W odniesieniu do ogółu podmiotów notowanych na GPW S.A., zdecydowanie w pierwszych latach funkcjonowania giełdy udział procentowy spółek wypłacających dywidendę był znacznie wyższy niż w ostatnich latach obserwacji. W 1995 r. 41 spółek wypłaciło dywidendę za 1994 r., co stanowiło po-

nad 93% z 44 notowanych na giełdzie z końcem tego roku. W kolejnych latach udział akcji spółek z dywidendą malał z roku na roku aż do 2002 r., kiedy to osiągnął najniższy poziom, niewiele ponad 17%. Od tego momentu obserwuje się trend wzrostowy i stabilizację w latach 2004-2008 na poziomie około 30%. Jednakże już w kolejnych dwóch latach obserwacji odnotowano spadek udziału akcji spółek z dywidendą do poziomu około 25%. Udział procentowy spółek wypłacających dywidendę przedstawia wykres 2.

Wykres 2

Udział spółek wypłacających dywidendę w tle spółek notowanych na GPW S.A. w latach 1992-2010

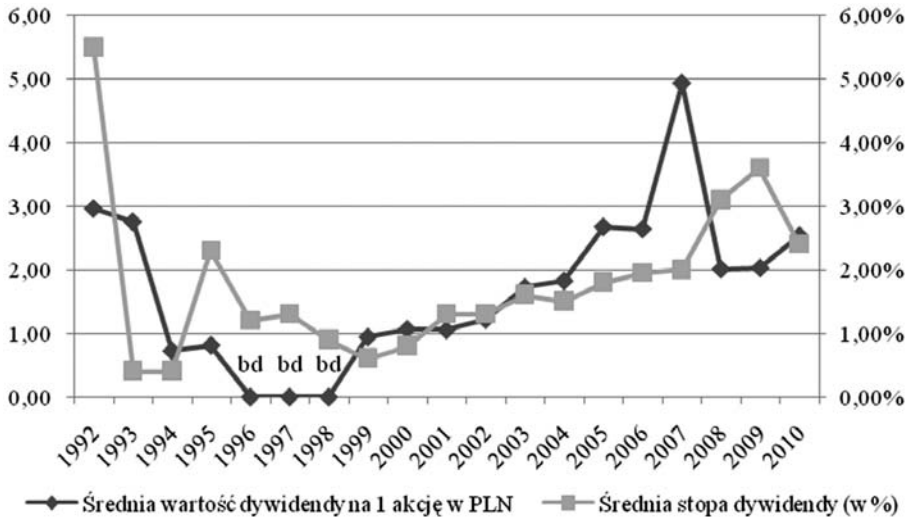


Źródło: Ibid.

Wartości dywidend przypadających na 1 akcję wypłacane przez spółki w pierwszych latach funkcjonowania GPW S.A. były stosunkowo niskie, z poziomem minimalnym 0,05 PLN (Universal, 1995) i maksymalnym 12,50 PLN (BRE, 1993). W latach 1999-2007 obserwuje się trend rosnący średniej wartości dywidendy przypadającej na 1 akcję od poziomu 0,94 PLN do 4,94 PLN. W ostatnich trzech latach badanego okresu analizowana średnia wartości dywidendy na 1 akcję spadła o ponad 50% do poziomu około 2 PLN. W dotychczasowej historii giełdy maksymalną dywidendę na 1 akcję na poziomie 98,6 PLN wypłaciła spółka WASKO w 2007 r. z tytułu podziału zysków za 2006 r. Najniższą dywidendę na poziomie 0,01 PLN wypłaciły dwie spółki: POLIMEXMS w 2008 i 2009 r. oraz spółka OPONEO w 2010 roku. Analizę średniej dywidendy na 1 akcję przedstawiono na wykresie 3.

Wykres 3

Średnia wartość dywidendy na 1 akcję oraz średnia stopa dywidendy spółek notowanych na GPW S.A. w latach 1992-2010



Uwaga: Brak danych o wartości dywidend wypłaconych w latach 1996-1998.

Źródło: Roczniki Giełdowe od 1992 do 2011 roku Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie; Biuletyny Roczne GPW za lata 1996-2010; Ceduła Giełdy Warszawskiej: nr 250(957) 02.01.1997, 249(1206) 5.01.1998; 250(1456) 4.01.1999.

Obok średniej dywidendy na 1 akcję na wykresie 3 przedstawiono również średnią stopę dywidendy, której wartość została ustalona przez GPW S.A. jako iloraz wartości dywidendy wypłaconej przez daną spółkę do wartości rynkowej spółki na koniec danego roku kalendarzowego. W pierwszych latach funkcjonowania rynku giełdowego obserwuje się znaczne wahania średniej stopy dywidendy. W kolejnym okresie 1999-2009 można zaobserwować tendencję rosnącą. Średnia stopa dywidendy w 1999 r. kształtowała się na poziomie 0,6%, a w 2009 osiągnęła 3,6%, ale już w ostatnim roku spadła do poziomu 2,4%. Maksymalną stopę dywidendy na poziomie 173,2% odnotowano dla spółki FORTE w 2006 r. Najniższa wartość kształtowała się na poziomie 0,1% i została odnotowana dla kilku spółek w kilku kolejnych latach, w tym m.in. dla spółki OPONEO w 2010 r.

Analiza trendów średniej dywidendy przypadającej na 1 akcję oraz średniej stopy dywidendy pozwala zaobserwować pewne prawidłowości, które wskazują na dość ścisły związek decyzji o podziale zysku z koniunkturą na rynkach finansowych. Spadek analizowanych kategorii niemalże pokrywa się z kryzysem finansowym odnotowanym w ostatnich latach na świecie. Spadek

średniej wartości dywidendy na 1 akcję o około 50% w 2008 r. nie wynikał jednak bezpośrednio ze spadku wyników finansowych spółek. W tym przypadku spółki, asekurując się przed niepewnością co do rozwoju sytuacji na rynkach finansowych na świecie, podjęły decyzję o utrzymaniu lub obniżeniu dywidendy i w dalszej kolejności o jej zaniechaniu, na co wskazuje spadek liczby spółek z dywidendą w 2009 i 2010 r. pomimo wzrostu liczby akcji będących w obrocie.

W celu ustalenia, czy polskie spółki kapitałowe prowadzą politykę dywidend, niezbędna jest analiza regularności ich wypłat. W badanym okresie 291 spółek przynajmniej 1 raz wypłaciło dywidendę, z tego 91 spółek dokładnie tylko 1 raz, w tym 5 podmiotów będących w obrocie giełdowym dopiero od roku. Tabela 1 przedstawia listę wybranych spółek, które regularnie redystrybuowały zysk do akcjonariuszy.

Wśród spółek będących w obrocie powyżej 10 lat 2 z nich, STALPROFI i INSTALKRK, wypłacały dywidendy akcjonariuszom przez cały swój okres notowań. Na uwagę zasługuje spółka ŻYWIEC, która jako jedna z najstarszych spółek będących w obrocie giełdowym regularnie wypłacała dywidendę akcjonariuszom, z wyjątkiem roku wejścia oraz 2002 r. Również spółka DĘBICA nieprzerwanie od 1997 r. przeznaczała część zysków na wypłatę dywidendy. Wśród spółek wprowadzonych do obrotu w ciągu ostatnich 10 lat można zaobserwować także regularność w wypłacie dywidendy. Przez minimum 3 lata 6 z nich nieprzerwanie wypłacało dywidendę w całym okresie obrotu publicznego, w tym ATMGRUPA, NORTCOAST, IVNX, NEWWORDLR, HERDEX, CYFRPLAST.

Tabela 1

Wybrane spółki notowane na GPW S.A. w latach 1992-2010 regularnie wypłacające dywidendę

Spółka	Pierwszy rok na GPW	Łącznie lat na GPW	Liczba lat z dywidendą	Udział lat z dywidendą (%)
1	2	3	4	5
BPH (BPHPBK, BANKBPH)	1995	16	12	75,00%
PROCHEM	1994	17	13	76,47%
TPSA	1998	13	10	76,92%
STALPROD	1997	14	11	78,57%
WANDALEX	2000	11	9	81,82%
BSK (ING BSK)	1994	17	14	82,35%
EFEKT	1993	18	15	83,33%
WBK (BZWBK)	1993	18	15	83,33%
PREMEDIA	1998	13	11	84,62%
TORFARM (NEUCA)	2004	7	6	85,71%
HANDLOWY	1997	14	12	85,71%

1	2	3	4	5
ŚNIEŻKA	2003	8	7	87,50%
DĘBICA	1994	17	15	88,24%
ŻYWIEC	1991	20	18	90,00%
KOGENERA	2000	11	10	90,91%
HYDROTOR	1998	13	12	92,31%
APATOR	1997	14	13	92,86%
STALPROFI	2000	11	11	100,00%
INSTALKRK	1999	12	12	100,00%
ATMGRUPA	2004	7	7	100,00%
NORTCOAST	2006	5	5	100,00%
IVMX	2007	4	4	100,00%
CYFRPLAST	2008	3	3	100,00%
HARDEX	2008	3	3	100,00%
NEWWORLDR	2008	3	3	100,00%

Źródło: Roczniki Giełdowe od 1992 do 2011 r. Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Regularność wypłaty dywidendy wskazuje na potencjalną politykę dywidendy, ale nie przesądza o jej istnieniu. W celu identyfikacji rodzaju prowadzonej polityki lub jej braku konieczne jest pogłębienie regularności wypłat dywidend o analizę ich wartości przypadającej na 1 akcję, stóp dywidendy oraz wskaźnika wypłaty dywidendy. Szczegółowa analiza wartości wypłaconych dywidend na 1 akcję wskazuje, że spółki w pierwszych latach funkcjonowania giełdy wypłacały zróżnicowane wartościowo dywidendy na 1 akcję i nie prowadziły jednoznacznej polityki dywidend. Istniały wyjątki, jak np. ŻYWIEC. W drugim dziesięcioleciu istnienia giełdy, a w szczególności w ostatnich kilku latach, można zaobserwować, że polskie spółki publiczne zmieniają swoje podejście do polityki dywidend.

Wśród spółek traktujących decyzję o podziale zysku jako istotny element strategii przedsiębiorstwa najwięcej jest takich przypadków, gdy jednoznacznie można powiedzieć, że prowadzą one politykę stałej wielkości dywidendy. Są to np. spółki: STALPROFI, INSTALKRK, ŻYWIEC, EFEKT, TPSA, PREMEDIA, MILLENIUM, które prowadzą politykę stabilnej wielkości dywidendy. Niektóre z nich z wyraźnymi, kilkuletnimi podokresami, jak ŻYWIEC, inne nieprzerwanie utrzymują wartość dywidendy na stałym poziomie. Spółka APATOR od 2005 r. regularnie wypłaca dywidendę dwukrotnie w ciągu roku, najczęściej w postaci zaliczki na dywidendę w roku kolejnym, co wskazuje na prowadzenie polityki niewielkiej stałej dywidendy z dodatkami. Firma CEZ notowana w 2006 r. po raz pierwszy, od 2007 r. regularnie wypłaca dywidendę, z roku na rok sukcesywnie zwiększając jej wartość. Niestety w większości przypadków można odnieść wrażenie, że wartość wypłaconych dywidend to nie efekt przemyślanej polityki, lecz bieżących decyzji, być może noszących znamiona rezydujalnej polityki dywidend.

Podsumowanie

Przedstawiona analiza statystyczna wypłat dywidend wskazuje, iż polskie spółki w pierwszych latach funkcjonowania giełdy uczyły się polityki dywidend. Po dwudziestu latach istnienia GPW S.A. widać jednak zmianę w tym obszarze. Zarówno spółki z kilkunastoletnim, jak i kilkuletnim doświadczeniem podejmują przemyślane decyzje o wypłacie dywidendy, zaczynają prowadzić politykę najczęściej stałej wypłaty dywidendy. Grupa ta nie jest liczna. Udział procentowy spółek wypłacających dywidendę swoim akcjonariuszom ustabilizował się na poziomie około 30%. Kryzys na świecie nieco ten wskaźnik obniżył do poziomu około 25%. W porównaniu do innych rynków finansowych jest to wynik przeciętny.

Bibliografia

- Biuletyny Roczne GPW za lata 1996-2010.
Brigham E.F.: Strategiczne zarządzanie finansami. Tom 2. PWE, Warszawa 1997.
Cedula Giełdy Warszawskiej: nr 250(957) 02.01.1997, 249(1206) 5.01.1998; 250(1456) 4.01.1999.
Głodek Z.: Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. PWE, Warszawa 2004.
Każmierska-Jóźwiak B.: Ocena polityki dywidend spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. „Organizacja i Kierowanie” 2008, nr 2.
Roczniki Giełdowe od 1992 do 2011 roku Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
Ross S., Westerfield R., Jordan B.: Finanse przedsiębiorstw. Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999.
Sierpińska M.: Polityka dywidend w spółkach kapitałowych. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Kraków 1999.

THE DIVIDEND POLICY OF COMPANIES LISTED ON WARSAW STOCK EXCHANGE

Summary

The dividend policy is an important issue in corporate finance. It is strictly related to the distribution of profits. There are several strategies of dividend payment applied by companies in practise. In the article statistics of dividend payments in companies listed on Warsaw Stock Exchange in the years 1991-2010 are presented. In details, the yearly numbers and percentages of companies paying dividends are studied. Moreover average values of dividend per share and average dividend yields are discussed. Additionally the regularity of dividend payments are analyzed, which allowed to recognize the dividend policy for the selected companies.

Jacek Uchman

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

OCENA ZNACZENIA INFORMACJI UDOSTĘPNIANYCH PRZEZ SPÓŁKI

1. Informacje dla akcjonariuszy w teorii finansów

Problematyka oceny znaczenia informacji udostępnianych przez spółki jest związana z zagadnieniem funkcjonowania relacji inwestorskich. Relacje inwestorskie (RI) wynikają z praktyki i mogą być rozpatrywane w wielu konfiguracjach. Mają one aspekt formalnoprawny, organizacyjny, finansowy, mogą być także elementem budowania wartości firmy. Problematyka przepływu informacji o przedsiębiorstwie jest jednym z elementów RI. Zagadnienie dostępności informacji o przedsiębiorstwie zawiera nie tylko aspekt praktyczny, ale jest także osadzone w kontekście kilku koncepcji teoretycznych z obszaru finansów przedsiębiorstw i mikroekonomii. Bezpośrednio powiązane z tym problemem są teorie: agencji, asymetrii informacji, a także teoretyczne założenia dotyczące rynku kapitałowego.

Na gruncie finansów i mikroekonomii sformułowano koncepcję agencji. Teoria agencji w punkcie wyjścia analizuje relację pomiędzy pryncypałem a wynajmowanym przez niego agentem. Relację tę w odniesieniu do przedsiębiorstwa można zinterpretować jako zależności pomiędzy właścicielem firmy a wynajmowanym przez niego zarządem. Teoria ta może więc odnosić się do dużych korporacji, których właściele nie kierują samodzielnie firmą. Samodzielne zarządzanie przy przekroczeniu pewnego pułapu wielkości przedsiębiorstwa może być nieopłacalne. Dzieląc się własnością, właściciel zdywersyfikuje ryzyko, mogąc jednocześnie zachować istniejące wcześniej korzyści. Jednak wraz z rozdzieleniem własności i zarządzania pojawiają się koszty, które właściele muszą ponosić w związku z kontrolowaniem zarządu. Są to różne koszty. Obejmują one koszty monitorowania wydatków firmy ponoszone przez właściciela, koszty podejmowane przez agenta w celu minimalizacji strat właściciela, koszty nietrafionych decyzji agenta obciążające właściciela itp. Interes akcjonariuszy będzie uwzględniany, gdy kierownictwo firmy będzie silnie motywowane materialnie, a także powiązane właścicielsko ze spółką. Relacje inwestorskie obejmujące rodzaj, zakres i sposób komunikacji kierownictwa spółki akcyjnej z akcjonariuszami mogą w istotny sposób ograniczyć koszty agencji¹.

¹ M.C. Jensen, W.H. Meckling: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. „Journal of Financial Economics” 1976, No. 3, s. 305-360.

Ściśle związana z problemem agencji koncepcja asymetrii informacji opisuje sferę decyzji finansowych, w której jedna ze stron jest znacznie gorzej poinformowana o transakcji i w tej sytuacji nie może podjąć optymalnych decyzji w tym obszarze. Może to powodować odstąpienie od transakcji, może też prowadzić do podejmowania nieopłacalnych decyzji przez stronę gorzej poinformowaną. Asymetria informacji ma szczególne znaczenie na rynku kapitałowym, gdzie dysproporcje informacyjne pomiędzy uczestnikami tego rynku mogą się w dużym natężeniu przekładać na wielkość zysków i strat. Wysokie standardy spółek w zakresie przekazywanej informacji finansowej i pozafinansowej mogą ograniczać asymetrię informacji i racjonalizować podejmowanie decyzji inwestorów na rynku finansowym.

Na gruncie teoretycznym czynnikiem pomniejszającym do pewnego stopnia wykorzystanie relacji inwestorskich, a zwłaszcza zakres prezentowanej informacji finansowej, może być koncepcja efektywnego rynku kapitałowego. Z tego punktu widzenia można analizować znaczenie danych generowanych przez sprawozdawczość finansową, które stanowią istotną część informacji przekazywanych przez spółki. Przyjęcie hipotezy efektywnego rynku kapitałowego prowadziło w teorii finansów do uznania problemów rachunkowych za niezbyt ważne. Zgodnie z teorią rynku efektywnego wszystkie dane księgowe z przeszłości są natychmiast odzwierciedlane w cenie akcji. Może to powodować następujące implikacje:

1. Jeżeli identyczne dane będą się znajdować na różne sposoby w sprawozdaniu finansowym i w różnych przekrojach, to wywołają taką samą interpretację i spowodują taki sam wpływ na cenę bez względu na to, jak są przedstawiane, wtedy nie ma zbyt dużych zachęt do podnoszenia jakości prezentacji danych rachunkowych.
2. Dane rachunkowości w warunkach efektywnego rynku kapitałowego po bardzo krótkim czasie stają się mało użyteczne, stąd sposób alokacji w czasie zdarzeń gospodarczych poprzez dane rachunkowości nie ma dużego znaczenia (metody amortyzacji, FIFO, LIFO itp.).
3. Teoria rynku efektywnego sugeruje, że dla ustalenia wartości przedsiębiorstwa nie są ważne kategorie rachunkowe. Pokazywanie zysku w różnych przekrojach nie przyniesie dużych korzyści. Na wartość firmy wpływają przede wszystkim te decyzje firmy, które zaowocują w przyszłości wzrostem jej cash flow².

² L.A. Cunningham: Finance Theory and Accounting Fraud: Fantastic Futures versus Conservative Histories. „Boston College Law School Faculty Papers” 2005, Paper 120, s. 2-3.

2. Praktyczne uwarunkowania przekazywania informacji i ich ocena

W praktyce dosyć powszechnie uznaje się jednak, że czynnikiem mogącym istotnie ograniczać problem agencji i asymetrię informacji są informacje finansowe pozyskiwane poprzez sprawozdawczość finansową. Ponadto na rynku kapitałowym dla ilości prezentowanej przez spółki informacji podstawowe znaczenie mają regulacje prawne nakładające na spółki, będące uczestnikami tego rynku, obowiązek informacyjny obejmujący zarówno przedstawianie danych finansowych, jak i innych podstawowych informacji gospodarczych o firmie³.

Praktyka pokazuje, że polityka informacyjna staje się coraz ważniejszym elementem działalności spółek kapitałowych. Działalność ta może służyć budowaniu wartości spółek, ponieważ akcjonariusze i inwestorzy otrzymują informacje pozwalające im w pełniejszy sposób ocenić spółkę. Skuteczność polityki informacyjnej zależy od wielu czynników, w tym od rodzaju generowanej informacji, struktury akcjonariatu spółki, istnienia akcjonariuszy dominujących, wymogów prawnych dotyczących zakresu dostarczanej informacji.

Szczególnie istotna jest problematyka rodzaju informacji generowanej przez spółki, dotyczy to zwłaszcza jakości informacji i możliwości kwantyfikacji prezentowanych danych.

Przy wyborze mierników oceny tej działalności zazwyczaj przyjmuje się, że inwestorzy wykorzystują takie same informacje inwestorskie do oceny podmiotów gospodarczych i ich oczekiwania informacyjne są podobne.

Spółki poza niezbędnymi danymi mogą udzielać mniej lub więcej informacji podmiotom zainteresowanym ich sytuacją. Z tego względu, oceniając skuteczność informacji, wykorzystuje się syntetyczne mierniki jakości informacji, tzn. poszczególnym spółkom przyznaje się punkty za podanie określonych informacji. Konstrukcja syntetycznych mierników powinna uwzględniać wszystkie najważniejsze rodzaje informacji przekazywanych przez spółki. Mierniki te służą pokazaniu, w jakim stopniu spółki spełniają zadania informowania inwestorów o swojej sytuacji. Wybór rodzajów informacji uznanych za ważne jest zróżnicowany. Mogą one przykładowo dotyczyć obszarów: struktury właścicielskiej i praw inwestorów, przejrzystości finansowej i jawności informacji, informacji dotyczących rady nadzorczej i zarządu. W ramach takich grup pojawiają się informacje szczegółowe. Te informacje trzeba sprawdzić dla każdego przedsiębiorstwa i policzyć syntetyczną miarę jakości takich informacji. Mierniki te mogą być najprościej przedstawiane jako liczba punktów, którą dostaje spółka w badanej grupie, jeżeli w jej materiałach in-

³ O warunkach polskich obszernie w: D. Dziawgo: *Relacje inwestorskie. Ewolucja, funkcjonowanie, wyzwania*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011.

formacyjnych (sprawozdaniach) znajdują się informacje uznane przez badaczy za priorytetowe⁴. Te syntetyczne mierniki jakości informacji próbuje się w kolejnym etapie oceny powiązać ze zmianami w ocenie finansowej poszczególnych przedsiębiorstw.

Analizowane informacje o spółce obejmują więc zarówno dane wynikające ze sprawozdawczości finansowej, jak i inne dane, niekoniecznie finansowe, które spółka przekazuje publicznie. W stosunku do spółek giełdowych istnieją zwiększone wymagania w zakresie ilości, jakości i częstotliwości przedstawiania informacji. Dodatkowe wymogi nakładają tzw. Zasady dobrych praktyk, które jeszcze bardziej powinny podwyższyć transparentność spółek.

3. Finansowe mierniki znaczenia informacji udostępnianych przez spółki

Następnym krokiem w badaniu jest ocena znaczenia ujawnianych informacji. Może być on dokonywany z wykorzystaniem różnych mierników finansowych, które mają w zamyśle pokazać wagę tych informacji dla sytuacji finansowej (a ostatecznie wartości) danego podmiotu gospodarczego. Są to najczęściej formuły (wskaźniki finansowe, wzory) wykorzystujące dane ze spółek i z rynku kapitałowego, za pomocą których można analizować znaczenie informacji przekazywanej akcjonariuszom, inwestorom⁵. W istocie rzeczy mierniki te służą empirycznej weryfikacji znaczenia informacji udostępnianych przez spółki, zwłaszcza tych, które wykraczają ponad nałożony przepisami obowiązek informacyjny.

Empiryczne badania w tym obszarze mają sens przede wszystkim w odniesieniu do spółek, których akcje podlegają wycenieniu dokonywanej przez rynek finansowy. Metodyka badań jest różna, mogą być także stosowane różne narzędzia weryfikacji komunikatów prezentowanych przez spółki. Ważnym problemem jest też ustalenie zakresu czasowego badań. Można tutaj przyjąć krótki lub długi okres analizy, ale w obu przypadkach kryteria wyboru nie są bezsporne. Są to najczęściej mierniki obrazujące zmiany zachodzące w krótkim terminie od momentu ogłoszenia informacji dotyczących sytuacji finansowej spółki. Wykorzystuje się w większości mierniki oparte na danych generowanych przez rynek finansowy. Dobór mierników w badaniach jest dosyć zróżnicowany. Obejmują one m.in. takie wielkości, jak: nadzwyczajny zwrot z akcji, relacja wartości rynkowej do wartości księgowej spółki, wskaźnik ceny do zysku, koszt kapitału własnego.

⁴ Bardzo reprezentatywny przykład można znaleźć w: G. Dallas, S.A. Patel: *Transparency and Disclosure: Overview of Methodology and Study Results*. S&P, United States 2002, www.governance.standardandpoors.com.

⁵ W poszczególnych modelach przyjmuje się podział na zmienne wyjaśniane i zmienne wyjaśniające, ale na potrzeby niniejszego krótkiego opracowania zmienną wyjaśnianą (zależną) określa się jako mierniki oceny znaczenia.

Wybór konkretnego miernika jest uzależniony m.in. od rodzaju informacji, która ma być sprawdzana, dostępu do danych generowanych przez rynek, założeń badawczych dotyczących jakości wykorzystywanych danych. Badanie efektów ogłoszonych informacji, czy też określonych decyzji spółki, na poziom badanego miernika nie może w sposób idealny być odseparowane od wpływu innych czynników, które mogą również w istotny sposób wpływać na poziom danego miernika. Próbuje się jednak uwzględnić zmiany inne od normalnych zmian kształtujących poziom miernika⁶.

Jednym z najprostszych mierników pomiaru informacji udostępnianych przez spółki jest nadzwyczajny zwrot z akcji. Przy wyborze nadzwyczajnego zwrotu z akcji zakłada się, że nadwyżka przyrostu wartości akcji ponad normalną stopę zwrotu wynika z prezentacji dodatkowych informacji przez firmę, które to informacje inwestorzy uwzględniają w cenie. Wskaźnik ten może być zapisywany w różny sposób. Najczęściej jest przedstawiany jako nadwyżka zmiany kursu akcji ponad zmianę wartości indeksu giełdowego, do którego firma należy. Prosta stopa zwrotu to stosunek ceny akcji na początku i na końcu okresu (np. roku). Odjęcie od prostej stopy zwrotu akcji danej spółki stopy zwrotu indeksu, do którego należy spółka, daje nadzwyczajną stopę zwrotu tej akcji. Należy oczekiwać, że większa jawność i przejrzystość informacji inwestorskich pozostaje w pozytywnej reakcji do nadzwyczajnego zwrotu.

Wskaźnik MV/BV (Market Value/Book Value) odzwierciedla relację wartości rynkowej jednej akcji do jej wartości księgowej. Wartość księgowa odzwierciedla przeszłe dane generowane przez system rachunkowości firmy. Nadwyżka wartości rynkowej nad wartością księgową mogłaby zatem pokazywać, ile do wartości firmy dodaje działalność jej kierownictwa i jak są oceniane perspektywy dalszego wzrostu zysków przedsiębiorstwa. Wzrost tego wskaźnika w warunkach większego dostępu do informacji mógłby wskazywać, że rynek pozytywnie odpowiada na nowe informacje o firmie⁷.

Przy analizie oddziaływania relacji inwestorskich może być wykorzystywany jako miernik wskaźnik relacji ceny do zysku (P/E) albo PEG (Price/Earnings to Growth) będący pewną modyfikacją wskaźnika P/E. Miernik ten można zapisać następująco:

$$PEG = \frac{P : EPS}{G},$$

gdzie:

P – cena rynkowa 1 akcji,

EPS – zysk netto na 1 akcję,

⁶ Najczęściej stosuje się zasadę *ceteris paribus*.

⁷ G. Dallas, S.A. Patel: *Op. cit.*

G – oczekiwana roczna stopa wzrostu EPS (liczona dla jednego roku lub dla 5 lat) przedstawiana najczęściej w procentach (nie w postaci ułamka dziesiętnego).

Miernik ten prezentuje z jednej strony koszt nabycia akcji, a z drugiej perspektywy wzrostowe akcji. Im niższa jest wartość tego miernika, tym bardziej akcje firmy uznaje się za niedowartościowane i atrakcyjne. Oczekuje się, że większa jawność i przejrzystość informacji powinna sprzyjać wzrostowi tego miernika⁸.

Obok powyższych mierników, bezpośrednio odwołujących się do ceny akcji, bardzo rozpowszechnionym miernikiem jest koszt kapitału i badanie jego zmian pod wpływem nowych wiadomości mających konsekwencje finansowe dla spółki. Koszt kapitału pokazuje, jak czynniki finansowe i pozafinansowe bieżącej i przewidywanej sytuacji przedsiębiorstwa kształtują jego zdolności do pozyskania środków po określonej cenie, czyli jakiej wymaganej stopy zwrotu oczekują akcjonariusze i inni dawcy kapitału. Koszt kapitału jest czynnikiem, który jest parametrem oceny bieżących i inwestycyjnych decyzji firmy. Jest także wykorzystywany przy wycenie przedsiębiorstwa dokonywanej za pomocą różnych metod⁹. Minimalizacja kosztu tego kapitału powinna być celem każdego podmiotu gospodarczego. Tradycyjne liczenie tego kosztu zakłada jego podział na koszt kapitału własnego i koszt kapitału obcego. Kapitał własny obejmuje kapitał pozyskany za pomocą emisji akcji, jak również zyski zatrzymane przez przedsiębiorstwo. Na kapitał obcy składają się różne formy zadłużenia długoterminowego.

Do oceny znaczenia informacji przekazywanych przez spółki jest wykorzystywany przede wszystkim koszt kapitału własnego. Im znaczenie informacji o spółce jest większe, tym niższy powinien być ten koszt. Jest on chyba najczęściej wykorzystywanym i najbardziej rozwiniętym miernikiem na potrzeby oceny skutków relacji inwestorskich. Może być liczony w różny sposób, przy czym żadna z metod nie jest uznawana za idealną. Tradycyjne metody mogą być jednak uznane za metody stosujące podejście *ex post*, podczas gdy w ocenach informacji przekazywanych w ramach relacji inwestorskich często wykorzystuje się podejście *ex ante*.

⁸ Wskaźnik ten ma kilka wad. Należą do nich: 1) mianownik formuły jest wynikiem prognozy i od jej trafności zależy jego jakość, 2) prognozę wzrostu zysków firmy trzeba analizować na tle prognozy wzrostu zysków całej gospodarki, dopiero wtedy można będzie oceniać wartość tego wskaźnika, 3) nie ma jasnych mechanizmów uwzględniających inflację w prognozie przyszłych zysków.

⁹ Znaczenie kosztu kapitału może być analizowane bezpośrednio jako wielkość, która odzwierciedla zaufanie do firmy, bądź też z wykorzystaniem MVA (wartości rynkowej) i nośników wartości wpływających na MVA. Są to: wzrost sprzedaży, marża zysku operacyjnego po opodatkowaniu, wymagania w zakresie kapitału obrotowego i właśnie koszt kapitału firmy.

Liczenie kosztu kapitału własnego nie jest łatwe. Może być dokonane za pomocą różnych metod i zawiera liczne uproszczenia. Do najbardziej rozpowszechnionych metod liczenia kosztu kapitału własnego należą: metoda oparta na zdyskontowanych przyszłych dywidendach, należąca do najstarszych, oraz metoda wykorzystująca model wyceny aktywów kapitałowych CAPM. Koszt kapitału własnego jest najpowszechniejszym miernikiem, który może być wykorzystany w badaniach nad znaczeniem informacji przekazywanej przez spółki. Podstawowym mankamentem tych metod jest to, że nie uwzględniają one oczekiwanych stóp zwrotu z akcji, ale zrealizowane, średnie stopy zwrotu z akcji. Ustalanie kosztu *ex post* powoduje, że pojawiają się różne problemy. Dotyczą one głównie wyboru modelu wyceny aktywów kapitałowych i braku precyzji w szacowaniu czynników kształtujących ryzyko¹⁰. Metoda oparta na CAPM jest w tym obszarze dosyć zawodna.

Dlatego też na początku minionej dekady zaproponowano metodologię, która pozwala policzyć koszt kapitału własnego, opierając się na oczekiwanych stopach zwrotu. Stąd koszt kapitału własnego stosowany do oceny wpływu informacji na firmę może być liczony nie tylko *ex post*, wykorzystując istniejące historyczne stopy zwrotu z akcji, ale także *ex ante*, tzn. opierając się na prognozach przyszłych przepływów firmy¹¹. Wykorzystano w tym celu metody stosowane do wyceny całego przedsiębiorstwa. Najczęściej do policzenia kosztu kapitału *ex ante* wykorzystuje się model DCF w wariancie zawierającym moduł dochodu rezydualnego. Wartość firmy w tym modelu można policzyć wykorzystując dane o bieżących i przyszłych dochodach firm. Sam dochód rezydualny to dochód osiągany w późniejszych latach, który jednak może stanowić znaczący element kształtujący cenę akcji¹². Koszt kapitału własnego *ex ante* można w tym modelu wyznaczyć jako wewnętrzną stopę zwrotu, która powoduje zrównanie oczekiwanych przyszłych wpływów dla akcjonariuszy z ceną rynkową akcji. Oczekiwane przyszłe wpływy są prognozowane przez analityków finansowych i regularnie publikowane¹³. Aby więc wyznaczyć koszt kapitału *ex ante*, należałoby w pierwszej kolejności posiadać te dane. Ponadto wyznaczenie kosztu

¹⁰ Zob. W.R. Gebhardt, C.M.C. Lee, B. Swaminathan: Toward an Implied Cost of Capital. „Journal of Accounting Research” 2001, 39(1), a także: M. Gietzmann, K.J. Ireland: Cost of Capital, Strategic Disclosures and Accounting Choice. „Journal of Business Finance & Accounting” 2005, 32(3) & (4), April/May, s. 609.

¹¹ W.R. Gebhardt, C.M. Lee, B. Swaminathan: Toward and Implied Cost-of- Capital. „Journal of Accounting Research” 2001, 39, s. 135-176.

¹² W odniesieniu do przedsiębiorstw wielkość ta kształtuje w około 70% bieżącą wartość przedsiębiorstwa, podczas gdy szczegółowa prognoza przepływów pieniężnych zaledwie w 30%. Najczęściej zakłada się kontynuację działalności przedsiębiorstwa w nieskończoność. P. Szczepankowski: Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 210.

¹³ Informacje te mogą być generowane przez takie podmioty, jak Institutional Brokers' Estimate System (I/B/E/S) na rynku anglosaskim. Instytucje te analizują spółki z wielu krajów.

kapitału w tych warunkach (nie jest to prosta funkcja IRR) wymaga wielu obliczeń i bez specjalistycznego oprogramowania jest czasochłonne. Między innymi dlatego wyznaczanie kosztu kapitału ex post na podstawie historycznych stóp zwrotu z akcji jest, pomimo niedogodności, wciąż bardzo popularną metodą. Wyznaczanie kosztu kapitału ex ante wynika natomiast z potrzeby wykorzystania danych dotyczących przyszłości. Ma to być atutem i mocną stroną opracowań, które posługują się tą metodą.

Podsumowanie

Podsumowując, trzeba powiedzieć, że mogą występować różne finansowe mierniki znaczenia informacji przekazywanych inwestorom. Narzędzia te bezpośrednio lub pośrednio odwołują się do wartości firmy i występują na etapie weryfikacji informacji. Chodzi przede wszystkim o informację, którą spółka przekazuje ponadstandardowo. Wybór określonej formy miernika wynika z dostępności do informacji, szczegółowych celów badawczych, a także z oceny jakości danego miernika pomiaru. Wśród stosowanych narzędzi szczególnie interesujący wydaje się wybór kosztu kapitału własnego traktowanego ex ante ze względu na możliwość wykorzystania oczekiwanych stóp zwrotu. Wykraczając nieco poza ramy tego opracowania, trzeba też stwierdzić, że w badaniach empirycznych rodzaje informacji, które potencjalnie mają duże znaczenie dla ustalenia wartości przedsiębiorstwa, nie są ujmowane w sposób precyzyjny. Sposób ich oceny przez inwestorów jest również nie do końca rozpoznany, chociaż przyjmuje się, że uczestnicy rynku działają posługując się wiedzą ekonomiczną.

Bibliografia

Wydawnictwa zwarte

- Dziawgo D.: Relacje inwestorskie. Ewolucja, funkcjonowanie, wyzwania. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011.
- Szczepankowski P.: Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.

Wydawnictwa ciągłe

- Botosan Ch.A., Plumlee M.A.: A Re-Examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital. „Journal of Accounting Research” 2002, Vol. 41, No. 1 (March), s. 21-40.
- Cunningham L.A.: Finance Theory and Accounting Fraud: Fantastic Futures versus Conservative Histories. „Boston College Law School Faculty Papers” 2005, Paper 120.

- Dallas G., Patel S.A.: Transparency and Disclosure: Overview of Methodology and Study Results. S&P, United States 2002, www.governance.standardandpoors.com.
- Gebhardt, W R., Lee C.M.C., Swaminathan B.: Toward an Implied Cost of Capital. „Journal of Accounting Research” 2001, 39(1).
- Gietzmann M., Ireland J.: Cost of Capital, Strategic Disclosures and Accounting Choice. „Journal of Business Finance & Accounting” 2005, 32(3) & (4), April/May.
- Woolridge J.R., Snow C.C.: Stock Market Reaction to Strategic Investment Decision. „Strategic Management Journal” 1990, Vol. 11.

MEASURING CORPORATE DISCLOSURE POLICY

Summary

The article presents some selected ratios used to measure efficiency of company disclosure. These ratios can show whether companies which voluntarily disclose more in their reports than is required may raise their stock price and decrease their cost of capital. The cost of equity capital is the most important among them and needs to be calculated in a very specific way. It takes into account expected rates of return.

Elżbieta Wrońska

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

WYKUPY AKCJI. ALTERNATYWA CZY UZUPEŁNIENIE WYPŁAT DYWIDEND

Wprowadzenie

Zwiększenie ilości wykupów akcji własnych przez spółki spowodowało zwiększenie zainteresowania tym zjawiskiem. Przez wielu wykupy akcji są traktowane jako substytut wypłat dywidend. Niniejszy artykuł odnosi się do analizy, na ile wykupy akcji mogą być traktowane i są alternatywą dla dywidend.

1. Popularność wykupów akcji własnych

W ostatnich latach w Stanach Zjednoczonych wyraźnie widoczne stało się zjawisko polegające na zmniejszeniu wolumenu wypłat dywidend oraz zmniejszeniu ilości podmiotów wypłacających dywidendy przy jednoczesnym zwiększeniu wolumenu oraz ilości podmiotów dokonujących wykupów akcji (buy back)¹.

Szczególną uwagę wykupom akcji własnych poświęcili E.F. Fama i K.R. French, którzy stwierdzili, iż w okresie 1978-1999 zmniejszył się odsetek firm płacących dywidendy gotówkowe z 66,5% do 20,8%. Jednocześnie dostrzegli oni, że wartość wykupów w stosunku do wielkości zysków wzrosła z 4% do 31%. Liczba firm dokonujących wykupów akcji własnych zwiększyła się z 31% w 1972 r. do 80% w 2000 r.². Początkowo wartość nabywanych akcji własnych stanowiła około 11% wartości wypłacanych dywidend, podczas gdy w drugiej połowie lat 80. XX w. około 60%, a w 2000 r. osiągnęły one poziom 113% i wartość 200 mld dolarów.

¹ E.F. Fama, K.R. French: Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? „Journal of Financial Economics” 2001, Vol. 60; H. DeAngelo, L. DeAngelo, D.J. Skinner: Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings. „Journal of Financial Economics” 2004, Vol. 72; Ch. Hrdlicka: Finding the Disappearing Dividends: Stock Repurchaser Characteristic, and Their Increasing Propensity to Pay. Working paper 2006.

² G. Grullon, R. Michaely: Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis. „The Journal of Finance” 2002, Vol. 57.

Spółka IBM w latach 1987-2001 przeznaczyła ponad 60 mld dolarów na skup akcji własnych. Spółka Coca-Cola poprzez stosowanie wykupu akcji własnych zmniejszyła ich ilość w obiegu o ponad 23% na przestrzeni lat 1982-2001. Na 30 korporacji zaliczanych do wskaźnika Dow Jones Industrial, 16 podmiotów zredukowało w ostatnich latach ilość akcji w obiegu³.

Pomimo kryzysu na amerykańskim rynku finansowym, w sytuacji zmniejszonej efektywności działania i trudno dostępnych zewnętrznych źródeł finansowania, spółki amerykańskie wprawdzie zmniejszyły zakres wykupów akcji własnych, ale ich nie zaprzęstały – w 2007 r. wartość wykupów wyniosła blisko 170 mld dolarów, w 2008 r. zmniejszyła się do 80 mld dolarów, w 2009 r. do około 30 mld dolarów, by w 2010 r. wynieść 78 mld dolarów⁴.

Z powodu coraz częstszego stosowania wykupów akcji własnych zaczęto poświęcać im coraz więcej uwagi, stwierdzając jednocześnie, że wykupy akcji stanowią substytucję dla wypłat dywidend⁵. W Polsce natomiast obydwa zjawiska w ostatnich latach nabierają jednocześnie coraz większego znaczenia. Coraz więcej firm podejmuje decyzje o wypłacie dywidend oraz coraz więcej firm podejmuje decyzje o wykupie akcji. O ile liczba firm, która rozpoczęła realizację wykupów akcji własnych w 2005 r., wyniosła 5, o tyle w 2008 r. rozpoczęcie wykupu akcji własnych dotyczyło już 20 firm notowanych publicznie, by w roku 2011 r. wynieść 42⁶. Jednocześnie liczba spółek publicznych wypłacających dywidendę wzrosła z 81 w 2005 r. do 97 w 2010 r.⁷

Biorąc pod uwagę rosnącą wartość wypłacanych dywidend oraz kwot przeznaczanych na wykupy i liczby firm dokonujących wykupów akcji i wypłat dywidend, trudno stwierdzić, czy wykupy akcji stanowią substytucję (alternatywę) dla wypłat dywidend w kontekście wypłaty gotówki przez przedsiębiorstwo na rzecz akcjonariuszy.

Ze względu na rozbieżność praktyki występującej w Stanach Zjednoczonych Ameryki Północnej oraz w Polsce warto przyjrzeć się przesłankom stanowiącym o wykupie akcji własnych, by móc stwierdzić, czy wykupy akcji własnych faktycznie stanowią alternatywę dla dywidend gotówkowych.

³ A. Szablewski: Dywidenda i wykup akcji. „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2007, nr 2.

⁴ T. Demos: Surge in Buy-backs by US Companies. „The Financial Times” z 19.08.2011.

⁵ L. Bagwell, J. Shoven: Cash Distribution to Shareholders. „Journal of Economic Perspectives” 1989, Vol. 3; G. Grullon, R. Michaely: Op. cit.

⁶ Dane ustalone na podstawie komunikatów spółek giełdowych, www.GPWInfostrefa.pl [data dostępu: 15.01.2012].

⁷ Dane ustalone na podstawie raportów Giełdy Papierów Wartościowych, www.gpw.pl [data dostępu: 15.01.2012].

2. Przestanki wykupów akcji własnych

O ile w Stanach Zjednoczonych instrument ten jest znany i stosowany od ponad 300 lat, o tyle wykupy akcji w Polsce zostały dozwolone prawem od kilku lat. Kodeks spółek handlowych szczegółowo określa sytuacje, w których może nastąpić wykup akcji. Wykup akcji własnych może wystąpić w sytuacji⁸:

- 1) nabycia akcji w celu zapobieżenia bezpośrednio zagrażającej spółce poważnej szkodzi,
- 2) nabycia akcji, które mają być zaoferowane do nabycia pracownikom lub osobom, które były zatrudnione w spółce lub spółce z nią powiązanej przez okres co najmniej trzech lat,
- 3) spółki publicznej, nabywającej akcje w celu wypełnienia zobowiązań wynikających z instrumentów dłużnych zamiennych na akcje,
- 4) nabycia akcji w drodze sukcesji uniwersalnej,
- 5) instytucji finansowej, która nabywa za wynagrodzeniem w pełni pokryte akcje na cudzy rachunek celem ich dalszej odsprzedaży,
- 6) nabycia akcji w celu ich umorzenia,
- 7) nabycia w pełni pokrytych akcji w drodze egzekucji celem zaspokojenia roszczeń spółki, których nie można zaspokoić w inny sposób z majątku akcjonariusza.

O ile sytuacje określone przepisami prawa stanowią zamknięty obszar możliwych zdarzeń, o tyle rzeczywistość gospodarcza pozwala dość aktywnie dopasować ten instrument do celów i oczekiwań stawianych przez spółki. Wykup akcji może być wykorzystywany dla następujących potrzeb podmiotu gospodarczego⁹:

- 1) wewnętrznych:
 - a) wypłata wolnej gotówki,
 - b) zmiana struktury kapitału,
 - c) zmiana struktury właścicielskiej,
- 2) zewnętrznych:
 - a) stabilizacja rynkowych cen akcji,
 - b) poprawa wskaźników rynkowych.

Wykup akcji własnych zmniejsza ilość wolnej gotówki pozostającej do dyspozycji zarządu, a zatem wykup akcji własnych w celu wypłaty gotówki na rzecz akcjonariuszy może być narzędziem dyscyplinującym wykorzystywanym w teorii agencji. Wypłata gotówki zmniejsza wówczas swobodę działania zarządu, nastawiając wysiłki na zwiększenie efektywności pozostałego kapitału zainwestowanego w spółkę.

⁸ Ustawa z 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych. Dz.U. nr 94, poz. 1037 z późn. zm., art. 362, § 1.

⁹ B. Horbaczewska: Przyczyny nabywania akcji własnych. Referat wygłoszony na seminarium naukowym pt. „Rynek finansowy w Polsce i na świecie – jak mądrze inwestować” zorganizowanym w dniu 28.05.2009 r. przez Katedrę Zarządzania Finansami Przedsiębiorstwa SGH w Warszawie.

Wykorzystując wykup akcji własnych w celu przekazania wolnej gotówki na rzecz akcjonariuszy, należy zwrócić uwagę, że jest to decyzja wtórna¹⁰. Spółka musi w pierwszej kolejności zdecydować o ilości wolnej gotówki oraz kierunku jej przeznaczenia (inwestycje czy przekazanie właścicielom). Jeśli spółka zdecyduje o przeznaczeniu gotówki na rzecz akcjonariuszy, to staje przed wyborem sposobu transferu: dywidenda czy wykup akcji.

Zmiana struktury kapitału wiąże się ze zmianą relacji między kapitałami własnymi i obcymi. Wykup akcji własnych zmniejsza wartość kapitałów własnych, zmniejszając także ich udział w kapitałach ogółem. Działanie takie powinno wystąpić wyłącznie wtedy, gdy będzie się wiązać z pozytywnymi efektami dźwigni finansowej, zgodnie z którą zwiększenie udziału zadłużenia powinno prowadzić do zwiększenia rentowności kapitałów własnych (ROE) i zmniejszenia przeciętnego kosztu kapitału całkowitego (WACC). Tylko w takich przypadkach wykup akcji własnych ma sens ekonomiczny.

Zmiana struktury właścicielskiej za pośrednictwem wykupu akcji własnych ma prowadzić do wyeliminowania pewnej (niezadowolonej) grupy akcjonariuszy i wzmocnienia siły pozostałych (lojalnych) właścicieli. Wykup akcji może być więc stosowany w sytuacji, gdy spółka jest zagrożona wrogim przejęciem (np. Emperia). Przy dużym rozproszeniu własności, po dokonaniu wykupu akcji własnych, nawet akcjonariusze mniejszościowi mogą zyskać znaczący wpływ na treść podejmowanych uchwał.

Działania związane z wykupem akcji są także spójne z założeniami teorii klienteli, która zakłada, że spółki przyciągają w struktury akcjonariatu właścicieli o określonych preferencjach. Akcjonariusze preferujący spółki dokonujące wykupów akcji własnych będą nabywali ich akcje w celu skorzystania z możliwości uczestniczenia w procesie wykupu.

Wykup akcji stosowany w celu zmiany struktury właścicielskiej umożliwia też tworzenie własności wewnętrznej. Wykup akcji może nastąpić w związku z realizowaniem programów motywacyjnych dla pracowników (menedżerów) spółek. Podstawą dla takich działań jest znowu teoria agencji, która zakłada, że menedżerowie będący jednocześnie właścicielami mają większą motywację do realizowania działań zgodnie z wyznaczonymi celami – w wyniku tego zostają zmniejszone koszty agencji.

Stabilizacja rynkowej ceny akcji wiąże się z oddziaływaniem wykupów akcji własnych na kursy akcji. Aspekt ten jest związany z teorią asymetrii informacyjnej oraz hipotezy sygnalizacji, zgodnie z którą zarząd jest lepiej poinformowany niż akcjonariusze zewnątrzni i poprzez swoje decyzje i działania wysyła sygnał o aktualnej sytuacji spółki. Również decyzja o wykupie może być takim sygnałem, a w szczególności sygnałem o niedowar-

¹⁰ Ibid.

tościowaniu (a więc dużej atrakcyjności) akcji danej spółki. Zarząd nie zdecydowałby się bowiem na wykup akcji, gdyby kurs był zbyt wysoki w stosunku do wewnętrznej wartości. Przekazanie sygnału o niedowartościowaniu akcji przyciąga inwestorów zainteresowanych poszukiwaniem niedowartościowanych akcji, zwiększając na nie popyt i w konsekwencji kursy akcji.

Poprawa wskaźników rynkowych wiąże się głównie z wykupem akcji własnych w celu umorzenia. W efekcie zmniejsza się liczba akcji wyemitowanych przez spółkę z zachowaniem stałości wielkości osiąganych przez spółkę efektów finansowych i dochodów. Konsekwencją takich działań jest automatyczna poprawa przede wszystkim wskaźników wskazujących relację wysokości zysków przypadających na jedną akcję (EPS), a także rentowności kapitałów własnych (ROE). Ponieważ wskaźniki te są ważne dla wielu inwestorów giełdowych, więc zwiększenie ich poziomu może zachęcać potencjalnych inwestorów do nabywania akcji, co może wywierać presję na kursy giełdowe, zwiększając tym samym wartość wskaźnika odzwierciedlającego relację kursu giełdowego do zysku przypadającego na akcję (P/E).

Chociaż wydaje się, że spółki mogą dokonywać wyboru spośród wymienionych powyżej celów, to jednak zastosowanie jednego z rozwiązań może pociągać skutek w postaci innego, np. wypłata nadwyżkowej gotówki pociąga za sobą także zmiany w strukturze kapitału, w podstawowych wskaźnikach finansowych (ROE, D/E) i jednocześnie w strukturze własnościowej. Podobnie jak wykup akcji w celu przekazania sygnału o niedowartościowaniu akcji powoduje konkretne zachowania akcjonariuszy oraz zmianę kursu giełdowego akcji, a tym samym zmienia także wartości wskaźników rynkowych.

Podjęwając więc decyzje o wykupie akcji, należy rozważyć pełne spektrum możliwych skutków w celu przygotowania spółki na ewentualne efekty zastosowanych rozwiązań.

3. Wykup akcji własnych jako substytut dywidendy

W świetle powyżej wskazanych zastosowań wykupów akcji własnych można stwierdzić, że wykup może być alternatywą dla dywidendy tylko wtedy, gdy osiąga te same cele i prowadzi do takich samych skutków, jak wypłata dywidendy. Wykorzystywanie wykupu akcji własnych jest zgodne z teorią substytucji tylko wtedy, gdy jest możliwe alternatywne stosowanie wykupu akcji własnych oraz dywidendy dla osiągnięcia tego samego celu.

Wykup akcji stanowi z pewnością substytucję dywidendy, gdy spółka dąży do wypłaty nadwyżkowej gotówki dla akcjonariuszy oraz gdy dąży do zmiany struktury kapitału. Zarówno dywidenda, jak i wykup akcji własnych prowadzą do zmniejszenia poziomu gotówki w spółce. Prowadzi to także do zmniejszenia wartości i udziału kapitału własnego, a w konsekwencji do zmiany struktury kapitału.

Pozostałe przypadki, w których spółka może podjąć decyzję o wykupie akcji własnych, wyłączają alternatywne stosowanie wypłaty dywidendy. Może to oznaczać, że jeśli przedsiębiorstwa traktują wypłatę dywidendy i wykup akcji jako substytut, to tylko wówczas, gdy zamierzają dokonać transferu dochodu i gotówki na rzecz akcjonariuszy. Należy jednak zwrócić uwagę na to, że wykupy akcji służą także innym celom. Stąd też obydwie te instrumenty są raczej wykorzystywane w odmiennych celach i nie stanowią alternatywnego instrumentu służącego realizacji jednego celu (alternatywy dla wypłat dywidend w celu transferu dochodu i gotówki dla akcjonariuszy).

Podsumowanie

Zwiększenie popularności wykupów akcji własnych zwiększyło również zainteresowanie tą problematyką. Analiza problemu pozwoliła stwierdzić, że wykupy akcji mogą stanowić substytut dla wypłat dywidend. Jednak takie stwierdzenie jest możliwe w sytuacji, gdy dotyczy to przekazania gotówki na rzecz inwestorów. Należy jednak zwrócić uwagę, że wykupy akcji służą znacznie szerszemu spektrum celów, niż tylko przekazanie gotówki na rzecz właścicieli.

Należy także nadmienić, że coraz większe znaczenie wypłat dywidend i wykupów akcji własnych w ostatnich latach wpisuje się w ogólne tendencje wzmacniania roli rynków finansowych w gospodarce¹¹. Te dwa instrumenty służą bowiem przekazywaniu gotówki z przedsiębiorstw (sfery realnej) do inwestorów (sfery finansowej). Przekazywanie gotówki w kierunku rynków finansowych doprowadziło do powstania presji popytowej na instrumenty finansowe i do wzrostu ich cen w oderwaniu od faktycznych wyników finansowych podmiotów gospodarczych. Spowodowało to także zmiany struktury dochodów osobistych poprzez zmniejszenie znaczenia dochodów z pracy i zwiększenie dochodów z kapitału.

Biorąc pod uwagę powyższe, na podstawie analiz teoretycznych można stwierdzić, że wykupy akcji własnych spełniają znacznie więcej celów niż dywidendy, a zatem te dwa instrumenty nie mogą być traktowane jako alternatywne. Jednak w praktyce podmiotom gospodarczym w większym stopniu chodzi o realizację jednego celu, jakim jest transfer gotówki. Z tego punktu widzenia wykupy akcji własnych stanowią substytut dywidend. Ze względu na fakt, że wykupy akcji pozwalają zrealizować także inne cele niż transfer gotówki, ich popularność systematycznie się zwiększała.

¹¹ P.H. Dembinski: *Finanse po zawale. Od euforii do gospodarczego ładu*. Studio Emka, Warszawa 2011.

Bibliografia

- Bagwell L., Shoven J.: Cash Distribution to Shareholders. „Journal of Economic Perspectives” 1989, Vol. 3.
- DeAngelo H., DeAngelo L., Skinner D.J.: Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings. „Journal of Financial Economics” 2004, Vol. 72.
- Dembinski P.H.: Finanse po zawale. Od euforii do gospodarczego ładu. Studio Emka, Warszawa 2011.
- Demos T.: Surge in Buy-backs by US Companies. „The Financial Times” z 19.08.2011.
- Fama E.F., French, K.R.: Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? „Journal of Financial Economics” 2001, Vol. 60.
- Grullon G., Michaely R.: Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis. „The Journal of Finance” 2002, Vol. 57.
- Horbaczewska B.: Przyczyny nabywania akcji własnych. Referat wygłoszony na seminarium naukowym pt. „Rynek finansowy w Polsce i na świecie – jak mądrze inwestować” zorganizowanym w dniu 28.05.2009 r. przez Katedrę Zarządzania Finansami Przedsiębiorstwa, SGH, Warszawa.
- Hrdlicka Ch.: Finding the Disappearing Dividends: Stock Repurchaser Characteristic, and Their Increasing Propensity to Pay. Working paper 2006.
- Szablewski A.: Dywidenda i wykup akcji. „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2007, nr 2.
- Ustawa Kodeks spółek handlowych z 15 września 2000 r. Dz.U. nr 94, poz. 1037 z późn. zm.
- www.GPWInfostrefa.pl.
- www.gpw.pl.

BUY BACK AND DIVIDEND – SUBSTITUTABLE OR COMPLEMENTARY WAY OF TRANSFERRING CASH TO SHAREHOLDERS

Summary

Buy backs has become more common. The amount of money transferred to shareholders by using this way is still growing. It is especially true while talking about the United States and Poland. However, the number of companies paying dividends is declining in the United States while in Poland the number of companies paying dividend and is getting bigger. That's why it is worth to consider the reasons and relationship between these two ways of distributing cash to shareholders.

This article focuses on the reasons and aims to be met by usage of dividends and buy backs. After thorough analysis it is possible to state that buy backs plays more complicated role than distributing cash to shareholders.

Sławomir Zarębski
Uniwersytet Szczeciński

FORMALIZACJA POLITYKI DYWIDEND W POLSKICH SPÓŁKACH PUBLICZNYCH

Wprowadzenie

Pomimo iż dywidendy towarzyszą spółkom akcyjnym od początku ich istnienia¹, a decyzje dotyczące polityki dywidend – zgodnie z niemal powszechną opinią praktyków gospodarczych – wpływają znacząco na efektywność gospodarki finansowej spółek, zagadnienie wypłat inwestorskich² pozostaje obszarem licznych kontrowersji teoretycznych. Sprzeczne ze sobą teorie naukowe i wieloznaczne wyniki badań empirycznych skutkują wysoką temperaturą nierozstrzygalnych, jak dotąd, sporów odnoszących się choćby do czynników determinujących tę politykę czy jej wpływu na wartość spółki. Historyczne już, ukute przez Blacka określenie „zagadki dywidend” (dividend puzzle) wciąż pozostaje aktualne³. W takiej sytuacji opis konkretnych praktycznych sposobów rozwiązywania problemów związanych z płatnościami spółki wobec akcjonariuszy oraz badanie poszczególnych decyzji dokonywanych w spółkach pozostaje ważnym obszarem analizy płatności inwestorskich.

Jedną z ważnych decyzji, jakie zapadają w spółkach w zakresie polityki dywidend, jest sposób i zakres formalizacji decyzji dotyczących tej polityki. Przedmiotem artykułu jest prezentacja zróżnicowania, jakie występuje w tym zakresie w polskich spółkach giełdowych.

1. Podstawowe decyzje polityki dywidend w spółkach

Praktyka polityki dywidend w przedsiębiorstwach jest kształtowana w procesach wypracowywania i realizacji konkretnych decyzji przez odpowiednie organy statutowe spółek (walne zgromadzenia udziałowców, rady nadzor-

¹ Zarzys ponad 300-letniej ewolucji instytucji dywidend i polityki dywidend spółek znajduje się m.in. w: E. Benrud: *The Historical Evolution of Dividends*. W: *Dividends and Dividend Policy*. Red. H.K. Baker. John Wiley & Sons, Hoboken, USA 2009, s. 21-34, a także w: G.M. Frankfurter, B.G. Wood: *The Evolution of Corporate Dividend Policy*. „Journal of Financial Education” 1997, No. 23:1, s. 16-33.

² Polityka dywidend może być rozumiana w wąskim znaczeniu, jako odnosząca się wyłącznie do pochodzących z zysku regularnych płatności gotówkowych firmy wobec akcjonariuszy, lub w znaczeniu szerszym (często występującym w literaturze fachowej) obejmującym, poza płatnościami gotówkowymi, także inne formy rozliczeń spółki z jej właścicielami (takie jak: wykup akcji własnych, dywidendy specjalne lub akcyjne). W artykule przyjęto to drugie rozumienie, które będzie używane zamiennie z pojęciem polityki wypłat inwestorskich.

³ F. Black: *The Dividend Puzzle*. „Journal of Portfolio Management” 1976, No. 2, s. 5-8.

cze, zarządy). Decyzje takie stanowią zespół zróżnicowanych, ale logicznie powiązanych i zhierarchizowanych rozstrzygnięć służących wypracowaniu optymalnych ekonomicznie rozwiązań, maksymalizujących użyteczność dla właścicieli spółki. Najważniejsze decyzje dotyczące obszaru szeroko rozumianej polityki dywidend obejmują m.in. takie zagadnienia, jak⁴:

- 1) decyzje określające miejsce polityki dywidend w polityce finansowej przedsiębiorstwa,
- 2) wybory w zakresie formy prowadzenia polityki dywidend w firmie,
- 3) wybory dotyczące podstawowego mechanizmu dystrybucji i zakresu wykorzystywania alternatywnych form płatności,
- 4) decyzje wyznaczające długoterminowe cele (wzorce) wypłat dywidend oraz sposoby reagowania na brak możliwości wykonania założonych celów.

Objęte analizą zagadnienie formalizacji polityki dywidend w spółkach, choć powiązane z każdą z przedstawionych powyżej decyzji polityki dywidend, stanowi element kompleksu zagadnień dotyczących formy prowadzenia tej polityki. Decyzje takie obejmują m.in. zagadnienie posiadania (lub nieposiadania) sformalizowanej polityki dywidend, czyli oficjalnie zadeklarowanego przez władze spółki sposobu podejmowania decyzji w kwestiach rozliczeń finansowych spółki z jej akcjonariuszami. Przybierają one zwykle formę odpowiedniej deklaracji lub dokumentu.

2. Polityka dywidend w wybranych polskich spółkach giełdowych

Przedmiotem analizy są polskie spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Analizą objęto kilka kluczowych elementów związanych ze sposobem formalizowania przez spółki swojej polityki dywidend, zwłaszcza zagadnienia: posiadania przez spółki oficjalnego dokumentu (lub deklaracji) specyfikującego podstawowe zasady polityki wypłat inwestorskich; formy takiego dokumentu lub deklaracji oraz zawartości (treści) takich dokumentów lub deklaracji (czy formułują one jakieś zasady ogólne dotyczące tej polityki; w jaki sposób opisują wielkość, formę i częstotliwość wypłat; jaki jest zakres czasowy dokumentu; czy i ewentualnie w jaki sposób określają one ograniczenia płatności w kolejnych okresach). Wszystkie wykorzystane w tym rozdziale informacje dotyczące polityki dywidend polskich przedsiębiorstw giełdowych pochodzą z oficjalnych dokumentów spółek lub z informacji uzyskanych przez autora w poszczególnych spółkach⁵.

⁴ H. Servaes, P. Tufano: Corporate Dividend Policy. The Theory and Practice of Corporate Dividends and Share Repurchase Policy. Deutsche Bank Liability Strategies Group, Frankfurt 2006.

⁵ Źródłem wielu informacji są także strony internetowe spółek, które w zakładkach dotyczących relacji inwestorskich zawierają zwykle podstawowe informacje dotyczące polityki wypłat dywidend i prezentują dane liczbowe dotyczące historii wypłat inwestorskich.

2.1. Posiadanie sformalizowanych zasad polityki dywidend

Część polskich spółek giełdowych formułuje podstawowe zasady płatności wobec akcjonariuszy w postaci odpowiednich deklaracji lub dokumentów spółki, nadając im charakter mniej lub bardziej oficjalny. Najczęstszym sposobem deklarowania swojej polityki dywidend są w polskich spółkach odpowiednie uchwały zarządów. Na przykład w PZU polityka wypłat inwestorskich została sformułowana uchwałą zarządu spółki (11 maja 2011). Kolejną spółką, która sformalizowała swoją politykę dywidend, nadając jej rozbudowaną, systemową formę, jest MCI Management (czerwiec 2011). Agora sformułowała politykę dywidendową także uchwałą zarządu w 2005 r. Polityka dywidend rzadko w polskich realiach jest wprowadzana do ogólnej strategii finansowej spółki. Ewenementem w tym zakresie jest Lotos, który wprowadził założenia polityki dywidend do „Strategii Grupy Kapitałowej Grupy LOTOS S.A.”. W innych spółkach brakuje formalnej deklaracji dotyczącej rekomendacji w zakresie poziomu wypłat inwestorskich. W tych podmiotach gospodarczych zarządy spółek każdego roku podejmują odrębną uchwałę o rekomendacji wysokości wypłaty dywidendy (np. TP SA).

Deklaracje dotyczące polityki dywidend mogą zawierać ograniczenie czasowe jej obowiązywania lub mieć charakter bezterminowy obowiązujący do momentu wypracowania nowych zasad lub do formalnego odwołania tej polityki. Polityka dywidend spółki MNI obejmuje okres lat obrotowych 2011-2016. Założenia polityki dywidend w Lotosie są składnikiem strategii obowiązującej do 2015 r. Natomiast uchwała zarządu Agory dotycząca polityki dywidend jest bezterminowa. Podobny charakter mają polityki dywidend m.in. w takich spółkach, jak: PZU, TVN, PKN Orlen czy Netmedia.

2.2. Ogólne zasady polityki dywidend w spółkach

Polskie spółki nie deklarują się z zasady jawnie i oficjalnie jako spółki wzrostowe lub dochodowe. Charakter spółki może być niekiedy odczytywany w sposób dorozumiany, gdy polityka dywidend jest sformułowana w taki sposób, iż stanowi czytelną wskazówkę dla aktualnych i potencjalnych inwestorów. Przykładem może być giełdowa spółka Netmedia, która swoją politykę relacji finansowych z udziałowcami formułuje w sposób świadczący o jej wzrostowym charakterze. Deklaruje ona, iż priorytetem dla grupy jest dynamiczny rozwój i zdobywanie jak najlepszych pozycji rynkowych, rekomendując – korzystniejsze jej zdaniem dla akcjonariuszy – pozostawianie wypracowanych zysków w spółce i przeznaczanie ich na rozwój firmy. Z kolei PKN Orlen deklaruje jasno, iż zamierza być spółką o charakterze dywidendowym. Spółka definiuje podstawowe planowane kierunki strumieni pieniężnych uzyskiwanych z osiągniętych, umieszczając obok redukcji zadłużenia oraz środków na

rozwój koncernu także dywidendy dla akcjonariuszy. Najczęściej jednak deklaracje dotyczące polityki dywidend nie są tak jednoznaczne. Przykładowo uchwała zarządu spółki Agora deklaruje koncentrację na rozwoju jako swoim nadrzędnym celu, jednocześnie jednak zapewniając przekazywanie akcjonariuszom nadwyżki wolnych środków pieniężnych.

Polityka dywidend może także oznaczać mniej lub bardziej formalną deklarację rezygnacji z wypłat dywidend. Przykładem spółki, która literalnie formułuje swoją niechęć do realizowania wypłat inwestorskich w postaci rocznej dywidendy gotówkowej, jest wspomniana już spółka Netmedia. Niekiedy charakter spółki może być odczytany nawet bez posiadania sformalizowanej polityki dywidend, zwłaszcza gdy spółka charakteryzuje się wieloletnią historią wypłat (lub ich brakiem). Przykładami firm konsekwentnie realizujących swoje relacje z inwestorami, bazując na długotrwałym unikaniu wypłat dywidendy, są na polskiej giełdzie m.in. BRE Bank i Echo Investment. Kolejna z wiodących na polskiej giełdzie spółek – Telekomunikacja Polska, prowadzi odmienną politykę dywidend. Polityka ta nie została formalnie opisana w dokumentach spółki, jednak firma w sposób bardzo konsekwentny prowadzi regularne wypłaty, oferując swoim akcjonariuszom regularne i utrzymywane na stałym poziomie dywidendy.

2.3. Określenie poziomu i formy wypłat inwestorskich

W deklaracjach i dokumentach dotyczących polityki dywidend w polskich spółkach zagadnienie poziomu wypłat stanowi podstawowy i stały element, jednak sposób określenia tego poziomu jest zróżnicowany w poszczególnych spółkach. Najczęściej przybiera on postać określonego ułamka zysku netto osiągniętego przez spółkę w danym roku księgowym.

Wskaźnik poziomu wypłat dywidendy może mieć formę jednostkowej liczby, przedziału liczbowego lub granicy liczbowej. Przykładowo Lotos zakłada wypłatę dywidendy w wysokości do 30% zysku netto. Zarząd spółki ENEA deklaruje natomiast w swojej polityce dywidend wnioskowanie o wypłacanie akcjonariuszom dywidendy na poziomie od 30% do 60% zysku netto, wykazanego w jednostkowym sprawozdaniu finansowym spółki. Władze spółki TVN deklarują poziom wypłat od 30% do 50% rocznego zysku netto. Grupa Kęty, która należała do spółek najwcześniej (już w 2001 r.) deklarujących wypłaty regularnych dywidend dla akcjonariuszy, zobowiązywała się do corocznych wypłat inwestorskich na poziomie 50% zysku netto. Polityka spółki MCI zakłada, iż wartość dywidendy proponowanej do wypłaty za określony rok będzie stanowić każdorazowo maksymalnie 33% wartości zysku netto osiągniętego przez grupę w danym roku. W PZU wysokość dywidendy nie może być niższa niż 50% i nie wyższa niż 100% zysku netto. Spółka MNI w formalnej deklaracji zarządu spółki zakłada przeznaczanie na dywidendę co najmniej 30% zysku netto.

Znacząca mniejszość spółek formułuje zasady polityki dywidend, odnosząc je nie do części zysków spółki, ale do pewnej stałej wielkości lub stałej stopy wzrostu, np. (niepisana) polityka dywidend w TP SA uznaje, iż najważniejszym elementem polityki wypłat w spółce jest utrzymywanie stałego poziomu dywidendy w wysokości 1,5 zł na akcję (taki poziom dywidendy utrzymuje się począwszy od 2007 r.).

Oryginalny, w stosunku do innych polskich spółek, sposób wyznaczania poziomu dywidend ma PKN Orlen – spółka ta przewiduje określanie rekomendowanego poziomu dywidend w relacji nie do poziomu uzyskanego zysku netto, ale w odniesieniu do wielkości wolnych przepływów pieniężnych dla akcjonariuszy po realizacji budżetu inwestycyjnego i optymalizacji struktury kapitałowej, czyli tzw. wskaźnika FCTE (Free Cash-Flow to Equity). Podstawowym założeniem polityki w PKN Orlen jest rekomendacja przez zarząd wypłaty dywidendy na poziomie co najmniej 50% wskaźnika FCFE.

Nietypowym dla polskich spółek przykładem jest także polityka wypłat inwestorskich w KGHM Polska Miedź S.A. Spółka ta określa swoją politykę dywidend – przynajmniej w zakresie określenia poziomu wypłat – w sposób bardzo szczegółowy. Zalecenie dotyczące rekomendacji przez zarząd spółki wysokości dywidend rocznych zostało określone w postaci rozbudowanej tabeli wypłat.

Dokumenty dotyczące zasad polityki dywidend w polskich spółkach giełdowych ogólnie dotyczą klasycznych dywidend wypłacanych jeden raz w roku w formie gotówkowej. Inne formy wypłat inwestorskich są w tych dokumentach wzmiankowane jedynie sporadycznie. Agora dopuszcza „przedkładanie sporadycznie WZA wniosków o dodatkowy zwrot nadwyżki wolnych środków akcjonariuszom poprzez wykup akcji w celu ich umorzenia, inicjując programy nabywania własnych akcji”. Możliwości zastosowania dywidendy o charakterze niegotówkowym również pojawiają się tylko wyjątkowo. Na przykład polityka dywidend spółki MCI „dopuszcza także możliwość wypłaty części dywidendy w formie dystrybucji aktywów stanowiących do 50% wartości dywidendy wypłacanej za dany rok (w postaci akcji spółek lub certyfikatów funduszy notowanych na GPW w Warszawie)”⁶.

2.4. Ograniczenia w realizacji planu wypłat

Specyfikacja warunków, od jakich jest uzależniona realizacja wypłaty dywidendy w konkretnym roku, jest stałym składnikiem deklaracji i dokumentów opisujących politykę dywidend w poszczególnych spółkach. Część polskich

⁶ Analizę możliwości wykorzystania alternatywnych form płatności inwestorskich przedstawiono m.in. w: S. Zarębski: Wykup akcji własnych jako forma płatności inwestorskich w małych spółkach giełdowych. Zeszyty Naukowe US, „Mikrofirma 2010”, Szczecin 2010, s. 234 oraz S. Zarębski: Dywidendy specjalne jako forma płatności inwestorskich w małych i średnich spółkach kapitałowych. Zeszyty Naukowe US, „Mikrofirma -2011”, Szczecin 2011, s. 225.

spółek giełdowych formułuje te ograniczenia w sposób ogólny i standardowy. Polityka dywidend spółki Lotos zastrzega, iż wysokość dywidendy jest ustalana z uwzględnieniem kondycji finansowej i programów rozwojowych spółki. Relatywnie prosto formułuje swoją politykę dywidend także ENEA. Zasadą polityki tej spółki w zakresie dywidendy jest realizowanie wypłat „stosownie do wielkości wypracowanego zysku i możliwości finansowych (związanych z koniecznością zapewnienia płynności finansowej oraz kapitału niezbędne do rozwoju)”. Podobnie formułuje swoją politykę dywidend TVN. Spółka uzależnia wypłatę dywidendy od możliwości finansowych, wskaźników zadłużenia i poziomu kapitału rezerwowego. W Agorze wniosek o wypłatę dywidendy zależy od „oceny wyników i perspektyw Spółki oraz od warunków rynkowych”.

W niektórych spółkach ograniczenia w wypłacie dywidendy sformułowane w polityce wypłat inwestorskich mają charakter bardziej rozbudowany i specyficzny. Przykładem jest polityka wypłat inwestorskich PZU. Wypłata dywidend ma być powiązana z normami ostrożnościowymi ustanowionymi dla polskiego rynku ubezpieczeniowego i z ochroną swojego ratingu. Inną firmą, która sankcjonuje rozbudowane warunki ograniczające wypłaty dywidend, jest spółka MCI. Uchwała spółki o przyjęciu założeń polityki dywidendowej warunkuje wypłatę dywidendy szczegółowymi ograniczeniami dotyczącymi poziomu zadłużenia spółki i prognozami PKB.

Podsumowanie

1. Przedstawione przykłady polityk dywidend realizowanych w praktyce przez polskie spółki giełdowe wskazują na zróżnicowane podejście nie tylko do samej polityki dywidend, ale także do problemu jej formalizacji.
2. Można wyróżnić kilka zasadniczych sposobów deklarowania polityki dywidend w analizowanych spółkach. Najważniejszy podział, wśród podmiotów, które mniej lub bardziej regularnie dokonują wypłat gotówkowych, dotyczy dwóch kategorii spółek:
 - takich, które posiadają oficjalną, usankcjonowaną oficjalnymi dokumentami politykę wypłat inwestorskich,
 - takich, które – nie formalizując sposobu wypłat dywidend – realizują de facto planowo i systematycznie pewne przyjęte założenia dotyczące tej sfery relacji między spółką a jej akcjonariuszami.
3. Sposób formalizacji polityki dywidend jest również zróżnicowany, przyjmując m.in. formę:
 - elementu wieloletniej strategii rozwojowej spółki,
 - oficjalnego dokumentu, zwykle specjalnej uchwały zarządu danej spółki,

- deklaracji władz spółki pojawiającej się w nieoficjalnych dokumentach (np. specjalny komunikat lub informacja na stronach internetowych),
 - nieoficjalnych deklaracji członka władz spółki (lub całego zarządu) wobec akcjonariuszy lub mediów.
4. Zróżnicowany jest także zakres formalizacji. Może on obejmować:
- ogólną deklarację spółki dotyczącą filozofii finansowych relacji z akcjonariuszami,
 - poziom wypłat dywidendy, przybierając najczęściej postać: konkretnej pojedynczej wartości (np. procentu od zysku netto); przedziału liczbowego (zwykle także związanego z ułamkiem osiągniętego w danym okresie zysku netto); szczegółowego schematu wypłat; formy tych wypłat (ograniczenie do regularnej rocznej dywidendy gotówkowej lub rozszerzenie metod rozliczeń firmy z jej akcjonariuszami np. o dywidendy dodatkowe, dywidendy akcyjne czy wykup akcji własnych); sposobu wypłaty (np. jeden raz w roku lub częściej); warunków niezbędnych do realizowania dywidendy w danym roku; procedur uchwalenia dywidendy w danym roku; okresu, w jakim dana polityka będzie prowadzona; metod kalkulacji wypłat.
5. Poziom wypłat odnosi się zwykle do wysokości zysku netto, ale przybiera też czasem bardziej oryginalne formy, np. zmodyfikowanej stopy procentowej EURIBOR czy też wskaźnika FCTE. Formalne zapisy polityki dywidend spółek znacznie się różnią także w zakresie opisanych w nich wymogów (ograniczeń) wypłat dywidend w konkretnych latach obrotowych.
6. Poprzez zróżnicowanie poziomu formalizacji swojej polityki dywidend poszczególne firmy usiłują, jak się wydaje, dokonywać wyborów związanych z optymalnym poziomem uelastycznienia tej polityki – zależnego od oczekiwań akcjonariuszy i adekwatnego do wewnętrznych i zewnętrznych uwarunkowań funkcjonowania konkretnego przedsiębiorstwa. Ostateczna jednak odpowiedź na pytanie o sens formalizacji polityki dywidend wymaga bardziej gruntownej empirycznej weryfikacji.

Bibliografia

- Benrud E.: The Historical Evolution of Dividends. W: Dividends and Dividend Policy. Red. H.K. Baker. John Wiley & Sons, Hoboken, USA 2009.
- Black F.: The Dividend Puzzle. „Journal of Portfolio Management” 1976, No. 2.
- Frankfurter G.M., Wood B.G.: The Evolution of Corporate Dividend Policy. „Journal of Financial Education” 1997, No. 23:1.

Servaes H., Tufano P.: Corporate Dividend Policy. The Theory and Practice of Corporate Dividends and Share Repurchase Policy. Deutsche BankLiability Strategies Group, Frankfurt 2006.

Zarębski S.: Wykup akcji własnych jako forma płatności inwestorskich w małych spółkach giełdowych. Zeszyty Naukowe US, „Mikrofirma-2010”, Szczecin 2010.

Zarębski S.: Dywidendy specjalne jako forma płatności inwestorskich w małych i średnich spółkach kapitałowych. Zeszyty Naukowe US, „Mikrofirma-2011”, Szczecin 2011.

FORMALIZATION OF DIVIDEND POLICY IN POLISH PUBLIC COMPANIES

Summary

Article examines the issue of formalization the dividend policy by Polish listed companies. The analysis included some key elements of the formalization of dividend policy, especially: possession of an official document (or declaration), describing the payout policy principles; specific forms of such document or declaration and the contents of such documents. The study indicates a high level of diversification, concerning dividend policy formalization in polish public companies.

WSKAŹNIKI FINANSOWE PRZEDSIĘBIORSTW W WARUNKACH NIESTABILNOŚCI OTOCZENIA

Marek Czyż

Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu

DETERMINANTY PŁYNNOŚCI FINANSOWEJ PRZEDSIĘBIORSTW W WARUNKACH KRYZYSU

Wprowadzenie

Niewątpliwie celem każdego przedsiębiorstwa w gospodarce rynkowej jest powiększanie własnej wartości, a tym samym przynoszenie korzyści swoim właścicielom. Tak sformułowany cel ma oczywiste zalety, do których można zaliczyć: integrowanie zasad wyceny aktywów i pasywów ze współczesną teorią finansów, kompleksowość ujęcia dla właścicieli, prostotą wykorzystania do decyzji zarządczych czy uwzględnianie interesów stron zaangażowanych w działalność przedsiębiorstwa¹. Maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa ma swoje odzwierciedlenie w decyzjach finansowych i inwestycyjnych podmiotu gospodarczego. Istotnym przy tym aspektem realizacji celu głównego jest zarządzanie płynnością finansową. W czasach prosperity problem płynności finansowej jest jednak często ignorowany. Gdy przychody przedsiębiorstw dynamicznie rosną, polepszane są wskaźniki finansowe, a przedsiębiorstwa nie mają problemów z dostępem do źródeł finansowania, nacisk na zarządzanie płynnością słabnie. Zazwyczaj w okresach spowolnienia gospodarczego i kryzysu firmy zaczynają jednak zdawać sobie sprawę ze znaczenia płynności finansowej.

Kryzys na rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych wywołał niespotykane dotąd perturbacje finansowe. Reakcja łańcuchowa, jaka wówczas nastąpiła, doprowadziła do jednego z największych kryzysów w dziejach, rozlewając się na cały świat. Obecna sytuacja ekonomiczna charakteryzuje się spowolnieniem gospodarczym, deflacją, zredukowanymi stopami procentowymi, pogarszającą się sytuacją budżetów państw i innymi ekonomicznymi trudnościami². W tych realiach szczególnie istotne stało się przetrwanie podmiotów gospodarczych, co musi iść w parze z decyzjami w zapewnieniu płynności finansowej. Ważne jest przy tym poznanie, jakie czynniki odgrywają rolę w kształtowaniu płynności finansowej.

¹ D. Wędzki: Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003, s. 31.

² N. Chen, A. Mahajan: Effects of Macroeconomic Conditions on Corporate Liquidity – International Evidence. „International Research Journal of Finance and Economics” 2010, 35, s. 112.

Celem niniejszego artykułu jest analiza czynników, które determinują poziom płynności finansowej. Aby uchwycić warunki makroekonomiczne, w szczególności związane z kryzysem gospodarczym, skonstruowano model uwzględniający zarówno czynniki zewnętrzne, jak i wewnętrzne płynności finansowej. Zidentyfikowano siłę i kierunek wpływu wybranych czynników kształtujących płynność finansową przedsiębiorstw notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Wskazanie parametrów kształtujących płynność jest istotne dla podejmowania decyzji w kształtowaniu struktury kapitału obrotowego i doborze źródeł finansowania.

1. Płynność finansowa i czynniki ją kształtujące

Płynność finansowa przedsiębiorstw może być postrzegana w dwóch aspektach: majątkowym i majątkowo-kapitałowym. Płynność w aspekcie majątkowym oznacza zdolność aktywów do zamiany na środki pieniężne w jak najkrótszym czasie bez znaczącej utraty wartości. Z drugiej strony płynność majątkowo-kapitałowa to wzajemne relacje pomiędzy zobowiązaniami finansującymi majątek a majątkiem stanowiącym zabezpieczenie terminowej spłaty tych zobowiązań. Przy tym jednak można mówić o płynności długoterminowej, a więc długookresowej nadwyżki majątku nad zobowiązaniami, oraz krótkoterminowej, czyli bieżącej zdolności do płacenia bieżących zobowiązań (short-term solvency)³. Niektórzy autorzy identyfikują płynność jako zdolność do spłaty niespodziewanych wydatków gotówkowych⁴ czy też jako pozycję gotówkową (cash holdings) przedsiębiorstwa⁵.

W literaturze można się spotkać z utożsamianiem wypłacalności krótkoterminowej ze wskaźnikiem płynności bieżącej (current ratio)⁶. Wiąże się to z faktem, że przedsiębiorstwo w ostateczności może wykorzystać całe aktywa obrotowe do uregulowania bieżących zobowiązań. W czasie kryzysów jednakże istotne staje się utrzymywanie odpowiednich zasobów gotówki. Firmy mogą mieć wówczas – na skutek spadającej sprzedaży i w konsekwencji pogarszającej się sytuacji finansowej – ograniczony dostęp do zewnętrznych źródeł finansowania. Zmniejszona sprzedaż dóbr i usług może nie być w stanie wygenerować środków pieniężnych do regulowania zobowiązań, stąd utrzymywanie zwiększonego poziomu gotówki – choćby ze względów ostrożnościowych – staje się niezbędne.

³ D. Wędzki: Op. cit, s. 33.

⁴ L. Schall, C. Halley: Introduction to Financial Management. McGraw-Hill, New York 1991, s. 736.

⁵ K. Lins, H. Servaes, P. Tufano: What Driver Corporate Liquidity? An International Survey of Cash Holdings and Lines of Credit. „Journal of Financial Economics” 2010, 98, s. 161.

⁶ Por. B. Pomykalska, P. Pomykalski: Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 68; L.J. Gitman: Principles of Managerial Finance. Prentice Hall, Boston 2009, s. 58.

Badania pozycji gotówkowej przedsiębiorstw i czynników ją kształtujących zaczęły się pojawiać w latach 90. XX w. Istotny wkład do tej tematyki wniosły badania Oplera i innych⁷, którzy dokonali analizy czynników kształtujących poziom gotówki (mierzony wskaźnikiem udziału krótkoterminowych aktywów finansowych w aktywach ogółem pomniejszonych o krótkoterminowe aktywa finansowe) w firmach z USA w latach 1971-1994. W wyniku badania dowiedziano, że przedsiębiorstwa posiadające rozległy dostęp do rynków kapitałowych mają tendencję do utrzymywania mniejszego wskaźnika gotówki do aktywów, podczas gdy firmy z większymi perspektywami rozwojowymi, ale przy tym bardziej ryzykowne, mają względnie wysokie wskaźniki gotówki do aktywów.

Do podobnych wniosków doszli też Kim, Mauer i Sherman w 1998 r.⁸. Na podstawie badania danych panelowych 915 firm amerykańskich stwierdzili, że przedsiębiorstwa mające wyższe koszty finansowania zewnętrznego, większą zmienność zysków czy mniejszy zwrot z aktywów rzeczowych, utrzymują większy stan gotówki w relacji do aktywów. Udowodniono przy tym tezę, że przedsiębiorstwa kształtują płynność finansową również na podstawie oczekiwań co do przyszłych możliwości inwestycyjnych.

Powyższe wnioski wynikają z głównych motywów przetrzymywania gotówki. Wyróżnia się 3 takie motywy:

- transakcyjny,
- ostrożnościowy,
- spekulacyjny⁹.

Utrzymywanie zwiększonego poziomu płynnych aktywów finansowych jest kosztowne głównie z powodu niskiej stopy zwrotu z takiego kapitału czy wysokich kosztów transakcyjnych przy zamianie gotówki na bardziej rentowne krótkoterminowe papiery wartościowe. Niemniej jednak firmy utrzymują gotówkę ze względu na motyw transakcyjny, a więc związany z potrzebą bieżącego regulowania wydatków wynikających z działalności operacyjnej przedsiębiorstwa czy też z planowanych wydatków inwestycyjnych. Innym powodem utrzymywania gotówki jest motyw ostrożnościowy wynikający z niepewności co do wystąpienia nieprzewidzianych zdarzeń czy realizacji przepływów pieniężnych w przyszłości. Z kolei motyw spekulacyjny wiąże się z utrzymywaniem zwiększonej płynności w celu wykorzystania pojawiających się na rynku nieoczekiwanych możliwości inwestycyjnych. Jakkolwiek przy braku ograniczeń finansowych gotówka może być szybko i po korzystnej

⁷ T. Opler, L. Pinkowitz, R. Stulz, R. Williamson: The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings. NBER Working Paper 6234, October 1997.

⁸ C.S. Kim, D.C. Mauer, A.E. Sherman: The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence. „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1988, Vol. 33, No. 3.

⁹ M. Sierpińska, T. Jachna: Metody podejmowania decyzji finansowych. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 207.

cenie pozyskana na rynku finansowym, przez co jej poziom ogranicza się do celów transakcyjnych, to jednak w warunkach kryzysu ujawnia się konieczność zwiększonego poziomu aktywów finansowych.

Nie ulega więc wątpliwości, że na poziom płynności wpływają zarówno czynniki wewnętrzne, jak i zewnętrzne. Otwarte pozostaje pytanie o czynniki płynności finansowej w warunkach polskich, uwzględniając okresy perturbacji finansowych.

2. Model determinantów płynności finansowej przedsiębiorstw

Przedsiębiorstwa działające na rynku muszą uwzględniać w swoich decyzjach biznesowych zmienność otoczenia. Jedną z kluczowych decyzji są przy tym decyzje finansowe związane z poziomem utrzymywanej gotówki. Główną tezę niniejszego artykułu jest stwierdzenie, że firmy dostosowują poziom zasobów gotówkowych do warunków otoczenia zewnętrznego. Przykładowo w przypadku boomu gospodarczego firmy zwiększają poziom zasobów pieniężnych, by zapewnić finansowanie zyskownych projektów będących efektem większego wzrostu gospodarczego. Z kolei wzrost stóp procentowych powinien spowodować spadek poziomu utrzymywanej gotówki (nieoprocentowanej), gdyż jej przetrzymywanie staje się zbyt kosztowne. W tym samym czasie może się jednak zwiększyć udział aktywów gotówkowych oprocentowanych. W przypadku inflacji jej wzrost wywoła podobne efekty, a więc spadek poziomu gotówki. Zmienną, która również może wpływać na wielkość zasobów gotówkowych, jest deficyt sektora finansów publicznych. Jego zwiększenie może powodować wzrost stóp procentowych, a co za tym idzie – spadek poziomu gotówki.

Na podstawie tych rozważań przyjęto tezę, że oprócz czynników typowo wewnętrznych, wielkości makroekonomiczne również w sposób statystycznie istotny będą oddziaływać na poziom zasobów gotówkowych przedsiębiorstw. Do tych czynników zaliczono: dynamikę PKB (GDP), realną krótkoterminową stopę procentową (IR), inflację (CPI) oraz deficyt sektora finansów publicznych (w procentach PKB) (DEF).

Do czynników wewnętrznych zaliczono z kolei, bazując na literaturze, takie czynniki, jak: przepływy pieniężne, kapitał pracujący, wydatki inwestycyjne, wielkość zadłużenia, wypłacane dywidendy i wielkość przedsiębiorstwa¹⁰. Przepływy pieniężne (CF) określono jako sumę zysku netto przedsiębiorstwa i amortyzacji. Kapitał pracujący (NWC) to różnica pomiędzy aktywami obrotowymi a zobowiązaniami bieżącymi. Wydatki inwestycyjne (CAPEX)

¹⁰ Por. N. Chen, A. Machajan: Op. cit., s. 115.

określono jako wartość bezwzględną wydatków z działalności inwestycyjnej, określonych w sprawozdaniu z przepływów pieniężnych. Wielkość zadłużenia (LEV) jest reprezentowana przez wskaźnik udziału zobowiązań ogółem w aktywach ogółem. Wypłacana dywidenda (DIV) przyjmuje wartość 1, jeżeli firma wypłaciła w danym roku dywidendę, a wartość 0 w przypadku braku wypłaty dywidendy. Czynniki: CF, NWC oraz CAPEX zaprezentowano w postaci wskaźnika pokazującego ich udział w aktywach. Wielkość przedsiębiorstwa jest obrazowana przez 3 zmienne zero-jedynkowe reprezentujące klasy wielkości przedsiębiorstw: małe (SMALL), średnie (MED) i duże (BIG). Każda firma została przyporządkowana do odpowiedniej klasy wielkości na podstawie jej aktywów, przy czym za firmy małe przyjęto przedsiębiorstwa posiadające aktywa do wielkości stanowiącej 33 percentyl próby. Firmy średnie posiadają aktywa pomiędzy 33 a 66 percentylem, a pozostałe to firmy duże. Ogólne statystyki dotyczące czynników wewnętrznych zaprezentowano w tabeli 1.

Tabela 1

Podstawowe parametry statystyczne wskaźnika płynności finansowej przedsiębiorstw i czynników wewnętrznych (2004-2010)

Wyszczególnienie	CASH/ /Aktywa	CF/Aktywa	NWC/ /Aktywa	CAPEX/ /Aktywa	LEV	DIV
Średnia	0,1189	0,0475	0,1476	0,0969	0,4591	0,1160
Odchylenie standardowe	0,1531	0,4326	0,5140	0,1744	0,5349	0,3204
Mediana	0,0610	0,0718	0,1641	0,0450	0,4081	0,0000
Liczba obserwacji (firmy i lata)	1672	1672	1672	1672	1672	1672

Za zmienną zależną przyjęto wskaźnik udziału krótkoterminowych aktywów finansowych (CASH) w aktywach ogółem. Należy zaznaczyć, że tak obrana zmienna obejmuje zarówno gotówkę, jak i instrumenty finansowe przeznaczone do obrotu. Jest to zgodne z prezentowaną literaturą, w której bada się czynniki płynności finansowej.

Dane pozyskano z bazy NOTORIA prezentującej dane finansowe przedsiębiorstw notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie za okres 2004-2010. W ten sposób pozyskano pełne dane 240 przedsiębiorstw. Dane dotyczące wskaźników makroekonomicznych pochodzą z Głównego Urzędu Statystycznego¹¹.

¹¹ Roczne wskaźniki makroekonomiczne. http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PUBL_roczne_wskazniki_makroekonomiczne_cz_IV.xls, GUS.

Model regresji skonstruowano na podstawie danych panelowych, wykorzystując model efektów stałych (fixed-effects model), o następującej konstrukcji¹²:

$$\begin{aligned} cash_{it} = & \alpha + \beta_1 \frac{CF_{it}}{A_{it}} + \beta_2 \frac{NWC_{it}}{A_{it}} + \beta_3 \frac{CAPEX_{it}}{A_{it}} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 DIV_{it} \\ & + \beta_6 SMALL_{it} + \beta_7 MEDIUM_{it} + \beta_8 BIG_{it} + \gamma_1 GDP_t \\ & + \gamma_2 IR_t + \gamma_3 CPI_t + \gamma_4 DEF_t + u_i + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Równanie modelu uzależnia więc wartość wskaźnika udziału krótkoterminowych aktywów finansowych w aktywach i-tej firmy w roku t od czynników wewnętrznych (o parametrach β_1 do β_8) oraz zewnętrznych (γ_1 do γ_4). Wskaźnik udziału CF w aktywach zwiększa się w miarę powiększania przepływów pieniężnych (przy niezmiennych aktywach). Jako że przepływy te wpływają ostatecznie na ilość dostępnej gotówki, oczekuje się, że parametr β_1 będzie dodatni. Podobnej zależności należy oczekiwać w stosunku do NWC. Zwiększenie wartości składników majątku obrotowego powoduje bowiem zwiększone zapotrzebowanie na gotówkę, co powinno znajdować swoje odzwierciedlenie we wskaźniku gotówki. Oczekuje się, że stymulantami będą także wskaźniki CAPEX/Aktywa oraz wskaźnik zadłużenia ogólnego. Zwiększenie wydatków inwestycyjnych, o ile bezpośrednio ogranicza dostępną gotówkę, powoduje zwiększanie możliwości generowania przepływów pieniężnych, a poza tym wymaga dodatkowych źródeł finansowania, które powiększają zasoby gotówkowe firmy. Wzrost udziału długu powinien również dodatnio wpływać na poziom środków pieniężnych. Wynika to po pierwsze z faktu, że wzrost długu prowadzi bezpośrednio do wypłaty przedsiębiorstwu środków pieniężnych, a po drugie zwiększanie zobowiązań prowadzi do zwiększonego zapotrzebowania na środki pieniężne, co jest związane z koniecznością jego obsługi. Antystymulantem powinien być natomiast fakt płacenia dywidend. Jeżeli przedsiębiorstwo wypłaca dywidendę, to ogranicza to zasoby gotówkowe, jak również zmniejsza możliwości inwestycyjne, a w szczególności finansowanie ich zyskiem zatrzymanym. Dodatkowo można oczekiwać, że rozmiary firmy, wyrażone zmiennymi small, medium i big, będą różnicować poziom zasobów pieniężnych firmy. Im większa jest firma, tym łatwiejszy ma dostęp do zewnętrznych źródeł finansowania, a tym samym większe zasoby pieniężne.

¹² Por. N. Chen, A. Machajan: Op. cit., s. 116.

Czynniki zewnętrzne powinny z kolei mieć, jak założono w artykule, istotny wpływ na kształtowanie wskaźnika gotówki w przedsiębiorstwach. Zakłada się dodatnią relację pomiędzy dynamiką PKB a zmienną zależną oraz ujemną pomiędzy stopą procentową, inflacją i deficytem sektora publicznego.

Wyniki empiryczne

Tabela 2 prezentuje wyniki analizy regresji danych panelowych przy założeniu różnych wariantów modelu. Model 1 zawiera jedynie czynniki wewnętrzne. Model 2 uwzględnia z kolei jedynie parametry makroekonomiczne. Model 3 wyłącza parametry makroekonomiczne inne niż dynamika PKB. Model 4 uwzględnia wszystkie założone parametry.

Tabela 2

Wpływ zmiennych modelu na płynność finansową przedsiębiorstw

	(1)	(2)	(3)	(4)
CF/Aktywa	-0,0366 *** (0,0072)		-0,0366 *** (0,0076)	-0,0355 *** (0,0072)
NWC/Aktywa	0,2947 *** (0,0169)		0,2953 *** (0,0171)	0,3078 *** (0,0173)
CAPEX/Aktywa	0,04468 ** (0,0178)		0,0455 ** (0,0181)	0,0407 ** (0,0181)
LEV	0,2682 *** (0,0166)		0,2687 *** (0,0169)	0,2801 *** (0,0168)
DIV	-0,0278 (0,1190)		-0,0278 ** (0,01190)	-0,0228 * (0,0119)
SMALL	-0,0382 ** (0,0161)		-0,0379 ** (0,0162)	-0,0061 (0,0132)
MEDIUM	-0,0058 (0,0127)		-0,0056 (0,0127)	0,0109 (0,0131)
BIG	a		a	a
GDP		0,5576 (0,3590)	-0,0439 (0,1698)	1,1062 *** (0,3405)
IR		-0,9654 (0,6643)		-3,2046 *** (0,6741)
CPI		-0,7316 ** (0,3639)		-0,8980 *** (0,3298)
DEF		0,1551 (0,1950)		0,1473 (0,1765)
R ²	0,1877	0,0060	0,1877	0,2009
Liczba firm	240	240	240	240

Liczby w nawiasach oznaczają błąd standardowy, ***, ** i * – istotność parametru przy poziomach 1%, 5% i 10%, a – zmienną pominiętą.

Jak pokazują wyniki badań, we wszystkich wersjach modelu czynniki wewnętrzne są statystycznie istotne. Ważna ze względu na cel artykułu jest jednak zaobserwowana istotna zależność pomiędzy zmienną zależną a parametrami makroekonomicznymi. Z wybranych parametrów dynamika PKB, inflacja i stopa procentowa mają duży wpływ na kształtowanie się poziomu gotówki w przedsiębiorstwach. Przy wzrastającej dynamice PKB firmy zwiększają więc udział zasobów pieniężnych. Sugeruje to, że podmioty gospodarcze dostosowują poziom krótkoterminowych aktywów pieniężnych do zwiększonego popytu na dobra i usługi, skutkującego wzrostem PKB. Odwrotną zależność zaobserwowano w odniesieniu do realnych stóp procentowych. Są one czynnikiem antystymulacyjnym. Efekt ten można wytłumaczyć poprzez fakt, iż przedsiębiorstwom w sytuacji wysokich stóp nie opłaca się utrzymywać zbyt dużego poziomu krótkoterminowych aktywów finansowych ze względu na wysokie koszty alternatywne. O ile można stwierdzić, że przyjęta zmienna zależna, a więc krótkoterminowe aktywa finansowe, obejmuje inwestycje w instrumenty finansowe, o tyle z obserwacji wynika, że firmy w przypadku wysokich stóp nie inwestują na rynku pieniężnym. Do podobnych wniosków można dojść analizując zależność poziomu krótkoterminowych aktywów finansowych od inflacji. Większa inflacja wpływa na podwyżki nominalnych stóp procentowych, co prowadzi do takich samych efektów. Deficyt sektora finansów publicznych wpływa dodatnio na poziom zasobów pieniężnych, choć wpływ ten nie jest statystycznie istotny.

Czynniki wewnętrzne mają wpływ zgodny z oczekiwaniami, z wyjątkiem parametru wskaźnika cash flow. Parametr β_1 jest bowiem ujemny, co sugeruje, że przedsiębiorstwa zwiększając wartość przepływów pieniężnych zmniejszają jednocześnie poziom gotówki. Należy pamiętać, że przyjęty do badań wskaźnik CF jest obliczony jako suma zysku netto i amortyzacji. Można więc wnioskować, iż przedsiębiorstwa, generując dodatkowe zasoby pieniężne, wykorzystują w większym stopniu działalność inwestycyjną i finansową niż operacyjną.

Podsumowanie

Artykuł miał na celu weryfikację hipotezy mówiącej, że w warunkach kryzysów zmienia się poziom płynności finansowej przedsiębiorstw. Wyniki badań sugerują, że parametry makroekonomiczne istotnie mają duży wpływ na ten aspekt funkcjonowania firm. Spośród czterech wskaźników makro: dynamiki PKB, inflacji, krótkoterminowych realnych stóp procentowych oraz deficytu sektora finansów publicznych, pierwsze 3 w istotny sposób oddziałują na badaną zmienną. Przedsiębiorstwa w warunkach kryzysu odczuwają większe problemy finansowe związane z płynnością. Wskazuje na to dodatnia zależ-

ność pomiędzy dynamiką PKB a wskaźnikiem gotówki. Przy wysokiej dynamice PKB firmy zwiększają stan zasobów gotówkowych w celu finansowania przedsięwzięć powstałych z powodu zwiększonego popytu. Z kolei w odwrotnej sytuacji, a więc zmniejszonej dynamiki PKB, przedsiębiorstwa mają mniej gotówki, co może wynikać ze zmniejszonej sprzedaży. Może to spowodować pogłębianie się złej sytuacji finansowej, a w konsekwencji problemy z zachowaniem płynności.

Bibliografia

- Chen N., Mahajan A.: Effects of Macroeconomic Conditions on Corporate Liquidity – International Evidence. „International Research Journal of Finance and Economics” 2010, 35.
- Gitman L.J.: Principles of Managerial Finance. Prentice Hall, Boston 2009.
- Kim C.S., Mauer D.C., Sherman A.E.: The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence. „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1988, Vol. 33 No. 3.
- Lins K., Servaes H., Tufano P.: What Driver Corporate Liquidity? An International Survey of Cash Holdings and Lines of Credit. „Journal of Financial Economics” 2010, 98.
- Opler T., Pinkowitz L., Stulz R., Williamson R.: The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings. NBER Working Paper 6234, October 1997.
- Pomykalska B., Pomykalski P.: Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Schall L., Halley C.: Introduction to Financial Management. McGraw-Hill, New York 1991.
- Sierpińska M., Jachna T.: Metody podejmowania decyzji finansowych. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Wędzki D.: Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003.

DETERMINANTS OF CORPORATE FINANCIAL LIQUIDITY IN THE CRISIS CONDITION

Summary

The aim of the paper is corporate liquidity determinants. In order to include macroeconomic factors particularly related to the economic crisis, a econometric model was created, one which considers both external and internal liquidity determinants. The author has identified the strength and direction of selected factors influencing corporate liquidity of companies listed in the Warsaw Stock Exchange. Indication of the parameters influencing the financial liquidity is important for financial decisions, particularly regarding current assets and capital structure.

Justyna Franc-Dąbrowska

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

Małgorzata Porada-Rochoń

Uniwersytet Szczeciński

DYLEMATY PŁYNNOŚCI MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTW W WARUNKACH NIESTABILNEGO OTOCZENIA

Wprowadzenie

Obecnie gospodarkę światową charakteryzuje spowolnienie gospodarcze, pogorszenie deficytu budżetowego, podwyższone ryzyko kredytowe. W obliczu turbulentnego makroekonomicznego otoczenia istnieje potrzeba ciągłego monitorowania wskaźników finansowych. Otoczenie makroekonomiczne odgrywa znaczącą rolę w kreowaniu płynności finansowej przedsiębiorstw. Problematyka ta jest stosunkowo mało zbadana, wobec czego warto tę kwestię poddać analizie.

1. Dylematy płynności a czynniki makroekonomiczne w świetle literatury przedmiotu

Literatura traktująca kwestię płynności finansowej przedsiębiorstw ogólnie dzieli się na trzy obszary: pierwszy dotyczy badań prowadzonych na próbie amerykańskich przedsiębiorstw¹, drugi skupia się na badaniach przedsiębiorstw w poszczególnych państwach², a trzeci obszar obejmuje badania wie-

¹ Por. m.in.: C.-S. Kim, D.C. Mauer, A.E. Sherman: The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence. „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1998, Vol. 33, No. 3, s. 335-359; T. Opler, L. Pinkowitz, R. Stulz, R. Williamson: The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings. „Journal of Financial Economics” 1999, 52, s. 3-46; M. Faulkender: Corporate Liquidity among Small Business. Unpublished working paper, Washington University, St. Louis – John M. Olin School of Business 2004; J. Harford, S.A. Mansi, W.F. Maxwell: Corporate Governance and Firm Cash Holdings. Unpublished working paper, University of Washington 2005; T. Bates, K. Kahle, R. Stulz: Why do US Firms Hold so Much More Cash than They Used to? Unpublished working paper, University of Arizona 2006.

² Zob. m.in. L. Pinkowitz, R. Williamson: Bank Power and Cash Holdings: Evidence from Japan. „Review of Financial Studies” 2001, 14, s. 1059-1082; A. Ozkan, N. Ozkan: Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of U.K. Companies. „Journal of Banking and Finance” 2004, 28, s. 2103-2134; P.J. Garcia-Teruel, P. Martinez-Solano: Short-term Debt in Spanish SMEs. „International Small Business Journal” 2007, 25, s. 579-602.

lonarodowe³. Wskazane badania dotyczą identyfikacji determinant płynności finansowej i określają, które teorie lepiej wyjaśniają płynność finansową.

Spośród badań międzynarodowych na uwagę zasługują analizy Oplera⁴, który jako jeden z pierwszych opublikował wyniki analiz o wpływie determinant na zasoby gotówkowe przedsiębiorstw w USA. Z wcześniejszych badań ważne są trzy teorie opisujące złożone zagadnienia finansowe przedsiębiorstw w aspekcie płynności: teoria trade-off Keynesa⁵, teoria hierarchii Myersa i Majlufa⁶ (por. np. badania Shyam-Sunder i Myers⁷) oraz teoria agencji Jensena⁸.

Znaczący rozwój wiedzy na temat czynników wpływających na płynność przyniosły badania i rozważania Opler, Pinkowitz, Stulz i Williamson⁹. Opler z zespołem zbadali wpływ teorii hierarchii oraz trade-off na płynność finansową przedsiębiorstw. Dowiedli, że mniejsze przedsiębiorstwa utrzymują większy poziom gotówki, realizują większe wydatki kapitałowe oraz wydatki na B&R, mają lepsze możliwości inwestycyjne wtedy, gdy mają wyższe przepływy pieniężne oraz niższy poziom kapitału pracującego netto. Interesujące wyniki badań przedstawili Chen i Mahajan¹⁰, którzy zbadali wpływ czynników makroekonomicznych w 34 krajach w latach 1994-2005. W wyniku prowadzonych analiz dowiedli, że czynniki makroekonomiczne, takie jak: PKB, inflacja, realna krótkoterminowa stopa procentowa, deficyt budżetowy, spread kredytowy, kredyty prywatne i stawki podatku dochodowego, mają bezpośredni wpływ na poziom utrzymywanej gotówki. Ponadto zmienne makroekonomiczne mają pośredni wpływ na utrzymywany poziom gotówki z uwagi na specyfikę każdego przedsiębiorstwa. Wskazane wyniki badań pozwalają na stwierdzenie, że zmienne makroekonomiczne mają wpływ na płynność finansową przedsiębiorstwa.

³ Por. m.in. A. Dittmar, J. Mahrt-Smith, H. Servaes: International Corporate Governance and Corporate Liquidity. „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 2003, 38, s. 111-133; M.A. Ferreira, A.S. Vilela: Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. „European Financial Management” 2004, 10, s. 295-319; L. Pinkowitz, R. Stulz, R. Williamson: Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-country Analysis. „The Journal of Finance” 2007, forthcoming; I. Kalcheva, K. Lins: International Evidence on Cash Holdings and Expected Managerial Agency Problems. „Review of Financial Studies” 2007, forthcoming. N. Chen, A. Mahajan: Effects of Macroeconomic Conditions on Corporate Liquidity – International Evidence International Research. „Journal of Finance and Economics” 2010, Iss. 35, s. 112-129.

⁴ T. Opler, L. Pinkowitz, R. Stulz, R. Williamson: Op. cit., s. 3-46.

⁵ J.M. Keynes: The General Theory of Employment, Interest and Money. Harcourt Brace and World. New York 1936, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1565776>.

⁶ S. Myers, N. Majluf: Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. „Journal of Financial Economics” 1984, 13, s. 187-221.

⁷ L. Shyam-Sunder, S.C. Myers: Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital structure. „Journal of Financial Economics” 1999, 51, s. 219-244.

⁸ M.C. Jensen: Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. „The Market for Corporate Control” 1986, Vol. 76, No. 2, s. 323-329.

⁹ T. Opler, L. Pinkowitz, R. Stulz, R. Williamson: Op. cit., s. 3-46.

¹⁰ N. Chen, A. Mahajan: Op. cit., s. 112-129.

Spostrzeżenia te potwierdzają wyniki badań nad wpływem kondycji makroekonomicznej gospodarki na płynność przedsiębiorstw zaprezentowane przez Kim¹¹, który na bazie amerykańskich przedsiębiorstw przemysłowych dowiódł, że przedsiębiorstwa gromadzą większe zasoby gotówki w oczekiwaniu na korzystne warunki gospodarcze, na wypadek intratnych inwestycji. Podobnie Baum i in.¹² stwierdzili, że amerykańskie przedsiębiorstwa niefinansowe wykazują większy poziom gotówki, gdy niepewność gospodarcza wzrasta. Baum, Caglayan, Stephan, Talavera¹³ dowiedli, że w przypadku gdy otoczenie makroekonomiczne jest mniej przewidywalne lub gdy idiosynkratyczne ryzyko jest wyższe, przedsiębiorstwa stają się bardziej ostrożne i zwiększają poziom zasobów gotówkowych.

Według Almeida, Campello i Weisbach¹⁴ wśród przedsiębiorstw, które charakteryzuje niestabilna kondycja finansowa, podczas recesji zwiększa się wrażliwość przepływów pieniężnych, podczas gdy wśród przedsiębiorstw nie wykazujących dysfunkcji w gospodarce finansowej cykl koniunkturalny nie ma wpływu na przepływy pieniężne.

Badania Campello i in.¹⁵ przeprowadzone wśród 1050 zarządów przedsiębiorstw w Stanach Zjednoczonych, Europie i Azji wskazują na wpływ kryzysu na finansowe ograniczenia działalności przedsiębiorstw. Według Campello wpływ kryzysu finansowego był znacząco odczuwalny wśród przedsiębiorstw charakteryzujących się niestabilną kondycją finansową, co doprowadziło do konieczności implementacji bezpośrednich instrumentów i działań restrukturyzacji finansowej, w tym restrukturyzacji kosztów (w odniesieniu do inwestycji, zatrudnienia etc.). W szczególności przedsiębiorstwa z wysokim poziomem zobowiązań krótkoterminowych odczuły problemy z kapitałem obrotowym netto oraz z płynnością.

Mając na uwadze wpływ niepewności kondycji makroekonomicznej gospodarki na utrzymywanie gotówki, Baum, Caglayan, Stephan i Talavera¹⁶ opracowali statyczny model zarządzania gotówką w warunkach niepewności z mechanizmem ekstrakcji sygnału. Z ich badań wynika, że firmy zachowują się jednorodnie w odpowiedzi na wzrost niepewności warunków makroekonomicznych. Warto zwrócić uwagę na to, że o ile wariancje i kowariancje płynności są istotne w ogóle, o tyle ostatnie zawirowania na rynkach finansowych po-

¹¹ C.-S. Kim, D.C. Mauer, A.E. Sherman: Op. cit., s. 335-359.

¹² C.F. Baum, M. Caglayan, A. Stephan, O. Talavera: Uncertainty Determinants of Corporate Liquidity. „Economic Modeling” 2008, 25, s. 833-849.

¹³ Ibid., s. 833-849.

¹⁴ H. Almeida, M. Campello, M. Weisbach: The Cash Flow Sensitivity of Cash. „Journal of Finance” 2004, 59, s. 1777-1804.

¹⁵ M. Campello, J.R. Graham, C.R. Harvey: The Real Effects of Financial Constraints: Evidence from a Financial Crisis. „Journal of Financial Economics” 2010, 97, s. 470-87.

¹⁶ C.F. Baum, M. Caglayan, A. Stephan, O. Talavera: Op. cit., s. 833-849.

kazały, że mogą odgrywać szczególną rolę w czasach kryzysu¹⁷. Na przykład Brunnermeier i Pedersen¹⁸ twierdzą, że ograniczenia w płynności finansowej będą szczególnie ważne w sytuacji, gdy będą zwroty z inwestycji na rynku kapitałowym. Wyniki badań empirycznych Hameed i in.¹⁹ wskazują na to, że płynność maleje i zwiększa się jej zmienność podczas załamania rynku, a jest to związane z ograniczeniem podaży pieniądza. Ponadto spowolnienie gospodarcze może wpływać na zwiększenie poziomu miary beta firm. Odnośząc się rozważań teoretycznych Vayanos²⁰, beta CAPM są mniej podatne na płynność w okresie „normalnych” warunków gospodarczych, ale w chwilach kryzysu nie płynne aktywa stają się bardziej ryzykowne. W tych warunkach poziom ich miary beta wzrasta ze względu na efekt niepewności co do możliwości ich spieniężenia.

Wyniki badań prowadzonych przez zespół pod kierownictwem Hameed²¹ potwierdzają, że poziom płynności finansowej przedsiębiorstw maleje podczas spowolnienia gospodarczego. Z wyników badań Bancel i Mitto²² wynika, że blisko 77% menedżerów finansowych najwyższych szczebli potwierdziło problemy z kapitałem pracującym, 69% badanych zwróciło uwagę na problematyczną kwestię zasobów gotówkowych w kształtowaniu płynności finansowej. Bardzo silny wpływ kryzysu globalnego na płynność finansową przedsiębiorstw potwierdziło 78% badanych.

Pułapka płynności jest stosunkowo rzadkim fenomenem. W XX w. zjawisko pułapki płynności na dużą skalę wystąpiło dwukrotnie, w Japonii w 1990 r. oraz w okresie wielkiej depresji w 1930 r., jako następstwo kryzysów finansowych. Mimo empirycznej zbieżności pułapki płynności i kryzysów finansowych literatura przedmiotu koncentruje się na niefinansowych czynnikach jako głównych źródłach pułapki płynności. W warunkach polskich problematykę pułapki płynności w przedsiębiorstwach rolniczych badała Franc-Dąbrowska²³, stwierdzając, że czynniki makroekonomiczne przyczyniają się do kreowania zatorów płatniczych wśród przedsiębiorców rolnych.

¹⁷ M. Lang, K. Lins, M. Maffett: Transparency, Liquidity and Valuation: International Evidence. Unpublished Working Paper. University of North Carolina at Chapel Hill 2010.

¹⁸ M. Brunnermeier, L. Pedersen: Market Liquidity and Funding Liquidity. „Review of Financial Studies” 2009, 22, s. 2201-2238.

¹⁹ A. Hameed, W. Kang, W. Viswanathan: Stock Market Declines and Liquidity. „Journal of Finance” 2010, forthcoming, s. 257-293.

²⁰ D. Vayanos: Flight to Quality, Flight to Liquidity, and the Pricing of Risk. Unpublished Working Paper. The National Bureau of Economic Research, 2004.

²¹ A. Hameed, W. Kang, W. Viswanathan: Op. cit., s. 257-293.

²² F. Bancel, U.R. Mitto: Financial Flexibility and the Impact of Global Financial Crisis: Evidence from France 2010. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1587302>.

²³ J. Franc-Dąbrowska: Pułapka płynności Keynesa a dylematy oceny płynności przedsiębiorstw rolniczych. „Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej” 2011, nr 91.

2. Cel, zakres, metoda badań

Celem badań było ustalenie determinant wpływających na płynność szybką²⁴ i natychmiastową oraz poziom kapitału obrotowego w polskich małych i średnich przedsiębiorstwach (msp). Aby zrealizować cel badań, postanowiono zweryfikować następującą hipotezę badawczą: w obliczu kryzysu finansowego czynnikami determinującymi poziom płynności są zmienne charakterystyczne dla teorii trade-off, hierarchii i agencji. Badaniami objęto 72 podmioty msp (panel zbilansowany 288 jednostek) w latach 2006-2009. Przeprowadzono analizy modelowe z zastosowaniem modelu panelowego o stałych efektach (fixed effects). Jest to model, który uwzględnia wpływ wszystkich niezmiennych w czasie czynników specyficznych dla każdej jednostki. Ustalone efekty indywidualne są eliminowane przez uśrednienie modelu względem czasu (indeksu t)²⁵. Formułę modelu można zapisać według wzoru:

$$y_{it} = \alpha_i + X_{it}\beta + \varepsilon_{it},$$

gdzie:

$t = 1, \dots, T$ – liczba okresów,

$i = 1, \dots, N$ – liczba jednostek,

y_{it} – zmienna objaśniana,

α_i – indywidualny efekt, stały względem czasu i różny dla różnych jednostek,

X_{it} – wektor $1 \times n$ obserwacji n zmiennych objaśniających dla i -tej jednostki w czasie t ,

ε_{it} – wektor $(T \times 1)$, T składników losowych dla i -tej jednostki.

Opracowano trzy modele. W modelu 1 jako zmienną objaśnianą²⁶ przyjęto poziom `l_wsk_płynność_szybka`, w modelu 2 – `l_wsk_płynność_natychmiastowa` oraz w modelu 3 – `l_kapitał_obrotowy`. Za zmienne objaśniające przyjęto mierniki finansowe (dane z bilansu i rachunku wyników). Po merytorycznej weryfikacji zmiennych²⁷ (ogółem rozpatrzono 52 zmienne) do budowy modelu wykorzystano 17. Po przeprowadzeniu oceny współliniowości zmiennych (*VIF*) zbudowano modele regresji.

²⁴ Płynność bieżąca została wcześniej poddana analizie. Por. M. Porada-Rochon: Wpływ kryzysu globalnego na kształtowanie się płynności bieżącej przedsiębiorstw usługowych. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, nr 172, Wrocław 2011, s. 416-425 i J. Franc-Dąbrowska: Ocena płynności finansowej przedsiębiorstw rolniczych. „*Zagadnienia Ekonomiki Rolnej*” 2008, nr 1, s. 43-59.

²⁵ T. Kufel: *Ekonometria. Rozwiązywanie problemów z wykorzystaniem programu GRETL*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.

²⁶ Ze względu na charakter zmiennych zarówno zmienne objaśniane, jak i objaśniające zostały poddane logarytmowaniu.

²⁷ *Ekonometria. Metody i analiza problemów ekonomicznych*. Red. K. Jajuga. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego, Wrocław 1998.

3. Wyniki badań

W tabeli 1 zaprezentowano wyniki badań dla zmiennej objaśnianej $\log_wsk_płynności_szybkiej$. Stwierdzono, że w badanych msp wśród zmiennych kształtujących płynność szybką zidentyfikowano wyposażenie przedsiębiorstw w budynki, lokale i obiekty (które jako element inwestycji i zamrożenia na dłuższy czas gotówki można – luźno – wiązać z teorią trade off – por. np. badania Oplera), co z punktu widzenia msp należy uznać za uzasadnione, często bowiem były to przedsiębiorstwa handlowe, a te elementy aktywów trwałych pozostawały w związku z poziomem wskaźnika płynności szybkiej. Popularną zmienną, jak wskazują liczne wyniki badań, jest poziom zobowiązań, w wypadku badanych msp – długoterminowych (tę zmienną można także połączyć z teorią hierarchii, szczególnie mając na uwadze ujemną wartość wyrazu wolnego). Także tę zmienną należy uznać za merytorycznie uzasadnioną. Należy zwrócić uwagę na poziom przychodów finansowych, które pozostają w relacji ze wskaźnikiem płynności szybkiej, oraz poziom amortyzacji (interpretując go przede wszystkim jako element klasycznej nadwyżki finansowej). Należy podkreślić, że model jest poprawny pod względem formalnym, a uzyskane wyniki znajdują potwierdzenie w praktyce gospodarczej i w wynikach badań naukowych.

Tabela 1

Wyniki estymacji danych panelowych – model o stałych efektach – fixed effects
dla zmiennej objaśnianej $\log_wsk_płynności_szybkiej$

Estymacja Ustalone efekty Zmienna zależna: $\log_wsk_płynności_szybkiej$ Odporne błędy standardowe (robust HAC)					
Zmienna	Współczynnik	Błąd standardowy	t-Student	wartość p	istotność
Wyraz wolny	2,67675	8,24658	0,3246	0,75651	
$\log_wsk_budynki_lokal_obiekty$	0,600386	0,227908	2,6343	0,03883	**
$\log_wsk_zobowiązania_długoterminowe$	-0,229136	0,078002	-2,9376	0,02603	**
$\log_wsk_usługi_obce$	-1,45268	0,230605	-6,2994	0,00075	***
$\log_wsk_przychody_finansowe$	0,0939344	0,0203586	4,6140	0,00364	***
$\log_wsk_amortyzacja$	0,305406	0,140148	2,1792	0,07214	*
$\log_wsk_dt_2$	-0,370629	0,0972009	-3,8130	0,00883	***
$\log_wsk_dt_3$	-0,0230677	0,111048	-0,2077	0,84231	
Współczynnik determinacji $R^2 = 0,97701$					
Statystyka Doornika-Hansena (1994) Chi-kwadrat(2) = 9,59493, z wartością p = 0,00825064					

Źródło: Badania własne.

W tabeli 2 zaprezentowano wyniki badań dla zmiennej objaśnianej $\log_wsk_płynność_natychmiastowa$. Z przeprowadzonych analiz wynika wyraźna analogia do wyników uzyskanych z estymacji panelowych dla wskaźnika płynności szybkiej. Także w wypadku płynności natychmiastowej charakterystyczna była zmienna opisująca inwestycje – jednak nie w postaci budynków, budowli i obiektów, ale czynnikiem determinującym badany wskaźnik były inne środki trwałe (które również można łączyć z teorią trade off, szczególnie mając na uwadze dodatnią wartość współczynnika). Determinantą opisującą wskaźnik płynności natychmiastowej jest również zmienna przychody finansowe. Czynnikiem, który bezpośrednio należy wiązać z teorią hierarchii, jest determinanta kapitał własny, a zmienną kosztową – zużycie materiałów i energii. Także model 2 należy uznać za poprawny zarówno z formalnego, jak i merytorycznego punktu widzenia.

Tabela 2

Wyniki estymacji danych panelowych – model o stałych efektach – fixed effects dla zmiennej objaśnianej $\log_wsk_płynność_natychmiastowa$

Estymacja Ustalone efekty Zmienna zależna: $\log_wsk_płynność_natychmiastowa$ Odporne błędy standardowe (robust HAC)					
Zmienna	Współczynnik	Błąd standardowy	t-Student	wartość p	istotność
Wyraz wolny	-7,06988	27,9108	-0,2533	0,80250	
$\log_inne_środki_trwałe$	0,515437	0,23732	2,1719	0,04146	**
$\log_przychody_finansowe$	0,204373	0,118116	1,7303	0,09825	*
$\log_kapitał_własny$	-1,10492	0,318621	-3,4678	0,00230	***
$\log_zużycie_materiałów_energii$	1,03827	0,516785	2,0091	0,05755	*
dt_2	-1,20888	0,312218	-3,8719	0,00088	***
dt_3	-2,01288	0,709272	-2,8380	0,00985	***
Współczynnik determinacji $R^2 = 0,90032$					
Statystyka Doornika-Hansena (1994) Chi-kwadrat(2) = 8,95052, z wartością p = 0,0113872					

Źródło: Badania własne.

W tabeli 3 przedstawiono wyniki estymacji panelowych dla zmiennej objaśnianej $\log_kapitał_obrotowy$. Model ten stanowi interesujące podsumowanie modeli 1 i 2, łącząc determinanty charakterystyczne dla zmiennych objaśnianych $\log_wsk_płynność_szybka$ i $\log_wsk_płynność_natychmiastowa$. Dwa dodatkowe czynniki, które opisują zmienną objaśnianą $\log_kapitał_obrotowy$, to grunty i podatki. Zmienna grunty, podobnie jak zmienne: budynki, lokale i obiekty oraz inne środki trwałe, wpisuje się w nurt badań charakterystycznych dla teorii trade off. Z kolei zmienna podatki dobrze wpisuje się w realia

funkcjonowania msp w warunkach niestabilnego otoczenia, kiedy to zobowiązania podatkowe wzrastają i spółki muszą gromadzić dodatkowe środki na ich terminowe regulowanie. Mając na uwadze współczynnik dla zmiennej podatki, należy uznać ją za ważną z punktu widzenia kształtowania poziomu kapitału obrotowego. Także model 3 należy ocenić jako poprawny z formalnego i merytorycznego punktu widzenia.

Tabela 3

Wyniki estymacji danych panelowych – model o stałych efektach – fixed effects dla zmiennej objaśnianej *l_kapitał_obrotowy*

Estymacja Ustalone efekty Zmienna zależna: <i>l_kapitał_obrotowy</i> Odporne błędy standardowe (robust HAC)					
Zmienna	Współczynnik	Błąd standardowy	t-Student	wartość p	istotność
Wyraz wolny	11,6953	9,35216	1,2505	0,33757	
<i>l_grunty</i>	1,60772	0,161055	9,9824	0,00989	***
<i>l_budynki_lokale_obiekty</i>	2,56544	0,381507	6,7245	0,02141	**
<i>l_środki_transportu</i>	-3,17814	0,243799	-13,0359	0,00583	***
<i>l_usługi_obce</i>	5,89179	0,786351	7,4926	0,01735	**
<i>l_przychody_finansowe</i>	-0,0949319	0,0273831	-3,4668	0,07408	*
<i>l_kapitał_własny</i>	4,38832	0,75262	5,8307	0,02818	**
<i>l_koszty_finansowe</i>	2,54449	0,410009	6,2059	0,02500	**
<i>l_podatki</i>	-4,3383	1,15028	-3,7715	0,06366	*
<i>l_zużycie_materiałów_energii</i>	-7,39591	1,13274	-6,5292	0,02266	**
<i>dt_2</i>	0,826222	0,174107	4,7455	0,04165	**
<i>dt_3</i>	-0,345664	0,16503	-2,0946	0,17122	
Współczynnik determinacji $R^2 = 0,99443$					
Statystyka Doornika-Hansena (1994) Chi-kwadrat(2) = 0,74913, z wartością p = 0,687588					

Źródło: Badania własne.

Podsumowanie

Przeprowadzone badania pozwoliły na sformułowanie następujących wniosków:

1. Ocena płynności nie jest zadaniem łatwym, szczególnie w warunkach niestabilnego otoczenia, co potwierdzają wyniki badań międzynarodowych i wykonane analizy. Jest więc to zagadnienie, które wymaga dalszych badań, aby możliwe było ustalenie czynników determinujących płynność i przedstawienie rekomendacji praktykom.

2. Rozważania teoretyczne, w których łączy się zagadnienie płynności z teoriami trade off, teorią hierarchii czy agencji, znajdują swoje uzasadnienie w wynikach badań empirycznych, a wśród czynników determinujących płynność msp można wyróżnić zmienne charakterystyczne dla wymienionych teorii.
3. Zmienne wpływające na wskaźniki płynności szybkiej i natychmiastowej oraz poziom kapitału obrotowego msp można podzielić na 3 grupy: bezpośrednio związane z procesem inwestycyjnym (i długotrwałym zamrożeniem środków pieniężnych), bezpośrednio związane z kształtowaniem struktury kapitału (a więc i bezpieczeństwem finansowym) oraz pozycje kosztowe i podatki. Rekomenduje się, aby te grupy zmiennych brać pod uwagę w procesie zarządzania płynnością finansową msp.

Bibliografia

- Almeida H., Campello M., Weisbach M.: The Cash Flow Sensitivity of Cash. „Journal of Finance” 2004, 59, s. 1777-1804.
- Bancel F., Mitto U.R.: Financial Flexibility and the Impact of Global Financial Crisis: Evidence from France 2010. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1587302>.
- Bates T., Kahle K., Stulz, R.: Why do US Firms Hold so Much More Cash than They Used To? Unpublished Working Paper 2006, University of Arizona.
- Baum C.F., Caglayan M., Stephan A., Talavera O.: Uncertainty Determinants of Corporate Liquidity, „Economic Modeling” 2006, 25, s. 833-49.
- Brunnermeier M., Pedersen L.: Market Liquidity and Funding Liquidity. „Review of Financial Studies” 2009, 22, s. 2201-2238.
- Campello M., Graham J.R., Harvey C.R.: The Real Effects of Financial Constraints: Evidence from a Financial Crisis. „Journal of Financial Economics” 2010, 97, s. 470-87.
- Chen N., Mahajan A.: Effects of Macroeconomic Conditions on Corporate Liquidity – International Evidence International Research. „Journal of Finance and Economics” 2010, Iss. 35, s. 112-129.
- Dittmar A., Mahrt-Smith J., Servaes H.: International Corporate Governance and Corporate Liquidity. „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 2003, 38, s. 111-133.
- Ekonometria. Metody i analiza problemów ekonomicznych. Red. K. Jajuga, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego, Wrocław 1998.
- Faulkender M.: Corporate Liquidity among Small Business. Unpublished working paper, Washington University, St. Louis – John M. Olin School of Business 2004.

- Ferreira M.A., Vilela A.S.: Why do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. „European Financial Management” 2004, 10, s. 295-319.
- Franc-Dąbrowska J.: Ocena płynności finansowej przedsiębiorstw rolniczych. „Zagadnienia Ekonomiki Rolnej” 2008, nr 1, s. 43-59.
- Franc-Dąbrowska J.: Pułapka płynności Keynesa a dylematy oceny płynności przedsiębiorstw rolniczych. Zeszyty Naukowe SGGW w Warszawie. „Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej” 2011, nr 91, s. 5-16.
- Garcia-Teruel P.J., Martinez-Solano P.: Short-term Debt in Spanish SMEs. „International Small Business Journal” 2007, 25 s. 579-602.
- Hameed A., Kang W., Viswanathan W.: Stock Market Declines and Liquidity. „Journal of Finance” 2010, forthcoming, s. 257-293.
- Harford J., Mansi S.A., Maxwell W.F.: Corporate Governance and Firm Cash Holdings. Unpublished working paper, University of Washington 2005.
- Jensen M.C.: Agency Cost of Free Cash Flow. Corporate Finance and Takeovers. „The Market for Corporate Control” 1986, Vol. 76, No. 2, s. 323-329.
- Kalcheva I., Lins K.V.: International Evidence on Cash Holdings and Expected Managerial Agency Problems. „Review of Financial Studies” 2007, forthcoming.
- Keynes J. M.: The General Theory of eEmployment, Interest and Money. Harcourt Brace and World, New York 1936. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1565776>.
- Kim C.-S., Mauer D.C., Sherman A.E.: The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence. „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1998, Vol. 33, No. 3, s. 335-359.
- Kufel T.: Ekonometria. Rozwiązywanie problemów z wykorzystaniem programu GRETL. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Lang M., Lins K., Maffett M.: Transparency, Liquidity and Valuation: International Evidence. Unpublished working paper. University of North Carolina at Chapel Hill 2010.
- Myers S., Majluf N.: Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. „Journal of Financial Economics” 1984, 13, s. 187-221.
- Opler T., Pinkowitz L., Stulz R., Williamson R.: The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings. „Journal of Financial Economics” 1999, 52, s. 3-46.
- Ozkan A., Ozkan N.: Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of U.K. Companies. „Journal of Banking and Finance” 2004, 28, s. 2103-2134.
- Pinkowitz L., Williamson R.: Bank Power and Cash Holdings: Evidence From Japan. „Review of Financial Studies” 2001, 14, s. 1059-1082.

- Pinkowitz L., Stulz R., Williamson R.: Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-country Analysis. „The Journal of Finance” 2004, forthcoming.
- Porada-Rochoń M.: Wpływ kryzysu globalnego na kształtowanie się płynności bieżącej przedsiębiorstw usługowych. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu* 2011, nr 172, s. 416-425.
- Shyam-Sunder L., Myers S.C.: Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure. „Journal of Financial Economics” 1999, 51, s. 219-244.
- Vayanos D.: Flight to Quality, Flight to Liquidity, and the Pricing of Risk. Unpublished working paper, The National Bureau of Economic Research, 2004.

THE DILEMMAS OF LIQUIDITY IN MEDIUM AND SMALL ENTERPRISES DURING PERIODS OF ECONOMIC DISTURBANCES

Summary

The paper presents results of the research on determinants of liquidity in small and medium enterprises in Poland. International literature was analysed and it was concluded that macroeconomics determinants impact liquidity levels in small and medium enterprises. The results of this research were discussed with reference to trade off theory, pecking order theory and agency theory.

Justyna Franc-Dąbrowska

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

Małgorzata Porada-Rochoń

Uniwersytet Szczeciński

KREDYT KUPIECKI A SYTUACJA FINANSOWA MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTW W WARUNKACH NIESTABILNEGO OTOCZENIA

Wprowadzenie

Globalny kryzys finansowy, jak również poprzedzające go kryzysy finansowe przełożyły się znacząco na pogorszenie kondycji finansowej przedsiębiorstw¹. Według raportu „The Impact of the Global Crisis on SME and Entrepreneurship Financing and Policy Responses” (OECD 2009) do czynników destruktywnie wpływających na kondycję finansową przedsiębiorstw można zaliczyć:

- a) wzrastające opóźnienie w spłacie należności², co w szczególności w połączeniu ze wzrostem zapasów skutkuje endemicznym niedoborem kapitału obrotowego i zmniejszeniem płynności,
- b) wzrost niewypłacalności i bankructw.

Zdecydowana większość małych i średnich przedsiębiorstw (msp) stanęła w obliczu gwałtownego spadku popytu na oferowane przez nie dobra i usługi, co wpłynęło negatywnie na ich zdolność do zaciągania długu w warunkach turbulentnych zmian.

Według raportu OECD z 2009 r., wzrastający poziom niewypłacalności przedsiębiorstw przełożył się na wzrost niemożności uzyskania finansowania krótkoterminowego. Do głównych czynników potęgujących postawę banków wobec zaostrzenia warunków przyznawania kredytów dla msp zalicza się:

- a) pogarszającą się kondycję finansową msp,
- b) wzrost kosztu kapitału i stagnację pożyczek międzybankowych,
- c) dążenie do odbudowy bilansu banków.

¹ Por. np. C. Carreira, F. Silvia: No Deep Pocket: Some Stylized Empirical Results on Firms' Financial Constraints. „Journal of Economic Surveys” 2010, Vol. 24, No. 4, s. 731-753; M. Cambello, J. Graham, C. Harva: The Real Effect on Financial Constraints. „Evidence from Financial Crisis” 2009, 12, www.ssrn.com.

² Według raportu OCED, 2009. Przykładowo w Belgii 43% badanych msp odczuło wydłużony okres spłaty należności, w Holandii 50% badanych msp odnotowało opóźniony wpływ należności od klientów. W Nowej Zelandii udział przedsiębiorstw oczekujących ponad 60 dni na spłatę należności wzrósł znacząco z 4,8% do 29,5% w okresie roku, od lutego 2007. W Danii, Włoszech, Irlandii, Norwegii wzrost niewypłacalności przedsiębiorstw wzrósł powyżej 25%.

W warunkach kryzysu finansowego hamulcem rozwoju przedsiębiorstw oraz często przyczyną ich bankructwa jest utrudniony dostęp do obcych źródeł finansowania, a więc zmienia się model zadłużenia podmiotów gospodarczych. Ograniczenia finansowe przyczyniają się do redukcji wydatków na inwestycje w kapitał, badania oraz rozwój oraz potencjalne atrakcyjne projekty inwestycyjne³. Alternatywnym źródłem finansowania jest kredyt dostawcy, zwany również kredytem handlowym lub kupieckim.

1. Kredyt kupiecki a kryzys

Kredyt kupiecki to odroczone w czasie możliwości regulowania płatności za dostarczone dobra/usługi. Z punktu widzenia dostawcy stanowi pożyczkę udzieloną odbiorcy, natomiast z punktu widzenia odbiorcy – krótkoterminowe źródło finansowania.

Przedsiębiorstwa uzyskują finansowanie od wyspecjalizowanych pośredników finansowych, głównie banków, jak również od dostawców produktów zazwyczaj poprzez prolongatę terminu spłaty zobowiązań. Dostawcy nie tylko dokonują sprzedaży produktów, ale również oferują kredyty handlowe w celu ułatwienia sprzedaży swoich produktów. Podobnie jak kredyty bankowe, kredyty handlowe są jednym z najważniejszych źródeł krótkoterminowego finansowania zewnętrznego dla firm.

Istotność kredytu kupieckiego jako źródła krótkoterminowego finansowania, zarówno w USA, jak i w innych krajach, jest dość obszernie uwzględniona w badaniach⁴. Badacze w różnorodny sposób wyjaśniają, dlaczego przedsiębiorstwa finansują działalność z użyciem kredytu kupieckiego, przy założeniu niedoskonałości rynku kapitałowego⁵, cech charakterystycznych produktu⁶, dostawców jako dostawców ubezpieczenia⁷, kredytu kupieckiego w negocjacjach (biorąc pod uwagę potencjalne bankructwo)⁸ oraz kredytu kupieckiego w zarządzaniu zapasami⁹.

³ M. Cambello, J. Graham, C. Harvay: Op. cit.

⁴ S.L. Mian, C.W. Jr. Smith: Accounts Receivable Management Policy: Theory and Evidence. „Journal of Finance” 1992, 47, s. 169-200; M. Petersen, R. Rajan: Trade Credit: Theories and Evidence. „Review of Financial Studies” 1994, 10, s. 661-91; A. Guariglia, S. Mateut: Credit Channel, Trade Credit Channel, and Inventory Investment: Evidence from a Panel of UK Firms. „Journal of Banking and Finance” 2006, 30(10), s. 2835-56.

⁵ M. Petersen, R. Rajan: Op. cit., s. 661-91.

⁶ M. Burkart, T. Ellingsen: In-kind Finance: A Theory of Trade Credit. „American Economic Review” 2004, 94(3), s. 569-90.

⁷ V. Cuñat: Trade Credit: Suppliers as Debt Collectors and Insurance Providers. „Review of Financial Studies” 2007, 20(2), s. 491-527.

⁸ B.S. Wilner: The Exploitation of Relationships in Financial Distress: The Case of Trade Credit. „Journal of Finance” 2000, 55, s. 153-78.

⁹ S. Bougheas, S. Mateut, P. Mizen: Corporate Trade Credit and Inventories: New Evidence of a Trade-off From Accounts Payable and Receivable. „Journal of Banking and Finance” 2009, 33(2), s. 300-7.

Obecny globalny kryzys finansowy uwypuklił istotność finansowania za pomocą kredytu kupieckiego, szczególnie w przypadku mikro, małych i średnich przedsiębiorstw o pogorszonej kondycji finansowej. Należy podkreślić, że teoretyczne modele¹⁰ uwzględniają kryzys jedynie jako jednorazowe zdarzenie w odniesieniu do klienta, a nie jako systematyczny szok, który mógłby mieć wpływ na wszystkich dostawców czy klientów. Warto zwrócić uwagę na syndrom „szoku płynności”, który jest związany z łańcuchem dostaw. Boissay i Gropp¹¹ udowodnili, że szoki płynności są przekazywane w dół łańcucha dostaw od klientów zalegających ze spłatą należności względem dostawców, podczas gdy firmy z dostępem do zewnętrznej płynności absorbują te wstrząsy z ich „głębokich kieszeni”. Podczas kryzysu finansowego tego typu szoki łańcucha płynności mogą działać w odwrotną stronę. Firmy o niestabilnej kondycji są bardziej uzależnione od kredytu dostawcy niż te, które charakteryzuje stabilny standing finansowy, jak również są mniej skłonne do redystrybucji funduszy za pośrednictwem kredytu kupieckiego¹².

Od kiedy kredyt kupiecki jest przede wszystkim oparty na długoterminowych relacjach i może obejmować koszty utopione¹³, dostawcy upatrują korzyści w utrzymaniu swoich klientów. W celu utrzymania pozytywnych relacji na rynku, wierzyciele handlowi, którzy są bardziej uzależnieni od swoich klientów biznesowych, mogą przyznać więcej kredytów dla klientów (ograniczonych finansowo) niż banków¹⁴. Petersen i Rajan¹⁵ udowodnili, że przedsiębiorstwa, które charakteryzuje dysfunkcja finansowa (mniejsza zdolność do zaciągania długu), skracają termin spłaty kredytu kupieckiego swoim klientom i korzystają znacznie częściej z kredytu kupieckiego oferowanego przez dostawców.

Rozpatrując wpływ kryzysu, jako procesu w ogóle, na dostępność kredytu kupieckiego, Love i inni¹⁶ dowiedli, że firmy znacząco skróciły czas spłaty kredytu kupieckiego swoim klientom po kryzysie finansowym (Love z zespołem rozpatrywali kryzys azjatycki). Ten wynik jest interpretowany jako zgodny z redystrybucją kredytu kupieckiego.

¹⁰ Na przykład V. Cuñat: Op. cit., s. 491-527 oraz B.S. Wilner: Op. cit., s. 153-78.

¹¹ F. Boissay, R. Gropp: Trade Credit Defaults and Liquidity Provision by Firms. „ECB Working Paper” 2007, No. 753, s. 1-44.

¹² R. Zhang: The Role of Information Sharing in Trade Credit Distribution: Evidence from Thailand. Journal Compilation 2011, Crawford School of Economics and Government, s. 133-149.

¹³ V. Cuñat: Op. cit., s. 491-527.

¹⁴ B.S. Wilner: Op. cit., s. 153-78.

¹⁵ M. Petersen, R. Rajan: Op. cit., s. 661-191.

¹⁶ I. Love, L.A. Preve, V. Sarria-Allende: Trade Credit and Bank Credit: Evidence From Recent Financial Crises. „Journal of Financial Economics” 2007, 83(2), s. 453-69.

Love i Zaidi¹⁷ zbadali 3000 firm w czterech azjatyckich państwach w aspekcie wpływu kryzysu na dostępność różnych źródeł finansowania, w tym kredytu kupieckiego, przed, w trakcie i po kryzysie. Wyniki przeprowadzonych badań dowiodły, że średnio korzystanie z kredytu kupieckiego maleje po kryzysie. Wynikało to z mniejszego udziału firm kupujących z odroczonym terminem płatności, jak również sprzedaży z wydłużonym terminem płatności (kredytowanie klientów – krótkoterminowe należności). Wyniki badań wskazały również, że w trzech na cztery badane kraje skrócił się czas spłaty zobowiązań, co jednak nie przełożyło się na czas regulowania należności.

Ponadto badane przedsiębiorstwa podzielono na grupy przedsiębiorstw o niestabilnej oraz dobrej kondycji finansowej. W wyniku przeprowadzonego podziału dostrzeżono, że po stronie należności ilość sprzedanych dóbr na kredyt i oferowana długość czasu kredytowania zmniejszyły się nieproporcjonalnie bardziej dla pierwszej grupy przedsiębiorstw. Po stronie zobowiązań firmy w gorszej kondycji finansowej otrzymywały mniej kredytów od dostawców (w odniesieniu do procentowego udziału kupna na kredyt), jak również z krótkim terminem płatności. Ponadto płaciły wyższe koszty kredytowania, a upusty za płatność gotówką wzrastały po kryzysie¹⁸.

Pod względem wielkości ekonomicznych wyniki badań pokazują, że firmy, które charakteryzuje gorsza kondycja finansowa, otrzymywały około 3-4% mniej towarów na kredyt w stosunku do firm o dobrej kondycji finansowej po kryzysie. Pierwsza grupa podmiotów spłacała kredyt dostawcom 4 dni szybciej niż grupa podmiotów charakteryzująca się dobrą kondycją finansową (relatywnie do okresu przed kryzysem). Jednak firmy, które cechowały się gorszą (niestabilną) sytuacją finansową, powinny redukować kredyty oferowane klientom, co jest zgodne z teorią Boissay i Gropp¹⁹.

2. Cel, zakres, metoda badań

Celem badań było ustalenie determinant wpływających na wskaźnik rotacji należności w dniach i wskaźnik rotacji zobowiązań w dniach w polskich msp – z uwzględnieniem koncepcji kosztów agencji²⁰. Aby zrealizować cel badań, postanowiono zweryfikować następującą hipotezę badawczą: w obliczu kryzysu finansowego czynnikami determinującymi poziom wskaźników

¹⁷ I. Love, R. Zaidi: Trade Credit, Bank Credit and Financial Crisis. „International Review of Finance” 2010, 10:1, s. 125-147.

¹⁸ Istotność na poziomie 5% i powyżej.

¹⁹ F. Boissay, R. Gropp: Op. cit., s. 1-44.

²⁰ Jensen i Meckling zidentyfikowali koszty agencji, które wynikają z konfliktu interesów pomiędzy akcjonariuszami (udziałowcami) i pożyczkodawcami a kierownictwem firmy (por. M.C. Jensen, W.H. Meckling: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. „Journal of Financial Economics” 1976, Vol. 3, No. 4, s. 305-360).

rotacji należności w dniach i rotacji zobowiązań w dniach są te, które mają swoje źródło (wyjaśnienie) w koncepcji kosztów agencji. Badaniami objęto 72 podmioty msp (panel zbilansowany 288 jednostek) w latach 2006-2009. Przeprowadzono analizy modelowe z zastosowaniem modelu panelowego o stałych efektach (fixed effects). Jest to model, który uwzględnia wpływ wszystkich niezmiennych w czasie czynników specyficznych dla każdej jednostki. Ustalone efekty indywidualne są eliminowane przez uśrednienie modelu względem czasu (indeksu t)²¹. Formułę modelu można zapisać według wzoru:

$$y_{it} = \alpha_i + X_{it}\beta + \varepsilon_{it},$$

gdzie:

$t = 1, \dots, T$ – liczba okresów,

$i = 1, \dots, N$ – liczba jednostek,

y_{it} – zmienna objaśniana,

α_i – indywidualny efekt, stały względem czasu i różny dla różnych jednostek,

X_{it} – wektor $1 \times n$ obserwacji n zmiennych objaśniających dla i -tej jednostki w czasie t ,

ε_{it} – wektor $(T \times I)$, T składników losowych dla i -tej jednostki.

Opracowano trzy modele. W modelu 1 jako zmienną objaśnianą przyjęto poziom $l_wsk_rotacji_należności$ ²², a w modelu 2 $l_wsk_rotacji_zobowiązań$. Za zmienne objaśniające przyjęto mierniki finansowe (dane z bilansu i rachunku wyników). Po merytorycznej weryfikacji zmiennych²³ (ogółem rozpatrzono 52 zmienne) do budowy modelu wykorzystano 17. Po przeprowadzeniu oceny współliniowości zmiennych (VIF) zbudowano modele regresji.

3. Wyniki badań

W tabeli 1 zaprezentowano wyniki estymacji danych panelowych dla zmiennej objaśnianej $l_wsk_rotacji_należności$. Przeprowadzone badania wskazują na istotne statystycznie znaczenie zmiennych, które mają swoje źródło w procesach inwestycyjnych przeprowadzonych w msp, do których należą: urządzenia techniczne i maszyny oraz środki transportu. Z punktu widzenia ponoszonych przez msp kosztów utrzymania i użytkowania tych grup składników majątkowych należy stwierdzić, że są to grupy składników

²¹ T. Kufel: *Ekonometria. Rozwiązywanie problemów z wykorzystaniem programu GRET*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.

²² Ze względu na charakter zmiennych zarówno zmienne objaśniane, jak i objaśniające zostały poddane logarytmowaniu.

²³ *Ekonometria. Metody i analiza problemów ekonomicznych*. Red. K. Jajuga. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego, Wrocław 1998.

aktywów trwałych, które w największym stopniu przyczyniają się do generowania przychodów ze sprzedaży, a kolejno wpływają na poziom wskaźnika rotacji należności w dniach. Z punktu widzenia realizowanej polityki udzielania kredytu kupieckiego nie bez znaczenia pozostaje poziom wymienionych grup składników aktywów trwałych, mimo że z punktu widzenia operacyjnego funkcjonowania msp ich stan może się wydawać mniej ważny. Drugą grupą zmiennych, które należy poddawać ocenie w procesie zarządzania msp są te, z grupy kosztów, ze szczególnym znaczeniem poziomu amortyzacji, zużycia materiałów i energii oraz kosztów finansowych. Z punktu widzenia operacyjnego funkcjonowania msp, te grupy kosztów powinny podlegać drobiazgowej kontroli. Jednocześnie należy zaznaczyć, że opracowany model jest prawidłowo uwarunkowany zarówno z formalnego, jak i merytorycznego punktu widzenia, a także w znaczącym stopniu wyjaśnia zmienność poziomu $l_wsk_rotacji_należności$.

Tabela 1

Wyniki estymacji danych panelowych – model o stałych efektach – fixed effects dla zmiennej objaśnianej $l_wsk_rotacji_należności$

Estymacja Ustalone efekty Zmienna zależna: $l_wsk_rotacji_należności$ Odporne błędy standardowe (robust HAC)					
Zmienna	Współczynnik	Błąd standardowy	t-Student	wartość p	istotność
Wyraz wolny	-5,50147	8,52245	-0,6455	0,52834	
$l_urządzenia_techniczne_maszyny$	0,404353	0,178537	2,2648	0,03877	**
$l_środki_transportu$	0,467745	0,22967	2,0366	0,05974	*
$l_koszty_finansowe$	-0,47617	0,0985726	-4,8307	0,00022	***
$l_amortyzacja$	-0,855179	0,343988	-2,4861	0,02519	**
$l_zużycie_materiałów_energii$	1,61539	0,633117	2,5515	0,02213	**
dt 2	-0,159143	0,247999	-0,6417	0,53075	
dt 3	0,129535	0,343431	0,3772	0,71132	
Współczynnik determinacji $R^2 = 0,92255$					
Statystyka Doornika-Hansena (1994) Chi-kwadrat(2) = 0,348687, z wartością p = 0,840008					

Źródło: Badania własne.

Aby uzupełnić badania, analizie modelowej poddano wskaźnik rotacji zobowiązań w dniach, a uzyskane wyniki badań zaprezentowano w tabeli 2. Wskaźnik ten został opisany przez liczniejszą grupę zmiennych niż wskaźnik rotacji należności w dniach, chociaż charakter zmiennych objaśniających jest taki sam i mogą one zostać podzielone na dwie grupy: o charakterze inwestycyjnym – związane w wyposażeniem msp w składniki aktywów trwałych,

oraz o charakterze kosztowym. Zmienną istotną z punktu widzenia przeprowadzonych badań, ale głównie ze względu na bezpieczeństwo finansowe msp, jest kapitał własny, który silnie determinował zmienność $l_wsk_rotacji_zobowiązań$. Jest to zmienna tym ważniejsza, że w okresie dekonunktury gospodarczej, utrudnionego dostępu do kapitałów obcych, to właśnie poziom kapitału własnego i jego udział w strukturze źródeł finansowania msp, jest (może być) wyznacznikiem swobody finansowania działalności i możliwości rozwojowych. Bez wątpienia także miary charakteryzujące zasoby msp w aktywa trwale stanowią o możliwościach zabezpieczenia kapitałów obcych i silnie determinują zmienność $l_wsk_rotacji_zobowiązań$.

Tabela 2

Wyniki estymacji danych panelowych – model o stałych efektach – fixed effects dla zmiennej objaśnianej $l_wsk_rotacji_zobowiązań$

Estymacja Ustalone efekty					
Zmienna zależna: $l_wsk_rotacji_zobowiązań$					
Odporne błędy standardowe (robust HAC)					
Zmienna	Współczynnik	Błąd standardowy	t-Student	wartość p	istotność
Wyraz wolny	-21,753	19,0067	-1,1445	0,27161	
$l_budynki_lokalne_obiekty$	-2,39237	0,873355	-2,7393	0,01598	**
$l_urządzania_techniczne_maszyny$	1,20486	0,343537	3,5072	0,00348	***
$l_środki_transportu$	2,04609	0,600923	3,4049	0,00427	***
$l_przychody_finansowe$	0,277054	0,0799303	3,4662	0,00378	***
$l_kapitał_własny$	-4,25267	0,775297	-5,4852	0,00008	***
$l_koszty_finansowe$	-0,885319	0,240305	-3,6841	0,00245	***
$l_amortyzacja$	-2,26374	0,68031	-3,3275	0,00498	***
$l_podatki$	2,7459	1,11114	2,4713	0,02692	**
$l_wynagrodzenia$	2,4797	0,706234	3,5112	0,00346	***
$l_zużycie_materiałów_energii$	4,40333	1,35294	3,2546	0,00576	***
l_grunty	-1,94043	0,825921	-2,3494	0,03400	**
$l_inne_środki_trwale$	1,0617	0,287879	3,6880	0,00243	***
dt_2	-2,03379	0,396928	-5,1238	0,00015	***
dt_3	-2,65438	0,439715	-6,0366	0,00003	***
Współczynnik determinacji $R^2 = 0,97701$					
Statystyka Doornika-Hansena (1994) Chi-kwadrat(2) = 9,59493, z wartością p = 0,00825064					

Źródło: Badania własne.

Podsumowanie

Z przeprowadzonych badań wynika, że z analizowanych msp można wyodrębnić dwie wyraźne grupy czynników wpływających na zmienność $l_wsk_rotacji_należności$ w dniach oraz $l_wsk_rotacji_zobowiązań$ w dniach. Pierwsza grupa to czynniki wyrażające zasoby aktywów trwałych msp; stanowi ona jednocześnie składniki będące zabezpieczeniem w ewentualnej procedurze pozyskiwania kapitałów obcych. Tę grupę czynników należy więc poddawać bieżącej kontroli z punktu widzenia kosztów ich utrzymania i użytkowania. Drugą grupę zmiennych stanowiły te, na które składają się koszty funkcjonowania przedsiębiorstwa, co w warunkach dekonunktury gospodarczej i rozwierania się nożyc cenowych oznacza, że wyspecyfikowane koszty należy na bieżąco monitorować, a w miarę możliwości (bez szkody dla realizowanej działalności) ograniczać. Czynnikiem istotnym, nienależącym do żadnej z wymienionych grup, jest poziom kapitału własnego, który z kolei warunkuje bezpieczeństwo finansowe msp i możliwości (swobodę) pozyskiwania kapitałów obcych, a wobec tego warunkuje możliwości przetrwania i rozwoju przedsiębiorstw. Wskazane czynniki należy mieć pod szczególną obserwacją, a uzyskane wyniki badań stanowią potwierdzenie znanych w nauce finansów prawideł funkcjonowania przedsiębiorstw.

Bibliografia

- Boissay F., Gropp R.: Trade Credit Defaults and Liquidity Provision by Firms. ECB Working Paper 2007, No. 753, s. 1-44.
- Bougheas S., Mateut S., Mizen, P.: Corporate Trade Credit and Inventories: New Evidence of a Trade-off from Accounts Payable and Receivable'. „Journal of Banking and Finance” 2009, 33(2), s. 300-7.
- Burkart M., Ellingsen T.: In-kind Finance: A Theory of Trade Credit'. „American Economic Review” 2004, 94(3), s. 569-90.
- Cambello M., Graham J., Harvay C.: The Real Effect on Financial Constraints. Evidence From Financial Crisis 2009, 12, www.ssrn.com.
- Carreira C., Silvia F.: No Deep Pocket: Some Stylized Empirical Results on Firms Financial constraints. „Journal of Economic Surveys” 2010, Vol. 24, No. 4, s. 731-753.
- Cuñat V.: Trade Credit: Suppliers as Debt Collectors and Insurance Providers. „Review of Financial Studies” 2007, 20(2), s. 491-527.
- Ekonometria. Metody i analiza problemów ekonomicznych. Red. K. Jajuga. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego, Wrocław 1998.

- Guariglia A., Mateut S.: Credit Channel, Trade Credit Channel, and Inventory Investment: Evidence From a Panel of UK Firms. „Journal of Banking and Finance” 2006, 30(10), s. 2835-56.
- The Impact of the Global Crisis on SME and Entrepreneurship Financing and Policy Responses. OECD, 2009.
- Jensen M.C., Meckling W.H.: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. „Journal of Financial Economics” 1976, Vol. 3, No. 4, s. 305-360.
- Kufel T.: Ekonometria. Rozwiązywanie problemów z wykorzystaniem programu GRET. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Love I., Preve L.A. Sarria-Allende V.: Trade Credit and Bank Credit: Evidence from Recent Financial Crises. „Journal of Financial Economics” 2007, 83(2), s. 453-69.
- Love I., Zaidi R.: Trade Credit, Bank Credit and Financial Crisis. „International Review of Finance” 2010, 10:1, s. 125-147
- Mian S.L., Smith C.W., Jr.: Accounts Receivable Management Policy: Theory and Evidence. „Journal of Finance” 1992, 47, s. 169-200.
- Petersen M., Rajan R.: Trade Credit: Theories and Evidence. „Review of Financial Studies” 1997, 10, s. 661-91.
- Wilner B.S.: The Exploitation of Relationships in Financial Distress: The Case of Trade Credit. „Journal of Finance” 2000, 55, s. 153-78.
- Zhang R.: The Role of Information Sharing in Trade Credit Distribution: Evidence from Thailand. ASIAN-PACIFIC ECONOMIC LITERATURE 10.1111/j.1467-8411.2011.01278.x, s. 133-149.

TRADE CREDIT AND THE FINANCIAL SITUATION OF SMES IN THE CONDITIONS OF AN UNSTABLE ENVIRONMENT

Summary

The global financial crisis has significantly worsened the financial standing of companies around the world. Debt management policy and commitments has become a priority in the current business activities in the period of turbulent change. The aim of this study was to establish the determinants affecting the receivables turnover in days and liabilities turnover in days, according to Polish SMEs. The study shows that we can distinguish two distinct groups of factors affecting the variability of receivables turnover ratio in days and liabilities turnover ratio in days, in the studied companies. They are a group of factors expressing SME resources and assets constituting the components that are also secured in any process of obtaining foreign capital. The second group were those variables, which include the costs of the enterprise. In conditions of economic downturn and dilating the margin squeeze means that the specified costs should be monitor in real time and, where possible (without damage to the business transacted) limit.

Katarzyna Kreczmańska-Gigol

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

ROLA SKARBNIKA W PRZEDSIĘBIORSTWIE – UJĘCIE HISTORYCZNE I WSPÓŁCZESNE

Wprowadzenie

Współczesne przedsiębiorstwa w Polsce, zwłaszcza mikro, małe i średnie, koncentrują się na funkcji rachunkowości finansowej i rachunkowości zarządczej, a przywiązują zbyt małą wagę do zarządzania bieżącymi finansami, czyli funkcji skarbnika. Zarządzanie skarbem nabiera znaczenia zwłaszcza w obliczu problemów z płynnością, jakie zwykle towarzyszą okresom dekoniunktury. Poprzez uświadomienie przedsiębiorstwom znaczenia zarządzania skarbem można spowodować nadanie skarbnikowi odpowiedniej rangi i dzięki temu poprawić skuteczność zarządzania płynnością finansową w przedsiębiorstwach oraz zmniejszyć ryzyko bankructwa.

1. Rola skarbnika – ujęcie historyczne

Funkcja skarbnika korporacyjnego została rozwinięta w korporacjach amerykańskich i angielskich. Prawdopodobnie przyczyną takiego stanu rzeczy był rozwój rynków finansowych. Przyczyniło się do szybszego wzrostu przedsiębiorstw i stopniowego przekształcania się ich z przedsiębiorstw narodowych w ponadnarodowe korporacje. Wzrost samych korporacji oraz rozwój rynków finansowych i coraz bardziej złożony charakter instrumentów finansowych powodował, że zarząd korporacji i jej właściciele nie byli w stanie zajmować się samodzielnie finansami przedsiębiorstwa. Powstała konieczność oddzielenia zadań biznesowych związanych ze sferą realną w przedsiębiorstwach od sfery finansowej, która obejmuje finansowanie i inwestowanie¹.

Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa obejmuje m.in. obowiązki związane ze sporządzaniem sprawozdań finansowych, wynikające z przepisów prawnych ustanawianych przez państwo (funkcja rachunkowości finansowej), jak również obowiązki związane z planowaniem działalności w sferze finansowej i raportowaniem na rzecz właścicieli i zarządu (funkcja rachunkowości zarządczej).

¹ Dylematy kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie. Wnioski z konferencji. Red. K. Kreczmańska-Gigol. Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009, s. 13.

Niektórzy dopatrują się początków skarbowości w działaniach będących swego rodzaju „zapleczem” dla funkcji rachunkowości finansowej. Teoria ta wydaje się nieuzasadniona, ponieważ rachunkowość finansowa i obowiązki z nią związane powstały dopiero wraz z opodatkowaniem przedsiębiorstw. Tymczasem funkcjonowanie sfery finansowej towarzyszy prowadzeniu biznesu od zawsze. Potwierdzenie tezy, że skarbowość jest starsza niż rachunkowość finansowa, można znaleźć w książce H.C. Bentleya wydanej na początku dwudziestego wieku, której autor przedstawia historyczne ujęcie funkcji skarbnika².

Według Bentleya na początku dwudziestego wieku skarbnik był swoistym opiekunem finansów w przedsiębiorstwie. W mniejszych korporacjach skarbnicy łączyli funkcję księgowego (której beneficjentem był Skarb Państwa) i funkcję zarządzania finansami przedsiębiorstwa (służącą w pierwszej kolejności zarządowi korporacji i właścicielom)³. W większych korporacjach skarbnik odpowiadał za zarządzanie finansami przedsiębiorstwa, a nie ponosił odpowiedzialności za rachunkowość finansową. Ze względu na odbiorcę funkcji skarbowości, która została powołana dla zaspokojenia potrzeb wewnętrznych przedsiębiorstwa, wydaje się, że funkcja rachunkowości finansowej jest funkcją wtórną w stosunku do funkcji skarbowości, bo narzuconą przez przepisy prawa i służącą podmiotom zewnętrznym. Na początku dwudziestego wieku to nie skarbnik podlegał głównemu księgowemu, lecz na odwrót.

Funkcja zarządzania skarbem polegała na opiece nad finansami przedsiębiorstwa, która przejawiała się w dbaniu o odpowiednie saldo środków pieniężnych, co miało zapewnić zachowanie płynności finansowej przedsiębiorstwa⁴. Jednocześnie do obowiązków skarbnika należało:

- sporządzanie okresowych raportów finansowych przedstawianych akcjonariuszom i członkom zarządu (co można porównać do zakresu obowiązków współczesnego kontrolera finansowego),
- wypełnianie zadań wynikających z regulaminów i poleceń pochodzących od bezpośrednich przełożonych skarbnika, którymi byli członkowie zarządu⁵.

Skarbnik miał uprawnienia do zaciągania zobowiązań w imieniu przedsiębiorstwa (mógł wystawiać weksle w imieniu przedsiębiorstwa) oraz dysponowania środkami pieniężnymi przedsiębiorstwa (mógł wystawiać czek)⁶. Należy zaznaczyć, że podlegał bezpośrednio zarządowi i przed nim odpowiadał. Ponieważ skarbnik był odpowiedzialny w praktyce za cały proces zarządzania finansami, ograniczany w większych korporacjach jedynie o obowiązki

² H.C. Bentley: *Corporate Finance and Accounting*. The Ronald Press, New York 1908.

³ Ibid., s. 90.

⁴ Ibid., s. 13.

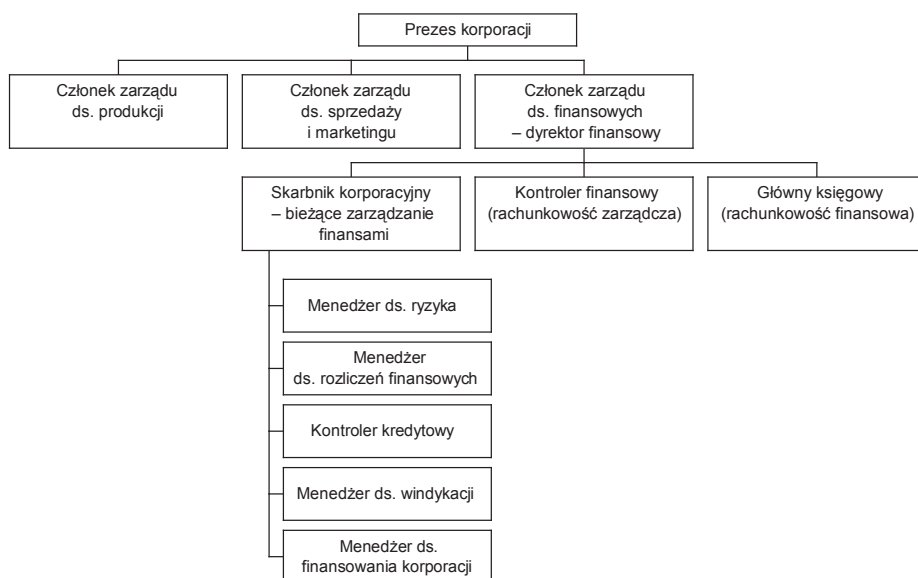
⁵ Ibid.

⁶ Ibid., s. 48-49.

związane z rachunkowością finansową, więc jego działania mogły narazić przedsiębiorstwo i właścicieli na straty. Ciekawostką jest to, że za straty poniesione przez przedsiębiorstwo w wyniku decyzji podjętych przez skarbnika w ramach wykonywanych przez niego obowiązków, skarbnik ponosił odpowiedzialność finansową i karną⁷.

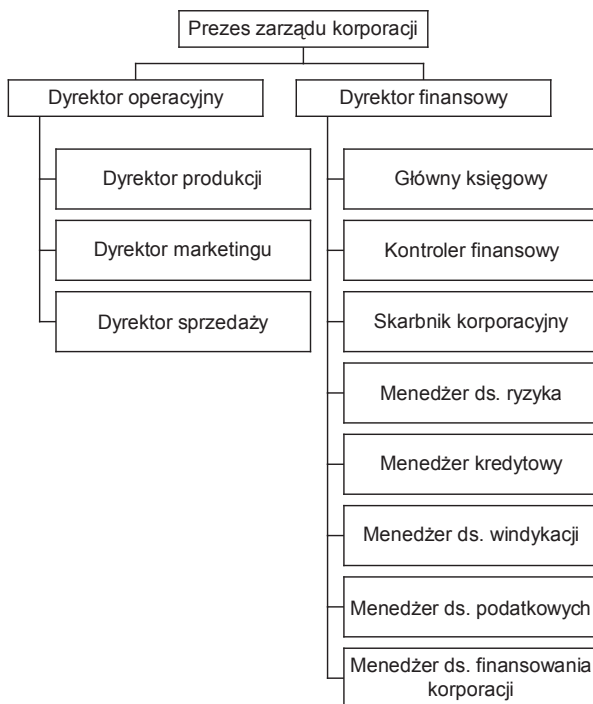
2. Umiejscowienie działu skarbowego w przedsiębiorstwie

Skarbnicy w różnych korporacjach są różnie posadowieni w strukturze organizacyjnej korporacji. Najczęściej spotykane umiejscowienie skarbnika w strukturze organizacyjnej korporacji przedstawiają rysunki 1 i 2.



Rys. 1. Umiejscowienie skarbnika w strukturze organizacyjnej korporacji – ujęcie pierwsze

⁷ Ibid., s. 90.



Rys. 2. Umieszczenie skarbnika w strukturze organizacyjnej korporacji – ujęcie drugie

Rozwiązania przedstawione na rysunkach 1 i 2 nie wyczerpują wszystkich możliwości. Na przykład w jednej z korporacji działających w Polsce skarbnik (nazywany dyrektorem Biura Zarządzania Finansami) podlega bezpośrednio dyrektorowi finansowemu i jest jednym z pięciu dyrektorów podlegających dyrektorowi finansowemu. Oprócz skarbnika są jeszcze na równoległych stanowiskach – główny księgowy, dyrektor kontrolingu, dyrektor do spraw planowania podatkowego i dyrektor do spraw kontroli finansowej. W innej korporacji w Polsce bezpośrednim zwierzchnikiem skarbnika korporacyjnego nie jest dyrektor finansowy, lecz podlegający mu dyrektor Pionu Finansów Korporacyjnych. Menedżerami na równoległych stanowiskach do stanowiska skarbnika są: szef Departamentu Fuzji i Przejęć, szef Departamentu Zarządzania Ryzykiem Kredytowym, szef Departamentu Finansowania Korporacji, szef Departamentu Rozliczania Transakcji Finansowych⁸.

Skarbnik korporacyjny nie zawsze jest nazywany skarbnikiem. Stanowiska zajmowane przez osoby, które mają w zakresie swoich obowiązków zadania typowego skarbnika korporacyjnego, mogą być różnie nazywane. Na przykład: menedżer departamentu skarbu, dyrektor działu skarbowości, dyrektor do spraw treasury, kierownik działu transakcji i analiz, dyrektor działu operacji finansowych.

⁸ Analiza własna struktur organizacyjnych w korporacjach w Polsce.

We współczesnych korporacjach można wyróżnić trzy główne funkcje w ramach zarządzania finansami – funkcję rachunkowości finansowej (wykonywaną w każdym przedsiębiorstwie – samodzielnie lub też zlecaną na zewnątrz, zwłaszcza w mikro i małych przedsiębiorstwach), funkcję rachunkowości zarządczej (wykonywaną w przedsiębiorstwach bardzo dużych i dużych przez kontrolera finansowego, a przedsiębiorstwach średnich lub dużych przez dyrektora finansowego), funkcję skarbowości (wykonywaną w dużych i bardzo dużych korporacjach najczęściej przez skarbnika korporacyjnego lub rozdzieloną między kilku menedżerów o mniejszych kompetencjach, w przedsiębiorstwach dużych i średnich wykonywaną najczęściej bezpośrednio przez dyrektora finansowego lub analityka finansowego bądź kilku pracowników podlegających dyrektorowi finansowemu; w przedsiębiorstwach małych i mikro funkcja ta najczęściej nie występuje).

Brak wykonywania funkcji skarbowości w średnich, małych i mikro przedsiębiorstwach może być źródłem problemów z płynnością przedsiębiorstwa. Podobnie rozproszenie funkcji zarządzania skarbem pomiędzy kilku menedżerów niższego szczebla o randze niższej niż główny księgowy i kontroler finansowy prowadzi do tego, że proces zarządzania płynnością finansową przedsiębiorstwa nie ma swojego właściciela i przywiązuje się do niego mniejszą wagę niż do rachunkowości finansowej i zarządczej. Tymczasem rachunkowość finansowa jest funkcją, która nie wpływa na poprawę zarządzania finansami przedsiębiorstwa, ponieważ jest wykonywana na potrzeby podmiotów zewnętrznych. Rachunkowość finansowa jest skoncentrowana na przeszłości. Funkcja rachunkowości zarządczej jest wykonywana na potrzeby wewnętrzne przedsiębiorstwa, lecz jest skoncentrowana na przyszłości. W ten sposób przedsiębiorstwa koncentrują się na przeszłości i przyszłości, a bieżące procesy finansowe są przez nie pomijane. Może to skutkować zwiększaniem ryzyka trudności finansowych i bankructwa.

3. Zadania skarbnika korporacyjnego we współczesnych korporacjach

Skarbowość w krajach anglosaskich ma ponad stuletnią tradycję. W Polsce historia skarbowości jest bardzo krótka, bo nie ma nawet 20 lat. Pierwsi skarbnicy pojawili się wraz z zagranicznymi korporacjami, które tworząc oddziały w Polsce po wprowadzeniu w naszym kraju gospodarki rynkowej, odwzorowywały strukturę organizacyjną z innych działających już na świecie swoich oddziałów. Pojawiły się wówczas pierwsze w Polsce stanowiska skarbników korporacyjnych.

Zakres obowiązków skarbników w różnych korporacjach może się znacząco od siebie różnić. Tabela 1 przedstawia różne ujęcia zakresu obowiązków skarbników korporacyjnych, które można znaleźć w literaturze zagranicznej.

Tabela 1

Różne ujęcia zakresu obowiązków skarbnika korporacyjnego według źródeł zagranicznych

Lp.	Źródło informacji	Zakres obowiązków skarbnika korporacyjnego
1	2	3
1	D. Ross	– zarządzanie poziomem środków pieniężnych – zarządzanie funduszami zainwestowanymi na rynku pieniężnym – dbanie o przepływy pieniężne w przedsiębiorstwie, które pozwolą na prowadzenie działalności operacyjnej – prognozowanie przepływów pieniężnych w przedsiębiorstwie i ryzyka z nimi związanego – zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwie – dbanie o kondycję finansową przedsiębiorstwa – analiza sytuacji na rynku pieniężnym i jej wpływu na przedsiębiorstwo – podejmowanie decyzji co do finansowania działalności operacyjnej – ocena opłacalności projektów inwestycyjnych – ocena opłacalności fuzji i przejęć – podejmowanie decyzji dotyczących ubezpieczeń i innych form zabezpieczeń prawnych – współpraca z bankami w zakresie pozyskiwania źródeł finansowania, w tym negocjowanie warunków finansowych – kontakty z wierzycielami (w tym z bankami) i inwestorami – współpraca z innymi działami przedsiębiorstwa, a w szczególności z działami finansowymi – działem podatkowym, księgowością i rachunkowością zarządczą – poszerzanie wiedzy z zakresu finansów – uczestniczenie w spotkaniach zarządu i menedżerów wyższego szczebla
2	S.M. Bragg	– kontrolowanie przepływów pieniężnych – monitorowanie przepływów pieniężnych – pozyskiwanie źródeł finansowania – lokowanie nadwyżek finansowych – ochrona przed ryzykiem kursowym i ryzykiem stopy procentowej – odpowiedzialność za relacje z bankami – odpowiedzialność za relacje z agencjami ratingowymi – inwestowanie środków przedsiębiorstwa – inwestowanie środków zgromadzonych w ramach pracowniczych funduszy emerytalnych – współpraca z podmiotami zewnętrznymi wykonującymi na zlecenie przedsiębiorstwa pewne obowiązki skarbnika w ramach umów outsourcingowych – kontrola polityki kredytowej przedsiębiorstwa – doradzanie zarządowi lub kontrolerowi w zakresie planowania krótkoterminowej i długoterminowej płynności finansowej – kontrola i nadzór nad działem skarbowości w przedsiębiorstwie

cd. tabeli 1

1	2	3
3	The Association of Corporate Treasurers – ACT	– obsługa w zakresie rynków kapitałowych i źródeł finansowania: – współpraca z bankami w zakresie finansowania bankowego – trade finance – pozyskiwanie finansowania własnego i finansowania dłużnego – zarządzanie ryzykiem finansowym: – zarządzanie ryzykiem kredytowym – zarządzanie ryzykiem stopy procentowej – zarządzanie ryzykiem kursowym – zarządzanie ryzykiem operacyjnym – współudział w procesie zarządzania finansami korporacji – udział w kształtowaniu struktury kapitału – udział w planowaniu i ocena inwestycji – kontrola księgowych aspektów realizacji operacji finansowych – zarządzanie płynnością finansową: – cash management – monitorowanie i planowanie przepływów pieniężnych – udział w zarządzaniu kapitałem obrotowym netto – obsługa systemów rozliczeniowych i clearingowych – kontrola i nadzór nad działem skarbowym: – realizacja ogólnej polityki i celów skarbowości w przedsiębiorstwie – nadzór nad pracownikami – nadzór nad przeprowadzanymi operacjami finansowymi – wybór i kontrola wykorzystywanych w skarbowości systemów informatycznych

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: D. Ross: *International Treasury Management*. Euromoney Publishing, London 1996, s. 28; S.M. Bragg: *Treasury Management. The Practitioner Guide*. John Wiley&Sons Inc., New Jersey 2010, s. 7-8; www.treasures.org [dostęp: 10.01.2012].

Podobnie jak w przypadku zakresów obowiązków skarbnika wskazywanych w literaturze zachodniej, tak również w Polsce można zauważyć znaczące różnice. Ciekawie tłumaczy występowanie tych różnic J. Rauk. Twierdzi on, że zakres obowiązków wynika z kompetencji i doświadczenia samego skarbnika. Z czasem gdy skarbnik staje się bardziej profesjonalny, wzrasta jego wiedza, doświadczenie i zaufanie zarządu do skarbnika, może on otrzymywać kolejne zadania⁹.

⁹ J. Rauk: *Rola skarbnika w przedsiębiorstwie – ujęcie pierwsze*. W: *Aktywne zarządzanie płynnością finansową przedsiębiorstwa*. Red. K. Kreczmańska-Gigol. Difin, Warszawa 2010, s. 44.

Tabela 2

Różne ujęcia zakresu obowiązków skarbnika korporacyjnego według źródeł polskich

Lp.	Źródło informacji	Zakres obowiązków skarbnika korporacyjnego
1	2	3
1	J. Głuchowski, R. Hutowski	– zarządzanie gotówką – zarządzanie walutą i ekspozycją – zarządzanie funduszami – zarządzanie ryzykiem – proces doradczy
2	J. Rauk	– obowiązki podstawowe: – zarządzanie gotówką na kontach bankowych – zarządzanie liniami kredytowymi i ich wykorzystaniem – zarządzanie ryzykiem finansowym (ryzyko kursowe, ryzyko stopy procentowej, ryzyko kredytowe) – szersze ujęcie funkcji skarbu (funkcje dodatkowe – grupa 1): – prognozowanie płynności – hedge accounting – kontrola kredytowa i windykacja – szersze ujęcie funkcji skarbu (funkcje dodatkowe – grupa 2): – zarządzanie należnościami – zarządzanie zobowiązaniami – stworzenie programu finansowania klientów przedsiębiorstwa (trade finance) i dostawców (np. reverse factoring) – szersze ujęcie funkcji skarbu (funkcje dodatkowe – grupa 3): – zarządzanie kapitałem obrotowym netto (w całości lub współ-udział w procesie) – współudział w planowaniu inwestycji długookresowych (fuzje, przejęcia, greenfields i modernizacje)
3	M. Müldner	– cash management – płatności – zarządzanie płynnością – kredyty – lokaty – cash pooling – zarządzanie ryzykiem walutowym – identyfikacja ryzyka finansowego – rekomendacja scenariuszy zabezpieczeń – zawieranie transakcji walutowych – finansowanie – ocena ryzyka finansowego potencjalnych projektów – ubezpieczenia – gwarancje bankowe i ubezpieczeniowe (udzielane i uzyskiwane)

cd. tabeli 2

1	2	3
4	W. Szumielewicz	– zarządzanie ryzykiem i transakcjami walutowymi – inwestowanie i finansowanie – relacje z bankami – zarządzanie płynnością – zarządzanie kapitałem obrotowym – płatności przychodzące – płatności wychodzące – płatności wewnętrzne

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: J. Głuchowski, R. Hutterski, V. Jaaskelainen, P.H. Nielsen: Zarządzanie finansami w korporacjach międzynarodowych. Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2002, s. 54; J. Rauk: Rola skarbnika w przedsiębiorstwie – ujęcie pierwsze. W: Aktywne zarządzanie płynnością finansową przedsiębiorstwa. Red. K. Kreczmańska-Gigol. Difin, Warszawa 2010, s. 45; M. Müldner: Rola skarbnika korporacyjnego w przedsiębiorstwie. W: Aktywne zarządzanie płynnością finansową..., op. cit., s. 63; W. Szumielewicz: Cash Management w grupach kapitałowych. Diagnostowanie, kształtowanie, ocena. Difin, Warszawa 2009, s. 60.

F. Grzelak, przeprowadzając badania ankietowe wśród członków Stowarzyszenia Polskich Skarbników Korporacyjnych, zadał im m.in. pytanie o zakres ich obowiązków¹⁰. Do obowiązków wskazywanych najczęściej przez ankietowanych skarbników można zaliczyć:

- cash management, obejmujące m.in. zarządzanie środkami na rachunkach bankowych i zarządzanie płatnościami przedsiębiorstwa (83% badanych),
- obsługę finansową w zakresie źródeł finansowania (75% badanych),
- cały proces zarządzania płynnością finansową przedsiębiorstwa (58% badanych),
- relacje z bankami i innymi instytucjami finansowymi (58% badanych),
- zarządzanie ryzykiem finansowym w przedsiębiorstwie (50% badanych),
- ubezpieczenia (33% badanych).

J. Rauk twierdzi, że ze skarbnikiem ma się do czynienia wówczas, gdy do zakresu jego obowiązków należą obowiązki wskazane przez niego jako podstawowe (tabela 1). Jeśli zakres jego obowiązków ich nie obejmuje, to nawet jeśli nazywa się go skarbnikiem, to w rzeczywistości skarbnikiem nie jest¹¹.

¹⁰ Badanie przeprowadzono w ramach przygotowywania pracy licencjackiej w SGH w Warszawie (F. Grzelak: Corporate treasury management – rola skarbnika korporacyjnego w zarządzaniu płynnością finansową przedsiębiorstwa z wykorzystaniem usług i produktów bankowości korporacyjnej. Niepublikowana praca licencjacka napisana pod kierunkiem K. Kreczmańskiej-Gigol. SGH, Warszawa 2011).

¹¹ J. Rauk: Op. cit., s. 45.

Podsumowanie

Zarządzanie skarbem jest funkcją, która od dawna występuje w korporacjach anglosaskich. Do Polski funkcja ta jest wprowadzana przez korporacje międzynarodowe. Koncentrując się na bieżącym zarządzaniu finansami, a zwłaszcza na zarządzaniu płynnością finansową, powinna być dostrzeżona również przez przedsiębiorstwa niebędące częścią międzynarodowych korporacji. Przeniesienie funkcji skarbowości do przedsiębiorstw średnich, małych i mikro pomogłoby w zmniejszeniu ryzyka trudności finansowych i ryzyka bankructwa.

Ciekawe jest to, że zakres obowiązków skarbnika zmieniał się w czasie i obecnie nie jest ściśle określony. Z funkcji zarządzania skarbem wydzieliła się najprawdopodobniej funkcja rachunkowości zarządczej, a w przeszłości skarbnik mógł być zwierzchnikiem głównego księgowego, co mogło świadczyć o wysokiej randze tego stanowiska. Obecnie funkcja zarządzania skarbem bywa dzielona między kilku menedżerów, co stwarza ryzyko obniżania jej rangi w stosunku do funkcji rachunkowości finansowej i rachunkowości zarządczej.

Bibliografia

- Bentley H.C.: Corporate Finance and Accounting. The Ronald Press, New York 1908.
- Bragg S.M.: Treasury Management. The Practitioner Guide. John Wiley&Sons Inc., New Jersey 2010.
- Dylematy kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie. Wnioski z konferencji. Red. K. Kreczmańska-Gigol. Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.
- Głuchowski J., Huterski R., Jaaskelainen V., Nielsen P.H.: Zarządzanie finansami w korporacjach międzynarodowych. Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2002.
- Grzelak F.: Corporate treasury management – rola skarbnika korporacyjnego w zarządzaniu płynnością finansową przedsiębiorstwa z wykorzystaniem usług i produktów bankowości korporacyjnej. Niepublikowana praca licencjacka napisana pod kierunkiem K. Kreczmańskiej-Gigol. SGH, Warszawa 2011.
- Müldner M.: Rola skarbnika korporacyjnego w przedsiębiorstwie. W: Aktywne zarządzanie płynnością finansową przedsiębiorstwa. Red. K. Kreczmańska-Gigol. Difin, Warszawa 2010.
- Rauk J.: Rola skarbnika w przedsiębiorstwie – ujęcie pierwsze. W: Aktywne zarządzanie płynnością finansową przedsiębiorstwa. Red. K. Kreczmańska-Gigol. Difin, Warszawa 2010.

Ross D.: *International Treasury Management*. Euromoney Publishing, London 1996.

Szumielewicz W.: *Cash Management w grupach kapitałowych. Diagnozowanie, kształtowanie, ocena*. Difin, Warszawa 2009.

www.treasures.org.

THE ROLE OF THE TREASURER IN AN ENTERPRISE – HISTORICAL AND CONTEMPORARY FRAME

Summary

Contemporary enterprises in Poland, especially micro, small and medium ones, focus on the function of financial and management accounting but they attach too little importance to management of current finances, that is, treasurer's function. Treasury management has gained importance especially in the face of liquidity problems, which are usually connected with periods of recession. Through making enterprises aware of the importance of treasury management, it can give the treasurer the appropriate level and it can also improve the effectiveness of financial liquidity in enterprises and thanks to that it can also reduce the risk of bankruptcy.

Elżbieta Orechwa-Maliszewska

Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Białymstoku

RELACJE KAPITAŁOWO-MAJĄTKOWE POLSKICH PRZEDSIĘBIORSTW

Wprowadzenie

W strategii finansowej przedsiębiorstwa ważne miejsce zajmuje problem określenia właściwych relacji między strukturą kapitału a strukturą majątku. Specyfika poszczególnych grup składników majątkowych jest istotnym kryterium doboru źródeł ich finansowania, przy czym szczególne wymagania odnoszą się do kapitałów finansujących majątek trwały. O randze relacji kapitałowo-majątkowych w zarządzaniu finansami może świadczyć ich rola w kształtowaniu płynności przedsiębiorstwa, a pośrednio także jego rentowności. Zachowanie właściwych relacji między strukturą majątku a strukturą kapitału staje się szczególnym wyzwaniem w sytuacji pogorszenia koniunktury gospodarczej.

Celem niniejszego opracowania jest ocena relacji kapitałowo-majątkowych występujących w przedsiębiorstwach w Polsce w warunkach zmian koniunktury gospodarczej i związanej z tym niestabilności otoczenia. Analizą objęto przedsiębiorstwa prowadzące księgi rachunkowe i zatrudniające co najmniej 10 osób.

1. Relacje kapitałowo-majątkowe w świetle literatury

Problematyka poprawnych relacji między strukturą majątku a strukturą kapitału jest często omawiana w literaturze finansowej, a formułowane w tym zakresie postulaty są określane mianem reguł lub zasad. Pierwszą z tych reguł jest złota reguła finansowa przyjmująca do oceny relacji kapitałowo-majątkowych kryterium czasu¹. Wskazuje ona na konieczność zachowania zgodności terminów wykorzystywania poszczególnych składników aktywów z terminami wymagalności finansujących je pasywów. Reguła ta ułatwia utrzymanie płynności finansowej, dlatego też wierzyciele przywiązują do jej zachowania dużą wagę (w literaturze występuje ona także pod nazwą „złota reguła bankowa”)².

¹ W. Gabrusewicz: Podstawy analizy finansowej. PWE, Warszawa 2007, s. 120-126.

² Por. m.in. A. Bielawska: Podstawy finansów przedsiębiorstwa. Zachodniopomorska Szkoła Biznesu, Szczecin 2001, s. 236-238.

Kolejna reguła, czyli złota reguła bilansowa, zakłada, że kształtowanie relacji kapitałowo-majątkowych powinno się opierać na kryterium własności³. Zgodnie z nią aktywa o trwałym charakterze powinny być finansowane w całości kapitałem własnym. Jej zachowanie zmniejsza ryzyko finansowe, ale ogranicza równocześnie wykorzystanie efektu dźwigni finansowej i związanej z tym poprawy rentowności. Mniej restrykcyjną formę tej reguły określa się mianem srebrnej reguły bilansowej lub złotej reguły bilansowej w szerszym ujęciu. Srebrna reguła wskazuje, że źródłem finansowania aktywów trwałych powinien być kapitał stały złożony nie tylko z kapitału własnego, ale także zobowiązań długoterminowych, przy czym zaleca się, aby udział kapitału własnego w kapitale stałym nie był mniejszy niż $2/3$ ⁴. Reguła ta rozszerza wprawdzie możliwości wystąpienia efektu dźwigni finansowej poprzez uwzględnienie zobowiązań długoterminowych, ale nie bierze pod uwagę faktu „rolowania” niektórych zobowiązań krótkoterminowych, co czyni je w rzeczywistości długoterminowymi źródłami finansowania.

Relacje między strukturą majątku a strukturą kapitału są odzwierciedlane we wskaźnikach finansowych. Należą do nich: wskaźnik zastosowania kapitału własnego (kapitał własny/aktywa trwałe) oraz wskaźnik zastosowania kapitału obcego (kapitał obcy/aktywa obrotowe). Iloraz tych wskaźników określany mianem ogólnego wskaźnika sytuacji finansowej przedsiębiorstwa służy do całościowej oceny relacji kapitałowo-majątkowych⁵, a jego wzrost świadczy o ograniczaniu ryzyka finansowego. Inną grupą wskaźników opartą na relacjach kapitałowo-majątkowych są wskaźniki płynności.

Relacje między strukturą majątku a strukturą kapitału są podstawą tworzenia strategii finansowania majątku. W literaturze wyodrębnia się zazwyczaj trzy strategie: konserwatywną, umiarkowaną i dynamiczną. Podział ten jest związany z kategorią kapitału obrotowego netto.

W strategii konserwatywnej zakłada się maksymalizację kapitału obrotowego netto. Kapitał stały finansuje bowiem całość majątku trwałego oraz stałego majątku obrotowego, jak również część aktywów obrotowych o charakterze tymczasowym. Strategia ta minimalizuje ryzyko finansowe za cenę pogorszenia rentowności, ogranicza bowiem możliwości wykorzystania efektu dźwigni finansowej, a ponadto preferuje dług długoterminowy droższy zazwyczaj w stosunku do długu krótkoterminowego.

³ W. Gabrusewicz: Op. cit.

⁴ M. Sierpińska i T. Jachna przy opisie powyższych reguł wskazują, że dla celów analitycznych majątek trwały powinien być powiększony o należności z tytułu dostaw i usług o terminie zapadalności powyżej 1 roku, a w zobowiązaniach długoterminowych należy uwzględnić zobowiązania z tytułu dostaw i usług z terminem wymagalności przekraczającym 1 rok. Por. M. Sierpińska, T. Jachna: Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 75-77.

⁵ Szerzej zob. m.in. M. Gorczyńska, M. Wieczorek-Kosmala, K. Znaniecka: Finanse przedsiębiorstwa. AE, Katowice 2008, s. 49-57.

Strategia umiarkowana zakłada poszukiwanie równowagi w dążeniu przedsiębiorstwa do zapewnienia bezpieczeństwa finansowego oraz do maksymalizacji rentowności. Przy zastosowaniu tej strategii kapitał stały finansuje majątek trwały oraz stałą część majątku obrotowego, pozostała część majątku obrotowego jest finansowana zobowiązaniami krótkoterminowymi. Kapitał obrotowy netto jest zatem mniejszy niż przy strategii konserwatywnej. Strategia umiarkowana wymaga od przedsiębiorstwa umiejętnego poruszania się na rynku finansowym w celu zapewnienia sobie możliwości elastycznego pozyskiwania kapitałów krótkoterminowych dla podtrzymania płynności finansowej.

W strategii dynamicznej kapitał stały finansuje majątek trwały, natomiast majątek obrotowy jest pokrywany przez zobowiązania krótkoterminowe. Strategia ta sprzyja minimalizacji kosztów finansowych, naraża jednak przedsiębiorstwo na niebezpieczeństwo wzrostu stopy procentowej i trudności w pozyskiwaniu dodatkowych kredytów⁶. W bardziej agresywnej wersji tej strategii może wystąpić finansowanie kapitałem krótkoterminowym części majątku trwałego, co oznacza ujemny poziom kapitału obrotowego netto⁷. Przedsiębiorstwo ryzykuje zachwianiem płynności finansowej w celu zwiększenia rentowności. Strategia ta wymaga systematycznego odnawiania zobowiązań krótkoterminowych; w przypadku braku takich możliwości konieczność spłaty wymagalnych zobowiązań może zmuszać przedsiębiorstwo do sprzedaży składników majątku trwałego⁸.

Przedstawione reguły w zakresie kształtowania relacji kapitałowo-majątkowych mają charakter modelowy. Wybór konkretnej strategii finansowania majątku wynika z wielu uwarunkowań wewnętrznych i zewnętrznych. Przykładowo przedsiębiorstwa posiadające mocną pozycję w kontaktach z dostawcami mogą w znacznym stopniu, bez groźby utraty płynności, finansować się zobowiązaniami krótkoterminowymi z tytułu dostaw i usług. Ponadto zachowanie płynności finansowej zależy nie tylko od relacji bilansowych, ale także od przepływów pieniężnych.

⁶ Szerzej: J. Czekaj, Z. Dresler: Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002 s. 158-162.

⁷ Strategię taką stosują przedsiębiorstwa handlowe, które korzystają z kredytu kupieckiego, a same go nie udzielają, realizując sprzedaż gotówkową. Por. Analiza finansowa w procesie decyzyjnym. Red. G. Łukasik. AE, Katowice 2009, s. 99-100.

⁸ Por. Finanse. Red. J. Ostaszewski. Difin, Warszawa 2010, s. 451-452.

2. Analiza relacji kapitałowo-majątkowych w przedsiębiorstwach w Polsce

Badanie relacji kapitałowo-majątkowych w przedsiębiorstwach zostało przeprowadzone na podstawie danych bilansowych 53 220 niefinansowych podmiotów gospodarczych prowadzących księgi rachunkowe i zatrudniających minimum 10 osób. Dane te nie uwzględniają niektórych składników majątkowych i źródeł finansowania będących w dyspozycji przedsiębiorstw, a niewykazywanych w bilansie (np. aktywów i zobowiązań wynikających z leasingu operacyjnego i faktoringu). Ponadto na ich podstawie nie można wyodrębnić majątku obrotowego o charakterze stałym i tymczasowym.

Analiza struktury aktywów i pasywów przedsiębiorstw (tabela 1) wskazuje, że w latach 2006-2010 przedsiębiorstwa stosowały umiarkowaną strategię finansowania majątku, przy czym kapitał stały finansował niewielką część majątku obrotowego (w granicach 8%-13% jego wartości). Informacje o relacjach kapitałowo-majątkowych przedsiębiorstw uzupełnia analiza wielkości kapitału obrotowego netto (rysunek 1).

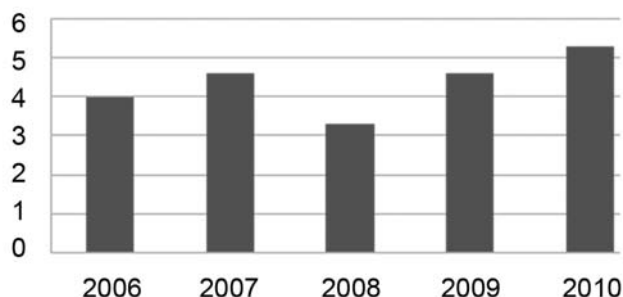
Tabela 1

Struktura aktywów i pasywów przedsiębiorstw w Polsce w latach 2006-2010 (w %)

Wyszczególnienie	2006	2007	2008	2009	2010
Aktywa trwałe	59,4	60,1	59,3	60,0	59
Aktywa obrotowe	40,6	39,9	40,7	40,0	41
Kapitały (fundusze) własne	51,1	53,2	50,5	51,6	51,5
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania, w tym:	48,9	46,8	49,5	48,4	48,5
– zobowiązania długoterminowe	12,3	11,5	12,1	13,0	12,8
– zobowiązania krótkoterminowe	29,2	32,0	30,1	28,0	28

Źródło: Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2006 r., w 2007 r., w 2008 r., w 2009 r., w 2010 r. GUS, Warszawa 2007, 2008, 2009, 2010, 2011.

W omawianych latach stanowił on 3,3-5,3% sumy bilansowej. Najniższy poziom tego kapitału wystąpił w 2008 r., w którym przedsiębiorstwa w Polsce odczuły pierwsze skutki kryzysu. W kolejnych latach następował systematyczny wzrost kapitału obrotowego netto i jego udziału w sumie bilansowej. Oznacza to, że w warunkach pogorszenia koniunktury gospodarczej przedsiębiorstwa przykładają większą wagę do zwiększenia bezpieczeństwa finansowego. Tezę tę potwierdza także wzrost wskaźników płynności przedsiębiorstw. Wskaźnik płynności bieżącej analizowanych przedsiębiorstw w omawianym okresie wahał się w granicach 1,25-1,48, przy czym najwyższą wartość osiągnął w 2010 r. Wskaźnik płynności podwyższonej oscylował natomiast wokół poziomu 1,00, a w 2010 r. osiągnął najwyższy w omawianym okresie poziom 1,07.



Rys. 1. Kapitał obrotowy netto przedsiębiorstw w latach 2006-2010 (suma bilansowa = 100%)

Źródło: Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2006 r., w 2007 r., w 2008 r., w 2009 r., w 2010 r. GUS, Warszawa 2007, 2008, 2009, 2010, 2011.

Dalsza analiza relacji kapitałowo-majątkowych została przeprowadzona dla grup przedsiębiorstw klasyfikowanych według różnych kryteriów. Pierwszym z nich jest liczba pracowników.

Tabela 2

Struktura aktywów i pasywów przedsiębiorstw w 2010 r. (w %) według liczby pracujących

Wyszczególnienie	Liczba pracujących		
	do 49	od 50 do 249	od 250
Aktywa trwałe	50,3	52,8	63,7
Aktywa obrotowe	49,7	47,2	36,3
Kapitały (fundusze) własne	46,4	48,9	53,9
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania, w tym:	53,6	51,1	46,1
– zobowiązania długoterminowe	16,3	14,1	11,4
– zobowiązania krótkoterminowe	32,3	31	25,6

Źródło: Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2010 r. GUS, Warszawa 2011.

We wszystkich grupach przedsiębiorstw występowała strategia umiarkowana w zakresie finansowania majątku, a w stosunku do 2009 r. nastąpiła poprawa bezpieczeństwa finansowego mierzonego kapitałem obrotowym netto. W przedsiębiorstwach małych kapitał obrotowy netto stanowił ponad 12% sumy bilansowej i finansował ponad 20% majątku obrotowego. W przedsiębiorstwach średnich sytuacja była podobna. Większe ryzyko finansowe ponosiły przedsiębiorstwa duże posiadające mniej płynny majątek. Kapitał obrotowy netto był wprawdzie dodatni, ale stanowił zaledwie 1,6% sumy bilansowej i finansował nieco ponad 4% majątku obrotowego⁹.

⁹ Oznacza to sytuację na pograniczu strategii agresywnej.

Tabela 3

Elementy struktury kapitałowo-majątkowej przedsiębiorstw w 2010 r. według wybranych sekcji PKD (suma bilansowa = 100,0%)

Wyszczególnienie	Majątek trwały	Kapitał własny	Zobowiązania długoterminowe
Rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo	58,8	71,5	8,4
Przemysł, w tym:	61,9	55,5	9,8
– górnictwo i wydobywanie	67,2	53,2	4,9
– przetwórstwo przemysłowe	53,2	49,8	11,7
– wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę	77,8	70,2	5,0
– dostawa wody, gospodarka ściekami i odpadami, rekultywacja	82,4	56,5	14,3
Budownictwo	36,4	37,5	14,5
Handel, naprawa pojazdów samochodowych	37,4	41,8	8,1
Transport i gospodarka magazynowa	72,6	45,3	20,7
Zakwaterowanie i gastronomia	83,4	50,8	30,9
Informacja i komunikacja	68,2	51,7	21,4
Działalność finansowa i ubezpieczeniowa	52,7	41	26,8
Obsługa rynku nieruchomości	86,2	72,8	15,9

Źródło: Ibid.

Analiza relacji kapitałowo-majątkowych w przedsiębiorstwach grupowanych według sekcji PKD (tabela 3) wskazuje, że w większości przypadków przedsiębiorstwa stosowały strategię umiarkowaną finansowania majątku. Szczególnie niskie ryzyko finansowe występowało w przedsiębiorstwach zaliczanych do sekcji rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo. W tych przedsiębiorstwach kapitał własny z dużą nadwyżką pokrywał majątek trwały, spełniając wymogi złotej reguły bilansowej, a kapitał obrotowy netto finansował 1/2 majątku obrotowego.

Złota reguła bilansowa, ale z niższym poziomem kapitału obrotowego netto, występowała w przedsiębiorstwach z sekcji budownictwo, handel, naprawa pojazdów samochodowych. Srebrną regułę bilansową stosowały natomiast przedsiębiorstwa z sekcji działalność finansowa i ubezpieczeniowa, informacja i komunikacja, obsługa rynku nieruchomości, a także traktowane łącznie przedsiębiorstwa z sekcji przemysł. Bardziej precyzyjna analiza wskazuje jednak, że przedsiębiorstwa przemysłowe poszczególnych branż stosowały zróżnicowane strategie finansowania majątku. Strategia umiarkowana występowała w przedsiębiorstwach zajmujących się przetwórstwem przemysłowym. Pozostałe przedsiębiorstwa przemysłowe, działające w branżach bardziej kapitałochłonnych, stosowały dynamiczną strategię finansowania majątku, przy

czym szczególnie duże ryzyko finansowe występowało w przedsiębiorstwach górniczych i wydobywczych. Poza wymienionymi grupami przedsiębiorstw przemysłowych strategię dynamiczną stosowały także przedsiębiorstwa zaliczane do sekcji PKD transport i gospodarka magazynowa oraz zakwaterowanie i gastronomia. W przedsiębiorstwach tych udział majątku trwałego w aktywach był relatywnie wysoki.

Analiza relacji kapitałowo-majątkowych w przedsiębiorstwach grupowanych według sekcji PKD wskazuje na ścisły związek między stosowaną strategią a strukturą majątku. W przedsiębiorstwach o wysokim (przekraczającym 70%) udziale aktywów trwałych w majątku ogółem występowała strategia dynamiczna. Pozostałe przedsiębiorstwa stosowały strategię umiarkowaną. W większości branż w 2010 r. nastąpiła poprawa bezpieczeństwa finansowego w stosunku do roku ubiegłego.

Tabela 4

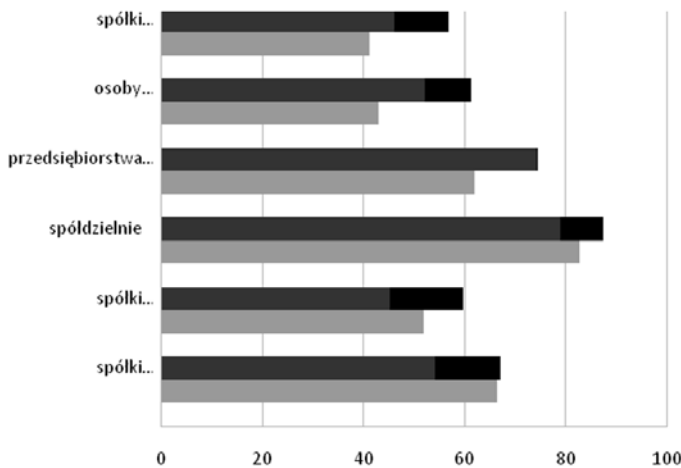
Struktura aktywów i pasywów przedsiębiorstw w 2010 r. (w %) według form własności

Wyszczególnienie	Ogółem	Sektor publiczny	Sektor prywatny
Aktywa trwałe	59	76	53,7
Aktywa obrotowe	41	24	46,3
Kapitały (fundusze) własne	51,5	62,5	48,1
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania, w tym:	48,5	37,5	51,9
– zobowiązania długoterminowe	12,8	8,7	14,1
– zobowiązania krótkoterminowe	28	14,8	32,1

Źródło: Ibid.

Forma własności to kolejne kryterium klasyfikacji przedsiębiorstw dla celów analizy relacji kapitałowo-majątkowych. Przedsiębiorstwa sektora publicznego, działające głównie w branżach kapitałochłonnych, stosowały strategię dynamiczną finansowania majątku z ujemnym poziomem kapitału obrotowego netto. W przedsiębiorstwach prywatnych, charakteryzujących się niższym stopniem zamrożenia majątku, występowała natomiast strategia umiarkowana.

Kolejnym kryterium klasyfikacji przedsiębiorstw istotnym dla przeprowadzanej analizy jest forma prawna (rysunek 2). We wszystkich grupach przedsiębiorstw występowała strategia umiarkowana finansowania majątku, jednak poziom bezpieczeństwa finansowego określanego przez relacje kapitałowo-majątkowe był zróżnicowany. W trzech grupach przedsiębiorstw, a mianowicie w przedsiębiorstwach państwowych, przedsiębiorstwach osób fizycznych oraz w spółkach cywilnych i osobowych prawa handlowego, występowała złota reguła bilansowa.



Rys. 2. Majątek trwały, kapitał własny i zobowiązania długoterminowe przedsiębiorstw w 2010 r. według form prawnych (suma bilansowa = 100%)

Źródło: Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2010 r. GUS, Warszawa 2011.

W pozostałych grupach przedsiębiorstw były realizowana srebrna reguła bilansowa, jednakże stopień pokrycia kapitałem stałym majątku obrotowego był bardzo zróżnicowany (najwyższy w spółdzielniach – 20%, najniższy w spółkach akcyjnych – 2%). Warto jednak zauważyć, że oznacza to poprawę bezpieczeństwa finansowego, gdyż w 2009 r. w spółkach akcyjnych kapitał obrotowy netto był ujemny. Taki układ relacji kapitałowo-majątkowych w tych spółkach nie wynika zapewne z braku dostępności bardziej stabilnych kapitałów¹⁰, ale jest rezultatem dążenia do poprawy rentowności. Wśród krótkoterminowych źródeł finansowania spółek akcyjnych część ma charakter zobowiązań „rolowanych” (dotyczy to przykładowo krótkoterminowych papierów dłużnych), co czyni z nich w istocie źródła długoterminowe, a koszt ich wykorzystania jest relatywnie niski.

Podsumowanie

Z przeprowadzonej w niniejszym opracowaniu analizy relacji kapitałowo-majątkowych wynika, że dominującą strategią finansowania majątku działających w Polsce przedsiębiorstw jest strategia umiarkowana. Oznacza to, że przedsiębiorstwa, dążąc do maksymalizacji zysku, dużą wagę przykładają także do zachowania płynności finansowej. Znajduje to potwierdzenie w zadowalającym poziomie wskaźników płynności. Relatywnie niewielka grupa

¹⁰ Ze wszystkich form prawnych przedsiębiorstw spółki akcyjne mają największe możliwości w zakresie pozyskiwania dowolnych źródeł finansowania.

przedsiębiorstw wykorzystuje dynamiczną strategię finansowania majątku. Dotyczy to głównie przedsiębiorstw działających w branżach kapitałochłonnych.

Analiza zmian relacji kapitałowo-majątkowych w czasie wskazuje, że w latach 2009-2010 nastąpiło zwiększenie bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstw.

Bibliografia

- Analiza finansowa w procesie decyzyjnym. Red. G. Łukasik. AE, Katowice 2009.
- Bielawska A.: Podstawy finansów przedsiębiorstwa. Zachodniopomorska Szkoła Biznesu, Szczecin 2001.
- Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2006 r., w 2007 r., w 2008 r., w 2009 r., w 2010 r. GUS, Warszawa 2007, 2008, 2009, 2010, 2011.
- Czekaj J., Dresler Z.: Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- Finanse. Red. J. Ostaszewski. Difin, Warszawa 2010.
- Gabrusewicz W.: Podstawy analizy finansowej. PWE, Warszawa 2007.
- Gorczyńska M., Wieczorek-Kosmala M., Znaniecka K.: Finanse przedsiębiorstwa. AE, Katowice 2008.
- Sierpińska M., Jachna T.: Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.

THE RELATION BETWEEN CAPITAL AND ASSETS IN POLISH ENTERPRISES

Summary

The relation between capital and assets is an important part of corporate financial strategy. This article presents an analysis of approaches of Polish enterprises to financing of fixed assets. This analysis shows, that a moderate strategy was used by the bulk of enterprises. These enterprises, while aiming at profit maximization, were also striving after maintaining financial liquidity. A relatively small group of enterprises, distinguished by a large share of fixed assets on their balance sheet, employed an aggressive strategy. In the analyzed period financial security of enterprises increased, despite instability in the economic environment.

Miroslaw Wypych

Uniwersytet Łódzki

RENTOWNOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTW PRZEMYSŁOWYCH W OKRESIE SPOWOLNIENIA GOSPODARCZEGO

Wprowadzenie

Polska odczuła skutki globalnego kryzysu ekonomicznego na mniejszą skalę w porównaniu z innymi krajami, jednak i u nas tempo wzrostu gospodarczego uległo wyraźnemu wyhamowaniu. Konsekwencją spowolnienia gospodarczego jest m.in. osłabienie kondycji ekonomicznej przedsiębiorstw przemysłowych. Celem artykułu jest próba określenia skali tego osłabienia na podstawie analizy zmian w poziomie rentowności z wyeksponowaniem niektórych czynników determinujących owe zmiany. Do realizacji tak sformułowanego celu wykorzystano analizę wskaźnikową, bazując na informacjach publikowanych przez Główny Urząd Statystyczny. Przedmiotem analizy są przedsiębiorstwa przemysłu przetwórczego (zgodnie z Polską Klasyfikacją Działalności sekcja „Przetwórstwo przemysłowe”). Analiza obejmuje lata 2007-2010, przy czym 2007 r. jest traktowany jako baza odniesienia, a lata 2008-2010 jako okres spowolnienia gospodarczego.

1. Rentowność jako wyznacznik sytuacji finansowej przedsiębiorstw

Rentowność uznaje się za najważniejsze kryterium oceny działalności przedsiębiorstwa. Rentownością są zainteresowani zarówno właściciele przedsiębiorstwa, menedżerowie zarządzający przedsiębiorstwem, jak i agendy rządowe. Wykazywanie zysku stwarza właścicielom możliwość zwrotu zainwestowanych kapitałów w drodze wypłaty dywidend. Zatrzymywanie zysku stanowi ważne źródło finansowania inwestycji, co sprzyja rozwojowi przedsiębiorstwa i umacnianiu jego pozycji rynkowej. Poziom rentowności jest jednym z wyznaczników cen akcji, a wolumen zysku jest brany pod uwagę przy szacowaniu wartości przedsiębiorstwa. Część zysku przedsiębiorstwa zasila budżet publiczny. Podsumowując, walory zysku jako miernika oceny działalności przedsiębiorstwa można ująć następująco:

- odzwierciedla efekty działalności,
- ma syntetyczny charakter,

- ma szerokie pole recepcji,
- jest zawsze skwantyfikowany¹.

Powszechnie wykorzystywanym instrumentem analitycznym są wskaźniki finansowe. Wyrażają one rezultat porównania dwóch lub więcej wielkości opisujących zjawiska i procesy finansowe w przedsiębiorstwie. Wskaźniki są wygodnym sposobem uogólniania danych liczbowych ujętych w sprawozdawczości finansowej i ewidencji księgowej w celu opisu i oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej podmiotu. Pozwalają na analizę całości lub tylko wyselekcjonowanych segmentów działalności firmy, a ujmowanie ich w formie relacji likwiduje problem porównywania różnych wielkości bezwzględnych².

Warunkiem prawidłowej i rzetelnej analizy jest posługiwanie się wskaźnikami tak skonstruowanymi, aby były one użyteczne i poprawne oraz aby spełniały swoją podstawową funkcję, którą jest przekazanie obiektywnej informacji o standingu finansowym przedsiębiorstwa. Konstrukcja wskaźnika jest zawsze sprawą umowną, jednak w praktyce posługujemy się wskaźnikami, które można uznać za standardowe. Nie podejmując szerzej wątku dotyczącego konstrukcji wskaźników, ograniczono się do wyszczególnienia tych, które będą użyte w artykule. Do pomiaru rentowności zostaną wykorzystane:

- ROP – wskaźnik rentowności obrotu netto (relacja wyniku finansowego netto do wartości przychodów z całokształtu działalności),
- ROS – wskaźnik rentowności sprzedaży netto (relacja wyniku finansowego netto do przychodów ze sprzedaży netto),
- ROI – wskaźnik rentowności majątkowej (relacja wyniku operacyjnego rozumianego jako różnica między przychodami z całokształtu działalności a kosztami uzyskania przychodów z całokształtu działalności do wartości aktywów),
- ROE – rentowność kapitałów własnych (relacja wyniku finansowego netto do kapitałów własnych).

2. Rentowność przedsiębiorstw przemysłowych na tle dynamiki PKB

Kryzys na rynkach finansowych, którego pierwsze symptomy zaobserwowano w połowie 2007 r. w Stanach Zjednoczonych, stosunkowo szybko rozprzestrzenił się na rynki finansowe innych państw i – co istotniejsze – jego konsekwencje przełożyły się na sferę realną. W następstwie sytuacji kryzysowej 2008 r. w skali światowej charakteryzował się osłabieniem tempa wzrostu gospodarczego, które w wielu krajach przerodziło się w recesję. Polska również odczuła skutki kryzysu, choć nie w takim stopniu, jak inne państwa. Tempo wzrostu gospodarczego Polski uległo osłabieniu, lecz dynamika PKB

¹ Finanse przedsiębiorstwa. Red. L. Szyszko, J. Szczepański. PWE, Warszawa 2003, s. 59.

² Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie. Red. M. Jerzemowska. PWE, Warszawa 2006, s. 118.

nie osiągnęła wartości ujemnych. Dlatego w odniesieniu do Polski bardziej uzasadnione jest posługiwanie się terminem „spowolnienie gospodarcze”.

Tabela 1

Wybrane charakterystyki przemysłu przetwórczego na tle dynamiki PKB w latach 2007-2010 (ujęcie kwartalne)

Rok i kwartał		Analogiczny okres poprzedniego roku = 100		Rentowność netto sprzedaży (%)
		produkt krajowy brutto	przychody ze sprzedaży netto	
			przetwórstwo przemysłowe	
2007	I	107,5	116,1	5,7
	II	106,6	110,4	7,0
	III	106,6	109,5	5,9
	IV	106,6	109,4	4,2
2008	I	106,2	108,3	5,1
	II	106,0	107,2	5,9
	III	105,1	102,1	4,1
	IV	103,0	94,3	-3,8
2009	I	100,8	90,1	2,1
	II	101,1	93,8	6,4
	III	101,6	99,1	5,3
	IV	103,2	106,7	3,9
2010	I	103,0	110,8	5,9
	II	103,4	112,5	5,3
	III	104,2	112,5	5,9
	IV	104,5	108,9	3,6

Źródło: Kwartalne mierniki makroekonomiczne. GUS, Warszawa 2011, www.stat.gov.pl.

Jak wynika z danych w tabeli 1, tempo wzrostu PKB wynoszące w 2007 r. ponad 6% w 2008 r. zaczęło wykazywać tendencję spadkową i w pierwszym kwartale 2009 r. osiągnęło najniższy poziom 0,8%. W kolejnych okresach zaobserwowano systematyczną poprawę, jednak do końca 2010 r. polska gospodarka nie osiągnęła jeszcze dynamiki PKB wykazywanej w 2007 r. Biorąc pod uwagę niekorzystne tendencje w rozwoju gospodarki światowej w 2011 r., a zwłaszcza sytuację kryzysową w niektórych krajach strefy euro, należy sądzić, że nie nastąpi to również w ciągu najbliższych kilku lat.

Konsekwencją spowolnienia gospodarczego jest m.in. osłabienie kondycji ekonomicznej przedsiębiorstw przemysłowych, o czym świadczy zaobserwowany po 2007 r. spadek wartości przychodów ze sprzedaży i rentowności. Przedsiębiorstwa przemysłu przetwórczego najniższy poziom rentowności wykazały w IV kwartale 2008 r. (ujemna rentowność sprzedaży netto -3,8%) oraz w I kwartale 2009 r. (2,1%). W kolejnych okresach, podobnie jak w przypadku dynamiki PKB, mamy do czynienia z wyraźną poprawą, jednakże zarówno dynamikę sprzedaży, jak i poziom rentowności cechuje brak stabilności.

Potwierdzeniem istnienia zależności między dynamiką PKB a poziomem rentowności jest stosunkowo wysoka wartość współczynnika korelacji liniowej Pearsona. Współczynnik ten wynosi 0,295, a po uwzględnieniu opóźnienia czasowego poziomu rentowności w stosunku do dynamiki PKB o jeden kwartał 0,598. Przyjęcie danych finansowych z 2007 r. jako bazowych, a danych z kolejnych lat jako cech opisujących kondycję finansową przedsiębiorstw w okresie spowolnienia jest więc uzasadnione.

Zakres dostępności informacji statystycznych pozwala objąć analizą przedsiębiorstwa, w których liczba pracujących przekracza 9 osób. Udział tej grupy podmiotów w wartości produkcji sprzedanej przemysłu ogółem wynosi ponad 95%, co oznacza, że stanowią one zbiorowość na tyle reprezentatywną, że otrzymane rezultaty można odnieść do przemysłu jako całości.

3. Analiza zmian w poziomie rentowności

Czteroletni okres analizy (2007-2010) umożliwia dokładne prześledzenie konsekwencji spowolnienia gospodarczego dla kondycji finansowej przedsiębiorstw ocenianej na podstawie rentowności. W tabeli 2 przedstawiono informacje dotyczące przychodów z całokształtu działalności, zysku operacyjnego i zysku netto oraz podstawowych wskaźników rentowności w badanym okresie. Uzupełnienie stanowią relacje zysku netto do zysku operacyjnego oraz obciążeń fiskalnych do zysku brutto.

Tabela 2

Relacje charakteryzujące rentowność przedsiębiorstw przemysłu przetwórczego
w latach 2007-2010

Wyszczególnienie	Jednostka miary	Lata			
		2007	2008	2009	2010
1	2	3	4	5	6
Przychody z całokształtu działalności	mld zł	789,7	823,6	814,6	869,9
Przychody ze sprzedaży netto	mld zł	692,6	719,5	701,9	784,3
Operacyjny wynik finansowy*	mld zł	52,5	27,5	37,7	44,5
Wynik finansowy netto	mld zł	43,9	21,7	31,9	34,6
Wskaźnik rentowności obrotu netto (ROP)	%	5,6	2,6	3,9	4,0
Wskaźnik rentowności sprzedaży netto (ROS)	%	6,3	3,0	4,6	4,4
Wskaźnik rentowności majątku (ROI)	%	11,2	5,3	6,9	7,8
Wskaźnik rentowności kapitału własnego (ROE)	%	17,8	8,2	11,4	11,3

cd. tabeli 2

1	2	3	4	5	6
Relacja wyniku finansowego netto do operacyjnego wyniku finansowego	Wartość bezwzględna	0,836	0,790	0,846	0,779
Relacja obciążeń obowiązkowych do wyniku finansowego brutto	Wartość bezwzględna	0,165	0,212	0,155	0,161

* Różnica między przychodami z całokształtu działalności a kosztami uzyskania przychodów z całokształtu działalności.

Źródło: Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2007 r. GUS, Warszawa 2008; Bilansowe wyniki podmiotów gospodarczych w 2010 r. GUS, Warszawa 2011; Rocznik Statystyczny Przemysłu 2010. GUS, Warszawa 2010.

Dane w tabeli 2 potwierdzają sygnalizowany wcześniej spadek rentowności w 2008 r. Poziom wszystkich wskaźników rentowności obniżył się do około połowy ich stanu z 2007 r. Warto przy tym zwrócić uwagę, że zarówno wartość przychodów z całokształtu działalności, jak i wartość przychodów ze sprzedaży były w 2008 r. wyższe w porównaniu z 2007 r. Oznacza to, że podstawowym czynnikiem obniżenia rentowności był wzrost kosztów uzyskania przychodów (koszty uzyskania przychodów z całokształtu działalności zwiększyły się o blisko 8%, gdy tymczasem przychody tylko o 4%).

Przyczyn spadku rentowności mierzonej na podstawie wyniku finansowego netto należy szukać również poza działalnością operacyjną, gdyż relacja wyniku finansowego netto do wyniku operacyjnego zmniejszyła się dość wyraźnie (z 0,836 do 0,790). Zaskakujący wydaje się być ponadto zdecydowany wzrost poziomu relacji obciążeń fiskalnych do wyniku finansowego brutto (z 0,165 do 0,211), co mogłoby sugerować podwyższenie stawki opodatkowania dochodu. W rzeczywistości przyczyną tego stanu rzeczy jest naliczanie w odniesieniu do niektórych przedsiębiorstw obciążeń fiskalnych także w sytuacji, gdy nie wykazywały one dodatniego wyniku finansowego brutto (wynik finansowy brutto przedsiębiorstw przemysłu przetwórczego w 2008 r. był niższy w porównaniu z 2007 r. o 47,5%, natomiast obowiązkowe obciążenia wyniku finansowego zmniejszyły się o 32,7%).

W latach 2009-2010 wyniki finansowe przedsiębiorstw poprawiły się, jednak poziom z 2007 r. nie został jeszcze osiągnięty. Kwota wyniku finansowego operacyjnego wyrażana w wartościach bieżących w 2010 r. jest niższa o 15,2%, a wyniku netto o 21,0%. W rezultacie wskaźniki rentowności są również relatywnie niskie. Dotyczy to zwłaszcza wskaźnika rentowności kapitału własnego, którego poziom jest mniejszy w porównaniu z 2007 r. aż o 6,4 punktów procentowych.

4. Analiza czynnikowa rentowności

W końcowej części artykułu podjęto próbę oceny wpływu wybranych czynników na zmiany w poziomie rentowności kapitału własnego. W tym celu wykorzystano analizę określaną mianem analizy czynnikowej lub analizy Du Ponta (od nazwy firmy Du Pont Corporation, która ją spopularyzowała)³. Idea analizy czynnikowej sprowadza się do dekompozycji wybranego wskaźnika finansowego, czyli przedstawienia go za pomocą innych relacji finansowych (wskaźników cząstkowych). Wskaźnik podlegający dekompozycji jest traktowany jako podstawowy, natomiast zadaniem wskaźników cząstkowych jest merytoryczne objaśnienie czynników określających poziom wskaźnika podstawowego. Jeżeli jako wskaźnik podstawowy uzna się rentowność kapitału własnego (ROE), wówczas zależność między rentownością a determinantami określającymi jej poziom można zapisać następująco:

$$ROE = \frac{ZN}{KW} = \frac{AO}{ZK} \times \frac{A}{AO} \times \frac{ZOB}{KW} \times \frac{ZK}{ZOB} \times \frac{P}{A} \times \frac{ZN}{P}$$

gdzie:

ROE – wskaźnik rentowności kapitału własnego,

ZN – zysk netto (wynik finansowy netto),

KW – wartość kapitałów własnych (stan przeciętny),

P – przychody z całokształtu działalności,

A – wartość aktywów ogółem (stan przeciętny),

AO – wartość aktywów obrotowych (stan przeciętny),

ZOB – wartość rezerw na zobowiązania i zobowiązań ogółem (stan przeciętny),

ZK – wartość zadłużenia krótkoterminowego (stan przeciętny).

Stopa rentowności kapitału własnego *ROE* została rozpisana na sześć relacji (wskaźników cząstkowych). Są to:

1. Wskaźnik bieżącej płynności finansowej (AO/ZK) – jest uznawany za podstawowy miernik poziomu płynności finansowej.
2. Wskaźnik struktury aktywów (AKT/AO) – jego odwrotność informuje o udziale aktywów obrotowych w aktywach ogółem.
3. Wskaźnik struktury kapitałowej (ZOB/KW) – charakteryzuje stopień zadłużenia przedsiębiorstwa i odzwierciedla mechanizm dźwigni finansowej.

³ Opis analizy Du Ponta zawierają m.in. prace: Analiza finansowa w zarządzaniu współczesnym przedsiębiorstwem. Red. M. Walczak. Difin, Warszawa, 2007, s. 379-381; J. Czekaj, Z. Dresler: Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 221-223; B. Pomykańska, P. Pomykański: Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 100-103.

4. Wskaźnik czasowej struktury zadłużenia (ZK/ZOB) – wyraża udział zobowiązań krótkoterminowych w zobowiązaniach ogółem.
5. Wskaźnik produktywności aktywów określany także jako wskaźnik rotacji aktywów (P/A) – stanowi jeden z mierników efektywności gospodarowania.
6. Wskaźnik rentowności obrotu netto ($ZN/P = ROP$) – jak wskazuje sama nazwa, jest jednym z mierników rentowności.

Oczywiste jest, że wzrost poziomu każdej z wymienionych relacji sprzyja poprawie rentowności kapitału własnego. Rozpatrując je w ujęciu dynamicznym, można więc ocenić, które z czynników w okresie objętym analizą miały dodatni, a które ujemny wpływ na zmiany poziomu rentowności.

Dodatkowo posługując się metodą kolejnych podstawień, możliwe jest określenie nie tylko kierunku, ale i siły oddziaływania poszczególnych czynników. Wykorzystano w tym celu metodę podstawień, bazowych. Polega ona na obliczeniu wartości hipotetycznej analizowanego wskaźnika podstawowego (w tym przypadku ROE). Wartość hipotetyczną ROE oblicza się przy założeniu, że poziom relacji, której oddziaływanie podlega ocenie, przyjmuje się według stanu z okresu badanego, natomiast poziom pozostałych relacji według stanu z okresu wyjściowego. Jeżeli obliczona wartość hipotetyczna ROE jest wyższa od wartości rzeczywistej ROE dla okresu wyjściowego, to oznacza, że czynnik charakteryzowany przez daną relację ma dodatni wpływ na zmiany poziomu rentowności i odwrotnie – niższa wartość hipotetyczna od wartości rzeczywistej świadczy o ujemnym oddziaływaniu na zmiany poziomu rentowności. Siła oddziaływania wskaźnika cząstkowego jest oceniana na podstawie różnicy między wartością hipotetyczną a wartością rzeczywistą ROE .

Tabela 3

Rentowność kapitału własnego w przedsiębiorstwach przemysłu przetwórczego w latach 2007, 2008 i 2010 oraz czynniki determinujące zmiany jej poziomu

Wyszczególnienie i oznaczenie relacji finansowych		Wartości bezwzględne relacji			Siła oddziaływania relacji na zmianę stopy ROE (%)	
		2007	2008	2010	2007/2008	2008/2010
1		2	3	4	5	6
Rentowność kapitału własnego ROE		17,8%	8,2%	11,3%	17,8	8,2
Bieżąca płynność finansowa	AO/ZK	1,428	1,364	1,446	16,9	8,7
Struktura aktywów	AKT/AO	1,927	1,942	2,065	17,9	8,7
Struktura kapitałowa	ZOB/KW	0,895	0,954	0,858	18,9	7,4
Czasowa struktura zadłużenia	ZK/ZOB	0,769	0,773	0,725	17,8	7,7

cd. tabeli 3

1	2	3	4	5	6	7
Rotacja aktywów	P/AKT	1,692	1,586	1,534	16,7	7,9
Rentowność obrotu netto	ZN/P	5,55%	2,64%	3,98%	8,5	12,3

Źródło: Ibid.

Analiza danych w tabeli 3 wyraźnie wskazuje, że podstawowym czynnikiem determinującym zmiany poziomu *ROE* są uwarunkowania koniunkturalne, które mają wpływ na wartość przychodów oraz kosztów ich uzyskania. Znajduje to wyraz w kształtowaniu się rentowności obrotu netto. Znaczący spadek rentowności obrotu netto w 2008 r. w porównaniu do 2007 r. w największym stopniu przyczynił się do ponad dwukrotnego obniżenia poziomu wskaźnika *ROE*. Również poprawa rentowności kapitału własnego w 2010 r. w stosunku do 2008 r. była uwarunkowana głównie wzrostem rentowności obrotu netto.

Konsekwencją spowolnienia gospodarczego jest m.in. wyhamowanie dynamiki przychodów i niepełne wykorzystanie mocy wytwórczych przedsiębiorstw. Prowadzi to do zmniejszenia szybkości „odtworzenia” aktywów poprzez sprzedaż produktów, czego potwierdzeniem jest spadkowa tendencja poziomu wskaźnika rotacji aktywów.

Pozytywnie należy ocenić stosunkowo niewielkie wahania poziomu bieżącej płynności finansowej. Między zmianami poziomu rentowności i płynności istnieje zależność, jednak nie jest ona na tyle wyraźna, aby płynność uznać za czynnik mający istotny wpływ na rentowność. W tym kontekście na uwagę zasługują korzystne z punktu widzenia kształtowania płynności finansowej zmiany w strukturze aktywów, wyrażające się w zmniejszaniu udziału aktywów obrotowych (wzrost poziomu relacji *AKT/AO*), a po 2008 r. również zmiany w strukturze pasywów polegające na zmniejszaniu udziału zobowiązań, zwłaszcza krótkoterminowych. Może to oznaczać, że spowolnienie gospodarcze wymusiło na przedsiębiorstwach oraz na podmiotach je finansujących podejmowanie decyzji sprzyjających ograniczaniu utraty płynności.

Podsumowanie

Przeprowadzone rozważania potwierdzają negatywny wpływ uwarunkowań makroekonomicznych na wyniki finansowe i kondycję ekonomiczną sektora przedsiębiorstw. Przedsiębiorstwa przemysłowe, podobnie jak polska gospodarka, odczuły skutki ogólnoświatowego kryzysu finansowego, jednak nie były one tak bolesne, jak w wielu krajach o wyższym poziomie rozwoju. Przyczyn spowolnienia gospodarczego należy upatrywać w silnych powiązaniach polskiej gospodarki z globalnymi rynkami. Wyrazne obniżenie rentowności odnotowano jedynie w 2008 r., w kolejnych latach zaobserwowano stopniową, choć powolną poprawę sytuacji.

Bibliografia

- Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie. Red. M. Jerzemowska. PWE, Warszawa 2006.
- Analiza finansowa w zarządzaniu współczesnym przedsiębiorstwem. Red. M. Walczak. Difin, Warszawa 2007.
- Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2007 r. GUS, Warszawa 2008.
- Bilansowe wyniki podmiotów gospodarczych w 2010 r. GUS, Warszawa 2011.
- Czekaj J., Dresler Z.: Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
- Finanse przedsiębiorstwa. Red. L. Szyszko, J. Szczepański. PWE, Warszawa 2003.
- Kwartalne mierniki makroekonomiczne. GUS, www.stat.gov.pl.
- Pomykalska B., Pomykalski P.: Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Rocznik Statystyczny Przemysłu. GUS, Warszawa 2010.

PROFITABILITY OF INDUSTRIAL ENTERPRISES DURING THE ECONOMIC SLOWDOWN

Summary

The consequence of the economic slowdown in Poland, caused a global economic crisis, among other things, weakening economic condition of the industrial enterprises. The article attempts to determine the extent of the weakness in the analysis of changes in the level of profitability. To accomplish this worded order Utilizing Position indicator analysis, based on information published by the Central Statistical Office. The analysis covered the period 2007-2010. The results of the analysis confirmed that the industrial companies, like the Polish economy was affected by the financial crisis, but they were not so painful as in many countries with higher levels of development. Marked reduction in viability was observed only in 2008, and co-subsequent years a gradual, albeit slow, improvement.

**ŹRÓDŁA FINANSOWANIA
I INWESTOWANIE W WARUNKACH
NIESTABILNOŚCI FINANSOWEJ**

Adam Adamczyk

Paweł Witkowski

Uniwersytet Szczeciński

WPŁYW POZIOMU DŹWIGNI FINANSOWEJ NA WARTOŚCI WSPÓŁCZYNNIKÓW RYZyka AKCJI

Wprowadzenie

Warunkiem podejmowania przez dyrektorów finansowych optymalnych, tzn. maksymalizujących wartość przedsiębiorstwa, decyzji finansowych i inwestycyjnych jest znajomość kosztu kapitału, czyli skorygowanej o ryzyko stopy zwrotu, jaką firma powinna uzyskać z posiadanych aktywów, aby spełnić oczekiwania kapitałodawców.

Składnikiem kapitału, dla którego oszacowanie kosztu jest najtrudniejsze, jest kapitał własny. Wynika to z faktu, że z wykorzystaniem kapitału własnego zazwyczaj nie wiążą się podlegające prostej kwantyfikacji koszty pieniężne, gdyż dochód właścicieli często nie musi przyjmować formy bezpośredniego transferu środków pieniężnych od przedsiębiorstwa do jego akcjonariuszy czy udziałowców. W związku z powyższym, aby ustalić koszt kapitału własnego, trzeba się odwołać do zasady, zgodnie z którą stopa zwrotu, jaką uzyskują właściciele, powinna rekompensować im ponoszone ryzyko. W tym celu wykorzystuje się zwykle zaproponowany przez W. Sharpe'a, J. Lintnera oraz J. Mossina model wyceny aktywów kapitałowych (CAPM). Krytyczną cechą modelu CAPM z punktu widzenia jego wykorzystania do wyceny kosztu kapitału własnego firm jest to, iż opiera się on na założeniu, że istnieje możliwość kwantyfikacji ryzyka związanego z inwestycją w poszczególne akcje za pomocą indeksu ryzyka – beta. Jednak w praktyce jest to możliwe jedynie dla spółek, których akcje są przedmiotem obrotu na publicznym rynku kapitałowym¹. Pozostaje zatem bardzo duża grupa podmiotów, w przypadku których bezpośrednie wyznaczenie indeksu ryzyka jest niemożliwe. W ich przypadku poziom ryzyka często jest wyznaczany na podstawie indeksów ryzyka obliczonych dla innych przedsiębiorstw o podobnym profilu działalności. Jednak nawet przedsiębiorstwa o zbliżonym profilu działalności operacyjnej często istotnie różnią się od siebie sposobem finansowania. W takiej sytuacji proponuje się, aby indeks ryzyka korygować w sposób umożliwiający uwzględnienie różnic w poziomie ryzyka finansowego. Potrzeba korekty indeksu ryzyka

¹ Por. D. Zarzecki: Indeks ryzyka w wycenie przedsiębiorstw. Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 1, Szczecin 2008.

może się pojawić także w przypadku firm, dla których można wyznaczyć betę, lecz nastąpiła istotna zmiana struktury kapitału. Indeks ryzyka jest bowiem wyznaczany na podstawie wartości historycznych z uwzględnieniem historycznej wartości zadłużenia. Zmiana poziomu dźwigni może wpływać zatem na przyszły poziom ryzyka. W związku z powyższym, celem niniejszego artykułu jest określenie, czy faktycznie poziom zadłużenia istotnie wpływa na indeks ryzyka akcji przedsiębiorstw. Uzyskanie odpowiedzi na powyższe pytanie umożliwi rozstrzygnięcie kwestii dotyczącej zasadności stosowania korekt indeksu ryzyka za pomocą takich metod, jak model R. Hamady. Jednocześnie zostanie podjęta próba identyfikacji innych czynników warunkujących poziom indeksu ryzyka akcji.

1. Indeks ryzyka beta w wycenie kosztu kapitału własnego za pomocą modelu CAPM

Odpowiedź na pytanie o zasadność korygowania współczynnika beta w taki sposób, by uwzględniał on poziom zadłużenia przedsiębiorstw, wymaga wcześniejszego scharakteryzowania modelu wyceny aktywów kapitałowych jako metody szacowania kosztu kapitału własnego oraz wskazania znaczenia roli, jaką odgrywa w nim indeks ryzyka. Przeanalizowanie założeń modelu CAPM oraz przybliżenie problematyki szacowania jego parametrów umożliwi bowiem rozpatrzenie argumentów za i przeciw stosowaniu korekt indeksu ryzyka.

Wyprowadzając formułę modelu CAPM, jej twórcy przyjęli wiele założeń, od których spełnienia może być uzależniona poprawność uzyskiwanych za jej pomocą szacunków kosztu kapitału. Podstawowe założenia modelu CAPM przyjmują, że:

1. Wszyscy inwestorzy myślą w kategoriach pojedynczego okresu i wybierają portfele alternatywne na podstawie oczekiwanych stóp dochodu z każdego portfela i odchylenia standardowego tych stóp.
2. Wszyscy inwestorzy mogą wzajemnie sobie pożyczać nieograniczoną ilość pieniędzy według danej stopy procentowej wolnej od ryzyka K_{rf} , nie ma ograniczeń dotyczących krótkiej sprzedaży jakichkolwiek aktywów.
3. Wszyscy inwestorzy jednakowo szacują wartości oczekiwane, odchylenia standardowe i korelacje stóp dochodu ze wszystkich akcji, tzn. mają jednolite oczekiwania.
4. Wszystkie aktywa są doskonale podzielne i doskonale zbywalne według obowiązującej ceny.
5. Nie ma kosztów transakcyjnych.
6. Nie ma podatków.
7. Transakcje kupna i sprzedaży każdego pojedynczego inwestora nie mają wpływu na cenę akcji.

8. Liczba wszystkich aktywów jest dana i stała².

Łatwo zauważyć, że znaczna część z wyżej wymienionych założeń nie jest spełniona w rzeczywistości. Pojawia się zatem pytanie, czy model ten powinien być stosowany w praktyce. Według R.A. Brealeya i S.C. Myersa wiele z założeń CAPM nie odgrywa kluczowej roli i można je stosunkowo łatwo wyeliminować przez modyfikację modelu³. Z kolei E.F. Brigham oraz L.C. Gampenski twierdzą, że choć w wielu pracach teoretycznych łagodzi się znaczenie dużej części z podstawowych założeń CAPM, to nawet te modyfikacje zawierają wiele nierealistycznych założeń. W związku z powyższym model CAPM wymaga weryfikacji empirycznej. Wyniki badań empirycznych nie dają jednak jednoznacznych wniosków co do przydatności modelu. Jak twierdzą E.F. Fama oraz K.R. French, wyniki empirycznych testów modelu są na tyle słabe, że powinno się zaniechać jego stosowania. Zdaniem tych autorów może być to jednak skutkiem słabości modelu wynikającej z jego założeń, a także z niedoskonałości prowadzonych testów⁴. Jednocześnie podkreśla się duży subiektywizm w wyznaczaniu parametrów modelu, który w znacznym stopniu przekłada się na niejednoznaczność uzyskiwanych za jego pomocą rezultatów. W szczególności rozważa się metody kwantyfikacji takich wielkości, jak stopa wolna od ryzyka czy rynkowa premia za ryzyko.

Jednak najwięcej uwagi poświęca się z reguły zagadnieniu szacowania indeksu ryzyka. Znaczenie właściwego oszacowania współczynników beta podnosi fakt, że stanowi on jedyny czynnik różnicujący poziom oczekiwanej premii za ryzyko między poszczególnymi spółkami⁵. W rezultacie to właśnie wskaźnik beta decyduje także o zróżnicowaniu kosztu kapitału. Drugim z powodów, dla którego stosunkowo dużo uwagi poświęca się wyznaczeniu indeksu beta, jest to, że jego pomiar wiąże się z wieloma dylematami. Zrozumienie istoty wyborów, jakich trzeba dokonać, szacując betę, wymaga przytoczenia jej definicji oraz formuły. W najprostszym ujęciu beta mierzy zmienność dochodów z akcji w odniesieniu do dochodów z portfela rynkowego. Jej historyczną wartość można wyznaczyć na podstawie wzoru:

$$\beta_i = \frac{\sum_{t=1}^n (R_{it} - \bar{R}_i)(R_{Mt} - \bar{R}_M)}{\sum_{t=1}^n [(R_{Mt} - \bar{R}_M)^2]}$$

gdzie:

n – liczba okresów, z których pochodzą informacje,

R_{it} – stopa zwrotu i -tej akcji w t -tym okresie,

² Ibid., s. 111-112.

³ R.A. Brealey, S.C. Myers: Podstawy finansów przedsiębiorstw. T. 1. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 273.

⁴ E.F. Fama, K.R. French: The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. „Journal of Economic Perspectives” 2004, No. 3, Vol. 18.

⁵ D. Zarzecki: Op. cit., s. 106.

R_{Mt} – stopa zwrotu indeksu rynku w t-tym okresie,

$\bar{R}_M$ – średnia stóp zwrotu z indeksu rynku,

$\bar{R}_i$ – średnia arytmetyczna stóp zwrotu i-tej akcji.

Pierwszą z zasadniczych kwestii, jaką należy rozstrzygnąć podejmując się szacowania współczynnika beta, jest określenie długości okresu, za jaki powinno się uwzględniać dane niezbędne do jej obliczenia. W literaturze przedmiotu zwykle podaje się, że dopuszczalne jest przyjęcie okresów już od jednego roku, przy czym najczęściej stosuje się okresy dłuższe, nawet 5-letnie. Należy podkreślić, że wybór ten ma zwykle charakter arbitralny i będzie on wpływał z jednej strony na wiarygodność uzyskanych wyników, z drugiej zaś na ich aktualność. Czym dłuższy przyjmie się okres, tym wyższy będzie poziom ufności dla uzyskanych wyników. Z drugiej jednak strony wydłużenie horyzontu badania może oznaczać przywiązywanie zbyt dużej wagi do zjawisk kształtujących poziom ryzyka w odległej przeszłości, co jednocześnie może zredukować znaczenie obecnie zachodzących tendencji.

Kolejnym problemem wymagającym rozwiązania przed przystąpieniem do kalkulacji indeksu ryzyka jest określenie częstotliwości wyznaczania stóp dochodu z akcji stanowiących podstawę wyliczeń bety. W praktyce stosuje się stopy dzienne, tygodniowe, miesięczne, a nawet półroczne⁶. Zbyt duża częstotliwość próbkowania może podwyższyć prawdopodobieństwo, że dane będą obciążone szumem losowym. Z kolei zbyt rzadkie próbkowanie powoduje zmniejszenie liczby obserwacji.

Na wartość współczynnika ryzyka może także wpływać dobór indeksu służącego do oszacowania rynkowej stopy zwrotu. Z reguły zaleca się, aby w celu wyznaczenia bety wykorzystywać indeksy uwzględniające możliwie najliczniejszy zbiór aktywów. Jednak w praktyce nie zawsze respektuje się to zalecenie.

Nawet po rozstrzygnięciu wszystkich powyższych kwestii i wyznaczeniu wartości bety powstaje pytanie o potrzebę dalszych jej korekt. Jak już bowiem wspomniano, wyznaczony zgodnie ze wzorem 2 indeks ryzyka ma charakter historyczny, tzn. mierzy ryzyko, które wystąpiło w przeszłości. Dlatego często można się spotkać z poglądem, że indeksu ryzyka na potrzeby wyznaczania kosztu kapitału nie należy obliczać jedynie na podstawie wartości historycznych, ale powinno się w nim uwzględniać przewidywane zmiany takich parametrów, jak spodziewane fluktuacje sprzedaży czy przyszły poziom dźwigni finansowej. Potrzeba ujęcia w poziomie współczynnika beta takich parametrów, jak poziom zadłużenia, może wystąpić także w sytuacji, gdy wartość indeksu ryzyka dla danego przedsiębiorstwa jest wyznaczana w oparciu o bety innego bądź innych przedsiębiorstw o podobnym profilu działalności.

⁶ Ibid., s. 107.

Z drugiej jednak strony powstaje pytanie, czy w związku z tak daleko posuniętą subiektywnością metodyki wyznaczania parametrów modelu CAPM, a w szczególności samej bety, nie powinno się unikać korekt dodatkowo ograniczających obiektywność tej miary.

Przeciw korygowaniu historycznej bety o zmiany poziomu zadłużenia może przemawiać również fakt, że niezwykle trudno jest przewidzieć na moment wyznaczania indeksu ryzyka przyszłej wartości rynkowej zadłużenia analizowanej spółki⁷.

W związku z powyższym zasadna wydaje się teza, że uwzględnianie dźwigni finansowej przy szacowaniu indeksu ryzyka jest usprawiedliwione jedynie wtedy, gdy zadłużenie będzie odgrywało faktycznie istotne znaczenie w kształtowaniu ryzyka przedsiębiorstwa.

W celu określenia roli ryzyka związanego ze sposobem finansowania przedsiębiorstwa w kształtowaniu współczynnika beta należy je porównać z drugą składową łącznego ryzyka przedsiębiorstwa, tzn. z ryzykiem biznesu. Ryzyko biznesowe to ryzyko wynikające ze specyfiki prowadzonej działalności, które jest związane z niepewnością co do kształtowania się przyszłych zysków operacyjnych lub przepływów operacyjnych przedsiębiorstwa⁸. Natomiast ryzyko finansowe wynika ze struktury kapitału finansującego tę działalność⁹. W dalszej części artykułu zostanie zatem przeanalizowany wpływ obu wymienionych wyżej czynników na wartość współczynnika beta kwantyfikującego łączny poziom ryzyka inwestycji w akcje przedsiębiorstwa.

2. Ryzyko biznesu i ryzyko finansowe w kształtowaniu bety – wyniki badań empirycznych

Jak wynika z przeprowadzonych rozważań, wpływ poziomu dźwigni finansowej na wartość indeksu ryzyka – beta może być analizowany w dwóch wymiarach: czasowym i przestrzennym. Niestety, ze względu na stosunkowo krótkie szeregi czasowe danych dostępnych dla polskich spółek analiza w ujęciu dynamicznym nie może zostać przeprowadzona.

Drugi wariant badania polega na poszukiwaniu wspomnianego związku pomiędzy przedsiębiorstwami. Tego typu analiza pozwoli odpowiedzieć na pytanie, czy ustalając poziom bety dla danego przedsiębiorstwa na podstawie indeksów ryzyka innych podobnych podmiotów lub całej branży, należy je korygować z uwzględnieniem poziomu długu.

⁷ R.G. Bowman: The Importance of a Market-Value Measurement of Debt in Assessing Leverage. „Journal of Accounting Research” 1980, No. 1.

⁸ Por. A. Duliniec: Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 50.

⁹ Ibid.

W celu zbadania zależności indeksu ryzyka i dźwigni finansowej w pierwszej kolejności zostaną wyznaczone indeksy ryzyka akcji na podstawie danych historycznych. Jako że uzyskane wartości indeksów ryzyka dotyczą przeszłości, powinny być one zestawiane z historycznymi wartościami wskaźnika zadłużenia. Należy jednak zauważyć, że bety akcji są wyznaczane dla przedziałów czasowych, podczas gdy wskaźniki zadłużenia są obliczane na konkretny moment. W związku z powyższym wskaźniki zadłużenia powinny zostać uśrednione tak, aby dobrze reprezentowały poziom dźwigni w całym objętym badaniem okresie.

Zgodnie ze sformułowanym we wstępie artykułu celem, badanie zostanie poświęcone nie tylko ocenie tego, w jaki sposób indeks beta zależy od poziomu długu, ale także jak inne czynniki, w tym głównie ryzyko biznesowe, oddziałują na jego wartość. W tym celu zostanie zbudowany model ekonometryczny, w którym zmienną objaśnianą będzie indeks ryzyka, a zmiennymi objaśniającymi będą: miara ryzyka finansowego, wskaźnik reprezentujący poziom ryzyka biznesowego, zmienna pozwalająca kontrolować wielkość przedsiębiorstwa, a w dalszej kolejności zmienne binarne oznaczające poszczególne sektory, do których przynależą badane podmioty.

Na potrzeby ujęcia ryzyka operacyjnego przyjęto dwie alternatywne miary, tzn. zmienność przychodów ze sprzedaży oraz zmienność przepływów z działalności operacyjnej. Przy czym w obu wypadkach zmienność mierzone z wykorzystaniem odchylenia standardowego. Natomiast ryzyko finansowe jest odzwierciedlane poprzez wskaźnik zadłużenia długoterminowego.

Za okres badawczy przyjęto lata 2002-2010. Przy wyborze przedziału czasowego badania kierowano się z jednej strony możliwością uzyskania jednolitych danych przy jednoczesnym maksymalnym wydłużeniu badanego okresu. Uzyskanie możliwie najdłuższego przedziału czasowego było niezbędne ze względu na konieczność pomiaru ryzyka operacyjnego za pomocą miar zmienności wymagających jak najdłuższych serii danych. Określając okres badawczy, kierowano się również koniecznością utrzymania możliwie największej próby przedsiębiorstw, dla których będą dostępne dane finansowe.

Procedura określenia próby badawczej obejmowała następujące etapy. Po pierwsze, z grupy wszystkich podmiotów notowanych na WGPW zostały wyeliminowane spółki należące do sektora finansowego. Było to spowodowane specyfiką działalności instytucji finansowych przejawiającą się m.in. naturalnie wysokim poziomem dźwigni finansowej. Następnie uzyskaną próbę skorygowano w taki sposób, aby dla wszystkich objętych badaniem spółek były dostępne dane finansowo-księgowe za cały okres badawczy. Ostatecznie badanie przeprowadzono na grupie 113 przedsiębiorstw. Do wyznaczenia wskaźników zadłużenia oraz zmienności wykorzystano informacje z rocznych sprawozdań finansowych, co było podyktowane z jednej strony faktem,

że dane kwartalne nie były dostępne dla wszystkich podmiotów, a z drugiej strony wykorzystanie danych rocznych pozwoliło na uniknięcie problemu sezonowości danych.

W celu wyeliminowania stałych tendencji w zmienności przychodów i przepływów operacyjnych dane zostały oczyszczone z trendu. Natomiast wskaźnik zadłużenia obliczono jako średnią relacji zobowiązań długoterminowych do sumy bilansowej. Estymując parametry modelu z wykorzystaniem standardowej metody najmniejszych kwadratów, uwzględniono cztery specyfikacje, które przedstawiono w tabeli 1.

Tabela 1

Determinanty indeksu ryzyka akcji

Zmienna objaśniająca		Wariant modelu			
		I	II	III	IV
Przychody operacyjne			0,002875 (0,002916)		
Przepływy operacyjne				0,184213*** (0,067481)	0,171327** (0,068979)
Aktywa			0,009771 (0,012084)	-0,056254* (0,028535)	-0,049749 (0,029994)
Zadłużenie		1,037009*** (0,389709)	0,87694** (0,394259)	0,941858** (0,382930)	1,080986*** (0,385677)
Sektor	Handel				0,284682 (0,183768)
	Media				0,290628 (0,205207)
	Przemysł				0,136626 (0,158356)
	Informatyka				0,208539 (0,183469)
	Usługi				-0,171527 (0,216445)
	Energetyka				-0,124425 (0,264601)
	Budownictwo i deweloperzy				0,228125 (0,165660)
	Telekomunikacja				0,098624 (0,253277)
Skorygowane R ²		0,05149713	0,08737837	0,13816155	0,16518683

Uzyskane wyniki sugerują, że poziom zadłużenia wywiera istotny statystycznie wpływ na wartość historycznego poziom indeksu ryzyka beta dla wszystkich zaprezentowanych specyfikacji modelu. Zgodnie z oczekiwaniami, związek pomiędzy poziomem zadłużenia a indeksem ryzyka jest dodatni. Ryzyko biznesowe również odgrywa istotną rolę w kształtowaniu współczynnika beta, ale tylko wtedy, gdy jest ono kwantyfikowane za pomocą odchylenia standardowego przepływów pieniężnych. Zmienność przychodów ze sprzeda-

ży nie wpływa znacząco na poziom ryzyka akcji. Podobnie jest w przypadku wielkości przedsiębiorstwa mierzonej za pomocą wartości aktywów. O poziomie współczynnika beta nie decyduje również sektor, do jakiego zakwalifikowano firmę. Należy zauważyć, że nawet rozbudowany wariant analizowanego modelu charakteryzuje się dość niską zdolnością do objaśniania zmienności indeksu beta.

Wnioski

Przeprowadzone badania pozwoliły na pozytywne zweryfikowanie tezy o wpływie zadłużenia na poziom ryzyka akcji. Potwierdza to tym samym zasadność korygowania indeksu beta o wielkość zadłużenia szczególnie w przypadku, gdy wskaźnik ten jest wyznaczany na podstawie oparcia o bety innych przedsiębiorstw o zbliżonym profilu działalności.

Jak wynika z uzyskanych rezultatów, znaczenie poziomu zadłużenia dla wielkości bety jest zbliżone do wpływu na tę wielkość ryzyka biznesowego. Jednocześnie dowiedziono, że zmienność przychodów operacyjnych jest lepszą miarą ryzyka biznesu niż zmienność przychodów ze sprzedaży. Na uwagę zasługuje fakt, iż sektor, do jakiego zakwalifikowano spółkę, nie wyjaśnia poziomu ryzyka akcji poszczególnych firm – może to być skutkiem tego, że stosowany podział na sektory nie daje możliwości wyodrębnienia spółek jednorodnych pod względem specyfiki działalności.

Należy podkreślić, że stosunkowo niewielki poziom dopasowania modelu może oznaczać, że o poziomie ryzyka inwestycji w akcje w znacznej mierze decydują czynniki nieuwzględnione w badaniu. Z dużą dozą prawdopodobieństwa można stwierdzić, iż będą to czynniki, które trudno jednoznacznie zmierzyć na podstawie danych zawartych w sprawozdaniach finansowych – a stąd niełatwych do kwantyfikacji. W związku z tym należy podkreślić, że niezwykle istotną rolę w wyznaczaniu bety dla spółek, których ryzyka nie można oszacować na podstawie danych rynkowych, odgrywa właściwa procedura identyfikacji spółek o zbliżonym profilu ryzyka. Korekta tak uzyskanej bety o poziom zadłużenia stanowi zatem jedynie uwieńczenie niezwykle złożonego procesu szacowania ryzyka akcji.

Bibliografia

- Bowman R.G.: The Importance of a Market-Value Measurement of Debt in Assessing Leverage. „Journal of Accounting Research” 1980, No. 1.
- Brealey R.A., Myers S.C.: Podstawy finansów przedsiębiorstw. T. 1. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.
- Brigham E.F., Gapenski L.C.: Zarządzanie finansami. T. 1. PWE, Warszawa 2000.

Fama E.F., French K.R.: The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. „Journal of Economic Perspectives” 2004, No. 3, Vol. 18.

Zarzecki D.: Indeks ryzyka w wycenie przedsiębiorstw. Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 1, Szczecin 2008.

THE DEBT RATIO AND THE VALUE OF BETA COEFFICIENT

Summary

The one of the most important factors that affect financial decisions is the cost of capital. The most popular method of determining cost of equity is the capital assets pricing model. Using this method, however, requires estimation of the beta coefficient. The value of this coefficient is usually counted on the base of historical data. For that reason it is often stressed that the beta coefficient should be adjusted taking into account such factors as level of debt. This article aims to answer the question, whether the level of debt affects the level of beta coefficient.

Krzysztof Górka

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

ROZWÓJ RYNKU OBLIGACJI KORPORACYJNYCH W POLSCE W LATACH 1997-2011

Wprowadzenie

Obligacja jako instrument finansowy została zdefiniowana w ustawie o obligacjach z 29.06.1995 r. jako „[...] papier wartościowy emitowany w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia”¹. W kontekście niniejszego opracowania istotny jest podział obligacji ze względu na typ emitenta. W literaturze przedmiotu najczęściej wyróżnia się obligacje:

- skarbowe – emitowane przez Skarb Państwa danego kraju,
- komunalne – emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego,
- korporacyjne – emitowane przez przedsiębiorstwa².

Obligacja korporacyjna jako instrument finansowania działalności przedsiębiorstw pełni wiele istotnych funkcji o charakterze makroekonomicznym:

- obniża poziom akcji kredytowej banków,
- dostarcza rozłożonej w czasie formy finansowania na realizację długoterminowych celów inwestycyjnych,
- jest długoterminowym instrumentem inwestycyjnym o przewidywalnej strukturze spływu należności,
- stanowi formę alokacji kapitału dla inwestorów.

1. Rozwój rynku obligacji korporacyjnych w Polsce w latach 1997-2011

Analizując rozwój rynku długoterminowych instrumentów dłużnych emitowanych przez podmioty gospodarcze w ciągu ostatnich czternastu lat w Polsce, widać, iż rozmiary emisji nadal pozostają relatywnie niewielkie zarówno w porównaniu z rynkiem obligacji skarbowych, jak i rynkiem krótkoterminowych papierów wartościowych przedsiębiorstw. Poruszany zakres czasowy

¹ Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach. Dz.U. 2001, nr 120, poz. 1300 z późn. zm.

² Instrumenty dłużne w gospodarce. Red. D. Czechowska. CeDeWu, Warszawa 2010, s. 164.

można podzielić na trzy zasadnicze etapy:

- lata 1997-2001, charakteryzujące się relatywnie wysoką dynamiką wzrostu łącznej wartości nominalnej emitowanych obligacji,
- lata 2002-2006, kiedy rynek obligacji korporacyjnych obniżył tempo wzrostu wartości,
- lata 2007-III kw. 2011, kiedy nastąpiła intensyfikacja emisji dłużnych papierów wartościowych przedsiębiorstw, ze szczególnym udziałem sektora bankowego.

Niewielkie rozmiary rynku obligacji korporacyjnych w latach 1997-2001 determinowały takie czynniki, jak wysokie koszty emisji, brak rozbudowanego segmentu inwestorów długoterminowych, a także regulacje prawne. Polski rynek kapitałowy znajdował się we wczesnej fazie rozwoju. Inwestorzy zagraniczni wykazywali relatywnie niską ekspozycję na instrumenty emitowane przez polskie przedsiębiorstwa, postrzegając je jako bardziej ryzykowne (rating BBB+ Polski dla zobowiązań w walutach obcych na dzień 31.12.2000r. według agencji ratingowej Fitch³) niż walory dostępne na rynkach krajów wysokorozwiniętych. Inwestorzy krajowi dysponowali z kolei mniejszymi niż obecnie zasobami kapitału, a rodzime przedsiębiorstwa rzadko poszukiwały finansowania na rynku obligacji korporacyjnych. Wysokie stopy procentowe determinowały z kolei wysoki poziom odsetek, które przedsiębiorstwa musiały oferować inwestorom. Wprowadzona w 2000 r. nowelizacja ustawy o obligacjach i publicznym obrocie papierami wartościowymi, a także rozwój procesów sekurytyzacyjnych korzystnie wpłynęły na wzrost wartości emisji, płynność i transparentność rynku długu korporacyjnego. Pozytywne bodźce zostały jednak w dużej mierze zniwelowane pogorszeniem się koniunktury makroekonomicznej oraz załamaniem na światowych rynkach finansowych w wyniku pęknięcia tzw. bańki internetowej. Fakt ten nie zahamował jednak dynamicznego wzrostu młodego rynku obligacji korporacyjnych w Polsce, który w latach 1997-2002 rósł średnio 67% r/r⁴⁵⁶.

Lata 2002-2006 były okresem ożywienia polskiej gospodarki, która zakończyła proces dezinflacji i stabilizacji stóp procentowych. Przedsiębiorstwa nie zgłaszały jednak ponadprzeciętnego popytu na kapitał – ograniczone inwestycje i powolna poprawa ich kondycji gospodarczej ograniczały zapotrzebowanie na finansowanie zewnętrzne. Polska utrzymała rating BBB+ w walucie

³ Rating Polski potwierdzony na poziomie. Fitch Ratings, Londyn 2001.

⁴ Rynek pozaskarbowych papierów dłużnych. Podsumowanie roku 1999. Środkowoeuropejskie Centrum Ratingu i Analiz S.A., Warszawa 2000.

⁵ Rynek pozaskarbowych papierów dłużnych. Podsumowanie roku 2000. Środkowoeuropejskie Centrum Ratingu i Analiz S.A., Warszawa 2001.

⁶ Rynek pozaskarbowych papierów dłużnych. Podsumowanie roku 2001. Fitch Polska S.A., Warszawa 2002.

obcej nadany przez agencję Fitch Ratings⁷. W opisywanym okresie można było zaobserwować zwiększenie zainteresowania inwestorów obligacjami średnio-terminowymi i stopniowy spadek znaczenia rynku długu krótkoterminowego, który swoją pozycję odbudował dopiero w 2006 r. Pojawiły się również pierwsze instrumenty restrukturyzujące zadłużenie krótkoterminowe na dług średnioterminowy. Popyt na obligacje korporacyjne był również hamowany przez rosnącą podaż papierów skarbowych charakteryzujących się atrakcyjną relacją ryzyka do stopy oprocentowania. Na tle rosnącego rynku coraz bardziej widoczne były bariery infrastrukturalne oraz ograniczenia formalne i proceduralne inwestorów funduszy. Przy okazji wprowadzenia na rynek instrumentów bardziej złożonych (m.in. zabezpieczonych na przychodach emitentów) można było zaobserwować awersję inwestorów do tego typu walo-
rów oraz brak dostatecznych narzędzi do oceny ich jakości kredytowej. Osobnym problemem pozostawała kwestia jakości kredytowej obligacji polskich przedsiębiorstw, które w ujęciu międzynarodowym plasowały się poniżej ratingów kredytowych („obligacje śmieciowe”). Pomimo wyżej wymienionych ograniczeń polskiego rynku długu korporacyjnego, lata 2002-2006 stanowiły etap jego dalszego rozwoju w ujęciu wolumenowym i wartościowym – średnia dynamika wzrostu wartości nominalnej wyemitowanych obligacji r/r wyniosła 25%, a na koniec 2006 r. w obrocie znajdowały się obligacje 98 podmiotów wobec 59 emitentów w 2002 r.⁸.

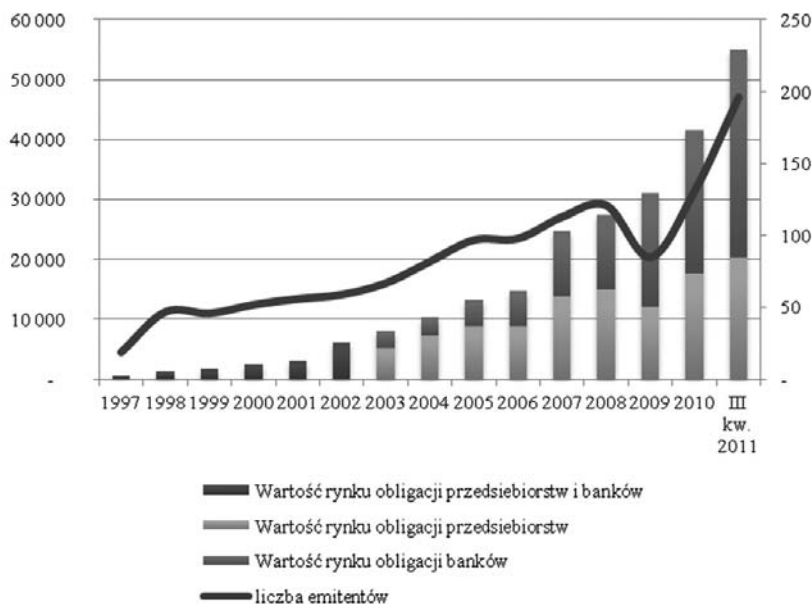
Ostatni z analizowanych okresów rozpoczął się w 2007 r., kiedy to pojawiło się wiele czynników sprzyjających rozwojowi rynku obligacji korporacyjnych. Wzrost rynku był spowodowany przede wszystkim rosnącym popytem sektora korporacyjnego na finansowanie zewnętrzne w związku z wyższymi nakładami inwestycyjnymi oraz transakcjami finansowymi, takimi jak przejęcia czy refinansowanie zadłużenia. Wydłużył się przeciętny termin zapadalności obligacji (5 lub 7 lat w przypadku dużych emisji obligacji lub nawet 23 lata w przypadku obligacji przychodowych) w porównaniu z sytuacją na rynku sprzed kilku lat. Naturalnymi bodźcami do lewarowania działalności przedsiębiorstw były doskonała koniunktura na rynkach kapitałowych, a także pozytywne informacje makroekonomiczne z polskiej gospodarki. Krajowy rynek obligacji stał się alternatywą dla kredytów bankowych dla części du-

⁷ Fitch nadaje perspektywę pozytywną ratingom 7 państw wstępujących do Unii Europejskiej. Londyn 2003.

⁸ Polski rynek pozaskarbowych papierów dłużnych – podsumowanie 4 kwartału 2002. Fitch Polska S.A., Warszawa 2003; Polski rynek pozaskarbowych papierów dłużnych – podsumowanie 4 kwartału 2003. Fitch Polska S.A., Warszawa 2004; Polski rynek pozaskarbowych papierów dłużnych – podsumowanie 4 kwartału 2004. Fitch Polska S.A., Warszawa 2005; Podsumowanie IV kwartału 2005 oraz roku 2005 na rynku pozaskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce. Fitch Polska S.A., Warszawa 2006; Podsumowanie IV kwartału 2006 oraz roku 2006 na rynku pozaskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce. Fitch Polska S.A., Warszawa 2007.

zych emitentów z wysoce kapitałochłonnych sektorów (m.in. energetycznego, finansowego, nieruchomości, przemysłu ciężkiego) poszukujących średnio- i długoterminowego finansowania. Rok 2007 był również przełomowy z punktu widzenia struktury finansowania działalności banków – trzeci raz z rzędu przyrost portfeli kredytowych banków był znacznie szybszy niż depozytów i po raz pierwszy w skali całego sektora wartość udzielonych kredytów przewyższyła wartość depozytów. Nadpłynny dotychczas polski sektor bankowy po raz pierwszy został zmuszony do poszukiwania alternatywnych źródeł finansowania rosnącego portfela kredytowego. Optymistyczne perspektywy rozwoju zostały jednak szybko skonfrontowane z nieoczekiwanym kryzysem, który dotknął globalną gospodarkę w 2008 r. W warunkach zwiększonej niepewności wzrosła awersja banków do ryzyka w zakresie kredytowania sektora przedsiębiorstw. Spowodowało to znaczny wzrost marży za ryzyko dla tych firm, które decydowały się pozyskać nowe zadłużenie. Zaobserwowano wzrost marży za ryzyko dla firm o wysokim ratingu do około 150-300 punktów bazowych ponad WIBOR w porównaniu do 20-50 punktów bazowych w 2007 r. Długoterminowy rating agencji Fitch Ratings dla zadłużenia Polski w walucie zagranicznej na koniec 2008 r. utrzymał się jednak na poziomie A-. Wydarzenia 2008 r. odbiły się jeszcze wyraźniej na gospodarce światowej i rynkach finansowych rok później. Na świecie wartość obligacji wyemitowanych przez przedsiębiorstwa o ratingu inwestycyjnym (kategoria BBB i wyższe) przekroczyła globalną wartość kredytów udzielonych takim przedsiębiorstwom, a wartość emisji obligacji tych podmiotów w regionie Europy, Bliskiego Wschodu i Afryki (558 miliardów USD) przekroczyła po raz pierwszy wartość takich emisji w krajach obu Ameryk (501 miliardów USD). Polska okazała się jedynym krajem w Europie i nielicznym na świecie, który nie tylko odnotował dodatni przyrost PKB w 2009 r., ale także nie miał żadnego kwartału z ujemną dynamiką wzrostu gospodarczego. Pomimo spowolnienia gospodarczego w 2009 r. i recesji w Europie, polski sektor przedsiębiorstw zdołał zmniejszyć zadłużenie oraz zwiększyć zasoby gotówkowe i depozyty. Ponadto dostęp przedsiębiorstw do kredytów bankowych poprawił się w stosunku do sytuacji sprzed roku. W 2009 r. została uruchomiona platforma scentralizowanego obrotu obligacjami nieskarbowymi – Catalyst. W tym samym roku odnotowano również powstanie pierwszych polskich funduszy inwestycyjnych dedykowanych obligacjom nieskarbowym. Rok 2010 przyniósł dynamiczny rozwój polskiego rynku instrumentów korporacyjnych, których wartość nominalna w obrocie zwiększyła się r/r o 45%. Minął pierwszy pełny rok funkcjonowania Catalyst uruchomionego przez GPW oraz BondSpot w dniu 30 września 2009 r. Rok 2011 przyniósł dalszy wzrost łącznej wartości instrumentów dłużnych wyemitowanych przez przedsiębiorstwa. Rynek obligacji korporacyjnych ogółem wzrósł o 32%, w tym o 16% wzrosła

wielkość obligacji przedsiębiorstw, a sektor banków komercyjnych zwiększył swoje zadłużenie z tytułu emisji obligacji aż o 44%. Na koniec września 2011 r. w obrocie znajdowały się obligacje 196 przedsiębiorstw i banków (wobec 131 podmiotów na koniec 2010 r. i 85 emitentów na koniec 2009 r.). Jednocześnie Polska utrzymała rating długoterminowy zadłużenia w walucie zagranicznej na poziomie A+ według klasyfikacji agencji Fitch Ratings⁹.



Rys. 1. Wartość rynku oraz liczba emitentów obligacji przedsiębiorstw i banków komercyjnych w Polsce w latach 1997-III kw. 2011 (mln zł)

Źródło: Raporty roczne i kwartalne dotyczące rynku papierów dłużnych Fitch Polska S.A.

2. Inwestorzy na polskim rynku obligacji korporacyjnych

Największą grupę nabywców obligacji korporacyjnych o okresie zapadalności powyżej 12 miesięcy stanowią przedsiębiorstwa. Ich zaangażowanie kapitałowe w ciągu lat 2004-2011 rosło, przy czym widać wyraźnie, iż znaczące zwiększenie ich aktywności w segmencie długu korporacyjnego miało miejsce w 2007 i 2011 r. Drugą znaczącą grupę inwestorów tworzą podmioty z sektora bankowego. Łączna wartość inwestycji banków w dług przedsiębiorstw spa-

⁹ Podsumowanie III kwartału 2011 na rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce. Fitch Polska S.A., Warszawa 2011.

dała jednak nieznacznie od 2009 r., co można tłumaczyć dążeniem do zwiększania wskaźników adekwatności kapitałowej i zwiększonej awersji do ryzyka kredytowego, tudzież utraty płynności w obliczu niestabilnej sytuacji na globalnych rynkach finansowych i kryzysu europejskiego sektora bankowego. Podobne przesłanki zdają się kierować podmiotami zagranicznymi, które w obliczu niepewności i pogorszenia poziomu płynności polskich emitentów decydują się na zmniejszenie aktywności na rynkach typu emerging markets, do których Polska wciąż bywa zaliczana. Sukcesywnie rośnie natomiast poziom inwestycji w obligacje korporacyjne ze strony funduszy emerytalnych, które w obliczu ograniczeń regulacyjnych i statutowych decydują się na dywersyfikację swoich portfeli i obok najczęściej wybieranych obligacji Skarbu Państwa lokują systematycznie środki w dług korporacyjny. Podobne mechanizmy można zaobserwować w przypadku Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych, które w obliczu niestabilnych rynków akcji i niskoprocentowanych obligacji skarbowych w ostatnim roku znacząco zwiększyły aktywność na rynku obligacji korporacyjnych dających szanse na satysfakcjonujące stopy zwrotu i powstrzymanie procesu odpływu środków z funduszy. Towarzystwa ubezpieczeniowe zdają się być z kolei mało podatne na bodźce rynkowe, jako że ich zaangażowanie w korporacyjne instrumenty dłużne zwiększa się nieznacznie (średnio 3% rocznie) od 2004 r.

Tabela 1

Struktura nabywców długoterminowych instrumentów dłużnych o okresie zapadalności powyżej 12 miesięcy emitowanych przez przedsiębiorstwa w Polsce w latach 2004-II kw. 2011

Typ nabywcy	2004 r.	2005 r.	2006 r.	2007 r.	2008 r.	2009 r.	2010 r.	2011 r.
Przedsiębiorstwa	2 908	2 842	2 472	3 752	3 469	3 737	4 268	6 162
Banki	3 097	2 875	3 854	5 928	5 112	5 264	5 116	4 845
Fundusze Emerytalne	208	188	246	1 151	1 888	2 080	2 820	3 319
Podmioty zagraniczne	3 709	1 658	1 645	3 159	4 749	4 003	3 431	2 580
Fundusze Inwestycyjne	bd	bd	bd	1 693	1 581	786	895	1 291
Towarzystwa Ubezpieczeniowe	864	894	879	932	1 000	929	1 035	1 071
Inne instytucje finansowe	1 359	2 506	3 046	47	132	148	744	478
Pozostałe jednostki	8	173	266	236	200	184	212	99

Źródło: Raporty roczne Fitch Ratings S.A. na temat rynku papierów dłużnych z lat 1997-2011.

3. Rynek Catalyst

Rynek Catalyst rozpoczął działalność 30 września 2009 r. Jest prowadzony na platformach transakcyjnych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i BondSpot (dawniej: MTS CeTO). Catalyst tworzą cztery platformy obrotu. Dwie prowadzone przez GPW – w formule rynku regulowanego i ASO – na tych platformach jednostką transakcyjną jest jedna obligacja, oraz analogiczne dwa rynki BondSpotu, gdzie jednostka transakcyjna ma wartość co najmniej 100 tys. zł. Wszystkie są przeznaczone dla nieskarbowych instrumentów dłużnych – obligacji komunalnych, korporacyjnych oraz listów zastawnych.

Na koniec 2009 r. na Catalyst było notowanych 10 serii obligacji korporacyjnych o łącznej wartości emisyjnej 6819 mln zł. Wolumen obrotu tymi instrumentami wyniósł 4964 mln zł. Rok później były już notowane 53 serie obligacji korporacyjnych o łącznej wartości 17 345 mln zł. Obrót na tych waleriach w skali całego roku wyniósł 125 mln zł.

W 2011 r. na Catalyst było obecnych 66 podmiotów korporacyjnych, które wyemitowały 140 serii obligacji o łącznej wartości 34 522 mln zł. Całkowita wielkość obrotów na tych papierach wyniosła 1187 mln zł.

Po dwóch latach funkcjonowania Catalyst uplasował się na drugim miejscu pod względem liczby papierów notowanych wśród rynków obligacji naszego regionu (według danych FESE 11/2011). W listopadzie 2011 r. na rynek Catalyst zostały wprowadzone obligacje PKO Finance – pierwsze notowane w obcej walucie. Na koniec 2011 r. na Catalyst było notowanych ponad 200 serii papierów dłużnych wyemitowanych przez około 100 podmiotów¹⁰.

4. Perspektywy polskiego rynku obligacji korporacyjnych

Na podstawie badania ankietowego przeprowadzonego przez japoński bank Nomura wśród 164 inwestorów, zapytani zarządzający i eksperci ds. inwestycji wskazali obligacje korporacyjne na rynkach rozwiniętych jako drugą najpopularniejszą inwestycję w 2012 r. – taką odpowiedź wskazało 13% ankietowanych (najczęściej była wybierana inwestycja w złoto – 19%). Mając na uwadze powyższe preferencje inwestorów oraz fakt, iż przeciętne oprocentowanie obligacji korporacyjnych notowanych na rynku Catalyst wynosi 10,9%, warszawski rynek długu przedsiębiorstw w 2012 r. może się okazać przełomowy. Emitenci, których instrumenty są notowane w Alternatywnym Systemie Obrotu GPW, będą zmuszeni wykupić obligacje za 545,1 mln zł, przy czym większość – 537,8 mln zł – stanowią długi korporacyjne¹¹.

¹⁰ Oficjalna strona internetowa rynku Catalyst: www.gpwcatalyst.pl.

¹¹ Gold Is Investors' Favorite Asset in 2012: Poll. Antonia Oprita, CNBC.com.

Bibliografia

Wydawnictwa zwarte

Instrumenty dłużne w gospodarce. Red. D. Czechowska. CeDeWu, Warszawa 2010.

Wydawnictwa ciągłe

Fitch nadaje perspektywę pozytywną ratingom 7 państw wstępujących do Unii Europejskiej. Londyn 2003.

Gold Is Investors Favorite Asset in 2012: Poll. Antonia Oprita, CNBC.com.

Podsumowanie IV kwartału 2005 oraz roku 2005 na rynku pozaskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce. Fitch Polska S.A., Warszawa 2006.

Podsumowanie IV kwartału 2006 oraz roku 2006 na rynku pozaskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce. Fitch Polska S.A., Warszawa 2007.

Podsumowanie IV kwartału 2007 oraz roku 2007 na rynku pozaskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce. Fitch Polska S.A., Warszawa 2008.

Podsumowanie IV kwartału 2008 oraz roku 2008 na rynku pozaskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce. Fitch Polska S.A., Warszawa 2009.

Podsumowanie IV kwartału 2009 oraz roku 2009 na rynku pozaskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce. Fitch Polska S.A., Warszawa 2010.

Podsumowanie IV kwartału 2010 oraz roku 2010 na rynku pozaskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce. Fitch Polska S.A., Warszawa 2011.

Podsumowanie III kwartału 2011 na rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce. Fitch Polska S.A., Warszawa 2011.

Polski rynek pozaskarbowych papierów dłużnych – podsumowanie 4 kwartału 2002. Fitch Polska S.A., Warszawa 2003.

Polski rynek pozaskarbowych papierów dłużnych – podsumowanie 4 kwartału 2003. Fitch Polska S.A., Warszawa 2004.

Polski rynek pozaskarbowych papierów dłużnych – podsumowanie 4 kwartału 2004. Fitch Polska S.A., Warszawa 2005.

Rynek pozaskarbowych papierów dłużnych. Podsumowanie roku 1999. Środkowoeuropejskie Centrum Ratingu i Analiz S.A., Warszawa 2000.

Rynek pozaskarbowych papierów dłużnych. Podsumowanie roku 2000. Środkowoeuropejskie Centrum Ratingu i Analiz S.A., Warszawa 2001.

Rynek pozaskarbowych papierów dłużnych. Podsumowanie roku 2001. Fitch Polska S.A., Warszawa 2002.

Akty prawne

Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach. Dz.U. 2001, nr 120, poz. 1300 z późn. zm.

Witryny internetowe

Oficjalna strona internetowa rynku Catalyst: www.gpwcatalyst.pl.

THE DEVELOPMENT OF THE CORPORATE BONDS MARKET IN POLAND IN YEARS 1997-2011

Summary

In this article author aims to conduct a broad-spectrum analysis of the development of the polish corporate bond market in the years 1997-2011. The market changes – which are of quantitative and qualitative nature – were put in both – demand and supply – perspectives and were measured with statistical methods. The whole development process was divided in three distinctive periods. Separate paragraph is a subject to the WSE-organized Catalyst market. The changes on the polish market are described in the light of global financial markets evolution. Based on observed tendencies, corporate bonds were indicated as a instrument, which role in financial markets, as well as in whole polish economy should grow more important within next few years. This is due to reduced credit risk levels of polish companies, growing credit risk of European treasury bonds, rising volatility on equity markets, as well as the development of the Catalyst platform.

Anna Korzeniowska

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

ŹRÓDŁA FINANSOWANIA DZIAŁALNOŚCI INNOWACYJNEJ*

Wprowadzenie

W 2011 r. firma General Electric przeprowadziła badanie barometru innowacyjności: GE Global Innovation Barometer 2011¹. 95% respondentów stwierdziło, że innowacje są podstawową dźwignią konkurencyjnej gospodarki narodowej, a 88%, że ich wdrażanie to najlepszy sposób na tworzenie miejsc pracy. Na pytanie o to, jakie podmioty będą w największym stopniu wdrażały rozwiązania innowacyjne, 46% badanych wskazało przedsiębiorstwa (19% duże podmioty, 27% przedsiębiorstwa małe i średnie). Wiele innych badań również potwierdza rolę MŚP we wdrażaniu innowacji.

Celem niniejszego artykułu jest zbadanie, jaka jest skala wydatków na innowacje w Polsce na tle innych krajów UE oraz jakie instrumenty są wykorzystywane przez przedsiębiorstwa, aby finansować ten rodzaj inwestycji.

1. Definicja innowacji

Innowacja oznacza wprowadzanie do działalności gospodarczej nowych rozwiązań. Może się przejawiać na wiele sposobów². Jednym z nich jest wykorzystanie nowego pomysłu w celu rozpoczęcia działalności gospodarczej. Kolejnym jest poprawa lub zastąpienie nowymi procesów gospodarczych stosowanych w przedsiębiorstwie w celu wzrostu ich efektywności i produktywności. Celem takiego działania może być także zwiększenie zasięgu oddziaływania lub jakości istniejących produktów i/lub usług. Trzecim powodem wdrażania innowacji jest chęć wprowadzenia na rynek całkowicie nowych lub ulepszonych produktów i usług – często w odpowiedzi na szybko zmieniające się gusty i potrzeby klientów.

* Artykuł powstał w ramach realizacji projektu badawczego nr NN 113 303038.

¹ W badaniu udział wzięło 12 krajów: Australia, Brazylia, Chiny, Niemcy, Indie, Izrael, Japonia, Korea Południowa, Arabia Saudyjska, Zjednoczone Emiraty Arabskie, Szwecja, Stany Zjednoczone. Zob. GE Global Innovation Barometer 2011. An Overview on Messaging, Data and Amplification, <http://www.gereports.com/ge-global-innovation-barometer-partners-localization-are-key/> [dostęp: 03.12.2011].

² Use Innovation to Start or Grow Your Business, BusinessLink: <http://online.businesslink.gov.uk/bdotg/action/printguide?r.i=1073792541&r.l1=1073858796&r.l2=1074298365&r.l3=1074027604&r.s=pg&r.t=RESOURCES&topicId=1074027604#> [dostęp: 03.12.2011].

Ostatnia przyczyna wdrażania innowacji to chęć odróżnienia prowadzonego biznesu lub oferowanych produktów i usług od jego konkurentów. Takie działanie pozwala na zwiększenie wartości przedsiębiorstwa i jego oferty zarówno dla klientów, jak i rynków, na których działa.

Polska w rankingach innowacyjności zajmuje znacznie niższe miejsca, niż wynikałoby to z wielkości PKB oraz liczby i wykształcenia mieszkańców. W rankingu Global Innovation Index 2011 zajęła 43 miejsce na 125 badanych krajów³. W badaniu Regional Innovation Scorebord (RIS) 2009 porównującym innowacyjność regionalną w Unii Europejskiej w latach 2004 i 2006 wszystkie województwa w Polsce uzyskały wyniki niski lub średnioniski⁴. Co więcej, dane za 2006 r. są w tym badaniu gorsze niż w 2004 r. w przypadku 3 województw: łódzkiego, lubelskiego i kujawsko-pomorskiego. Podobne informacje zawierają wyniki European Innovation Scoreboard (EIS) 2009⁵. Innowacyjność Polski jest niższa niż średnia dla Unii Europejskiej, chociaż raport wskazuje na poprawę w obszarze finansowania, które jest jednym z głównych czynników rozwoju innowacyjności w naszym kraju.

Wdrażanie innowacji jest procesem trudnym i długoterminowym, stąd istotne znaczenie barier utrudniających ich wykorzystanie w gospodarce.

2. Bariery we wdrażaniu innowacji w podmiotach gospodarczych

Bariery we wdrażaniu innowacji w podmiotach gospodarczych można podzielić na trzy podstawowe grupy: bariery o charakterze ekonomicznym, bariery rynkowe oraz bariery związane z wiedzą. W tym ujęciu analizę barier utrudniających prowadzenie działalności innowacyjnej w Polsce prowadzi zespół pod kierunkiem prof. dr. hab. T. Baczko w Instytucie Nauk Ekonomicznych PAN. Z badań wynika, że bariery o charakterze ekonomicznym, związane z wysokością kosztów innowacji oraz brakiem własnych i zewnętrznych źródeł finansowych, są najczęściej wskazywaną przez przedsiębiorców grupą. Na ich znaczenie w latach 2006-2008 wskazywało odpowiednio 42%, 28% i 40% respondentów⁶. Druga grupa pod względem ważności to bariery rynkowe, w tym: niepewny popyt na innowacyjne produkty i usługi oraz opanowanie rynku przez dominujące przedsiębiorstwa. Za najmniej istotne przedsiębiorcy uważają bariery związane z wiedzą, a wśród nich: problemy z pozyskaniem

³ The Global Innovation Index 2011. Accelerating Growth and Development. Red. S. Dutta. INSEAD 2011, ss. xviii i 210.

⁴ H. Hollanders: S. Tarantola, A. Loschky: Regional Innovation Scoreboard (RIS) 2009. December 2009, s. 33.

⁵ European Innovation Scoreboard (EIS) 2009. PRO INNO EUROPE PAPER N°15, s. 47.

⁶ E. Krzywina: Bariery utrudniające prowadzenie działalności innowacyjnej w latach 2006-2008. W: Raport o innowacyjności gospodarki Polski w 2009 roku. Red. T. Baczko. INE PAN, Warszawa 2010, s. 147-152.

wykwalfikowanego personelu, brak informacji na temat nowoczesnych technologii lub potencjalnych rynków zbytu oraz trudności w znalezieniu partnerów biznesowych zainteresowanych wspólnym wdrożeniem innowacji.

Na rolę finansowania w rozwoju innowacyjności gospodarki wskazuje wiele instytucji. Listę programów Unii Europejskiej i Polski w latach 2000-2004 wskazujących na konieczność ułatwienia dostępu do finansowania inicjatyw w zakresie przedsiębiorczości i innowacyjności można znaleźć m.in. w pracy B. Bartkowiak⁷. Wymieniono w niej takie elementy polityki gospodarczej, jak Strategia Lizbońska, Europejska Karta Małych Przedsiębiorstw, Sektorowy program operacyjny – wzrost konkurencyjności przedsiębiorstw, lata 2004-2006. W budżecie Unii Europejskiej na lata 2007-2013 pojawiły się kolejne rozwiązania, które w Polsce przełożyły się m.in. na Program Operacyjny Innowacyjna Gospodarka oraz nacisk na rozwój przedsiębiorczości i innowacyjności w celach Regionalnych Programów Operacyjnych poszczególnych województw.

Zapotrzebowanie na wsparcie finansowe, szczególnie zewnętrzne, zmienia się wraz z fazami dojrzałości podmiotu gospodarczego⁸. Przy czym każdy kolejny etap rozwoju wymaga dofinansowania wynikającego ze wzrostu skali prowadzonej działalności, zasięgu oddziaływania na rynek, liczby i wielkości odbiorców czy też poziomu zatrudnienia. Niezależnie jednak od wielkości, fazy rozwoju przedsiębiorstwa czy rodzaju prowadzonej działalności przedsiębiorstwa potrzebują dostępu do adekwatnych do ich potrzeb i ponoszonego ryzyka źródeł finansowania innowacji.

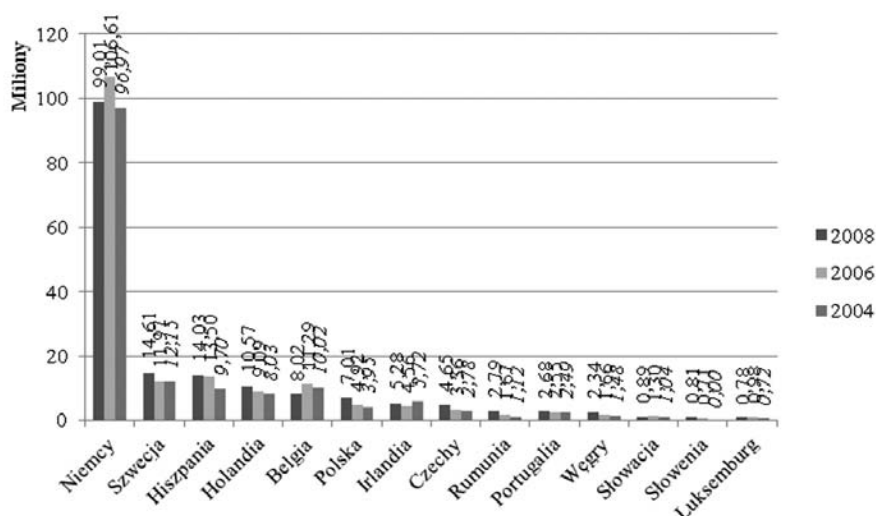
3. Finansowanie innowacji w Polsce na tle UE

Wartość i jakość innowacji zależy m.in. od kwoty środków przeznaczonych na ich finansowanie. Polska pod tym względem plasuje się na dość odległym miejscu zarówno pod względem wartości wydatków (rysunek 1), jak i ich relacji do Produktu Krajowego Brutto (tabela 1).

Łączne wydatki na innowacje w Polsce w 2004 r. były trzykrotnie niższe niż w Szwecji i o około ½ niższe niż w Holandii. Wyraźny wzrost wydatków nastąpił po 2007 r. m.in. ze względu na pełne włączenie Polski do programów Unii Europejskiej w ramach budżetu na lata 2007-2013, co zwiększyło dostępność środków i źródeł finansowania innowacji. Mimo tego wartość wydatków na innowacje w 2008 r. w Polsce osiągnęła kwotę zaledwie 7 mld EUR, podczas gdy w Niemczech wartość ta wyniosła 99 mld EUR, we Francji 41 mld, a we Włoszech 21 mld.

⁷ B. Bartkowiak: Fundusze pożyczkowe i poręczenia w finansowaniu małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce. CeDeWu, Warszawa 2009, s. 96.

⁸ M. Kurowska: Innowacyjność polskich MSP na tle wybranych problemów firm eksportujących. Annales UMCS Sectio H, t. XLIV, z. 2, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2010, s. 792.



Rys. 1. Łączne wydatki na innowacje w wybranych krajach europejskich w latach 2004-2008 (mld EUR, ceny bieżące)

Źródło: Innovation Activity and Expenditure. Eurostat, <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do> [dostęp: 09.01.2012].

Porównując stosunek wartości środków przeznaczanych na innowacje do PKB, okazuje się, że rocznie w Polsce przeznacza się na ten cel mniejszą część wypracowanego dochodu niż w znacznie mniejszych, ale wyżej rozwiniętych krajach, takich jak Luksemburg czy Belgia. Przodujące pod tym względem kraje, jakimi są Niemcy i Szwecja, wydają rocznie na innowacje ponad 4% PKB, podczas gdy w Polsce wartość ta nie przekracza 2%.

Tabela 1

Wydatki na innowacje w relacji do Produktu Krajowego Brutto w wybranych krajach europejskich w latach 2004-2008 (%)

Kraj	Rok		
	2008	2006	2004
Szwecja	4,38%	3,8%	4,2%
Niemcy	4,00%	4,6%	4,4%
Czechy	3,01%	2,8%	3,0%
Irlandia	2,93%	2,6%	3,8%
Belgia	2,32%	3,5%	3,4%
Węgry	2,22%	1,9%	1,8%
Słowenia	2,18%	2,3%	

cd. tabeli 1

Rumunia	2,00%	1,7%	1,8%
Luksemburg	1,98%	2,9%	2,6%
Polska	1,93%	1,8%	1,9%
Holandia	1,78%	1,7%	1,6%
Portugalia	1,56%	1,6%	1,7%
Słowacja	1,37%	2,9%	3,1%
Hiszpania	1,29%	1,4%	1,2%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Innovation Activity and Expenditure. Eurostat, <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do> [dostęp: 09.01.2012]; GDP and Main Components. Eurostat, http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=nama_gdp_c&lang=en [dostęp: 09.01.2012].

Analizując wydatki na innowacje, często dokonuje się podziału wykorzystanych środków na przeznaczone na badania i rozwój oraz pozostałe. Wyniki RIS 2009 uwzględniające źródła pochodzenia środków i cel ich wydatkowania wskazują, że w Polsce wydatki na badania i rozwój są finansowane przede wszystkim ze środków publicznych. Natomiast największy udział w wydatkach innowacyjnych mają te, które nie są związane bezpośrednio z działalnością badawczą, a wynikają z aktywności przedsiębiorców.

4. Stan finansowania innowacji w Polsce

Przedstawione wyniki badań dotyczących skali wydatków na innowacje i miejsca Polski pod względem innowacyjności gospodarki potwierdza występująca w Polsce struktura nakładów na działalność innowacyjną. Analizując wyłącznie przedsiębiorstwa przemysłowe, czyli sektor charakteryzujący się największym zaangażowaniem w działalność innowacyjną, można stwierdzić, że podmioty publiczne realizują do 30% tych nakładów, skupiając się w znacznym stopniu na działalności badawczo-rozwojowej (tabela 2). Sektor prywatny wydaje środki również na innowacje marketingowe i organizacyjne oraz na tworzenie nowych przedsięwzięć inwestycyjnych na podstawie dostępnych technologii międzynarodowych. Mimo że w mniejszym stopniu jest zainteresowany prowadzeniem badań, jego udział w wydatkach na innowacje oscyluje w przedziale 70-80%.

Tabela 2

Struktura nakładów na działalność innowacyjną w przedsiębiorstwach przemysłowych w Polsce według sektorów w latach 2007-2009

Wyszczególnienie	2007	2008	2009
Ogółem (mln zł, ceny bieżące)	20 222,9	25 367,2	22 652,1
Sektor publiczny (%)	16,82	21,30	29,35
Sektor prywatny (%)	83,18	78,70	70,65

Źródło: Nauka i technika w 2007 r. GUS, Warszawa 2009; Nauka i technika w Polsce w 2008 roku. GUS, Warszawa 2010, s. 188; Nauka i technika w Polsce w 2009 roku. GUS, Warszawa 2011, s. 392.

Największe nakłady na działalność innowacyjną ponoszą przedsiębiorstwa duże, zatrudniające powyżej 249 osób. Ich wkład wynosi około 80% wydatkowanych środków finansowych. Najmniejszy udział mają podmioty małe i mikro, których wkład finansowy w innowacyjność wynosi około 5%, a w badaniach statystycznych obejmujących omawiane zagadnienia w Polsce do 2008 r. nie były brane pod uwagę. Należy zauważyć, że taka struktura nakładów wynika przede wszystkim z wysokości kwot przeznaczanych na innowacje. Mimo że małe przedsiębiorstwa są najliczniejszą grupą w gospodarce i wykazują się dużą aktywnością pod względem wdrażania innowacji, ich wydatki jednostkowe są znacznie niższe niż w przypadku przedsiębiorstw średnich i dużych.

Tabela 3

Struktura nakładów na działalność innowacyjną w przedsiębiorstwach przemysłowych w Polsce według wielkości podmiotów w latach 2007-2009 (%)

Wyszczególnienie	2007	2008	2009
Przedsiębiorstwa liczące 10-49 pracujących	b.d.	4,32	5,50
Przedsiębiorstwa liczące 50-249 pracujących	19,23	19,47	17,28
Przedsiębiorstwa liczące powyżej 249 pracujących	80,77	76,21	77,21

Źródło: Nauka i technika..., op. cit.

5. Źródła finansowania innowacji w Polsce

W latach 2006-2008 75% nakładów na finansowanie innowacji stanowiły środki własne podmiotów gospodarczych, 22% innowacji finansowano kredytami, 2% stanowiły środki bezzwrotne pozyskane z zagranicy, a 1% środki budżetowe⁹. Wraz ze wzrostem podmiotu gospodarczego w finansowaniu innowacji rośnie znaczenie środków własnych, natomiast maleje udział kredytów bankowych oraz pozostałych źródeł finansowania. W przypadku dużych

⁹ J. Łapiński: Finansowanie działalności innowacyjnej. W: Innowacyjność 2010. Raport PARP, Warszawa 2010, s. 62.

podmiotów w latach 2007-2009 środki własne finansowały od 72 do ponad 77% wydatków na innowacje, a w latach 2004-2006 – 88%. Jednym z prawdopodobnych powodów takiej struktury finansowania jest niepewność przedsiębiorców co do potencjalnych efektów wdrażanych innowacji. Decydując się na wykorzystanie własnych środków, zabezpieczają się przed koniecznością długotrwałej obsługi zadłużenia w sytuacji, gdyby innowacja okazała się nieudaną.

Tabela 4

Struktura źródeł finansowania innowacji w zależności od wielkości przedsiębiorstwa w latach 2007-2009 w Polsce

Wielkość przedsiębiorstw	Rok	Środki					
		własne	kredyty bankowe	pozyskane z zagranicy w formie bezzwrotnej	otrzymane z budżetu państwa	pochodzące z funduszy kapitału ryzyka	pozostałe
Przedsiębiorstwa liczące 10-49 pracujących	2007	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	2008	48,83	30,32	2,70	2,90	0,04	15,21
	2009	46,04	31,09	12,42	6,28	0,06	4,11
Przedsiębiorstwa liczące 50-249 pracujących	2007	63,04	25,51	3,01	1,90	0,09	6,45
	2008	58,84	25,81	3,05	1,87	0,10	10,33
	2009	58,95	28,23	6,82	2,04	0,01	3,96
Przedsiębiorstwa liczące powyżej 249 pracujących	2007	77,61	11,61	0,63	0,93	0,03	9,20
	2008	75,45	19,13	1,25	1,03	0,17	2,97
	2009	72,16	24,74	1,73	0,53	0,00	0,83

Źródło: Nauka i technika..., op. cit., s. 392.

Drugim co do ważności źródłem finansowania innowacji są kredyty bankowe, a trzecie miejsce z rosnącym udziałem zajmują środki pozyskane z zagranicy w formie bezzwrotnej, przede wszystkim z funduszy UE. Ich rosnące znaczenie, szczególnie zauważalne w 2009 r. w grupie małych i średnich przedsiębiorstw, wynika z faktu, że we wcześniejszym okresie programy obowiązujące na lata 2007-2013 były dopiero uruchamiane. Dla przykładu w Programie Operacyjnym Innowacyjna Gospodarka w grudniu 2007 r. trwały prace nad ostatecznym ustaleniem kształtu niektórych priorytetów. O stopniowym wzroście znaczenia środków pochodzących z Unii Europejskiej (nie tylko z PO IG) na innowacje i ich oddziaływaniu w przyszłym okresie na gospodarkę świadczy wartość alokacji w poszczególnych latach, a szczególnie różnica pomiędzy wartością umów podpisanych a już zrealizowanymi płatnościami (tabela 5).

Tabela 5

Wartość alokacji w PO IG (%)

Rok	2008	2009	2010	30.09.2011
Podpisane umowy	4,37	45,49	64,5	70,8
Zrealizowane płatności	0,0004	3,92	13,0	22,6

Źródło: Ministerstwo Rozwoju Regionalnego.

Zakończenie

Jak już wspomniano, dostępność do źródeł finansowania jest wskazywana przez przedsiębiorców jako jedna z głównych, a często najważniejsza bariera w podejmowaniu i realizacji działań innowacyjnych. Przedstawiona struktura finansowania innowacji stosowana przez przedsiębiorców w Polsce również nie sprzyja zwiększeniu skali działań innowacyjnych. Trudno jednoznacznie wskazać, czy taka struktura wykształciła się ze względu na problemy z pozyskaniem finansowania z innych źródeł, czy raczej sami przedsiębiorcy nie ubiegają się o inne finansowanie, z rozważą planując wiążącą się z ryzykiem działalność innowacyjną. Należy natomiast podkreślić, że ze względu na niski poziom wolnych środków własnych w mniejszych podmiotach oraz problemy z pozyskaniem kredytów bankowych na ryzykowne działania¹⁰, wielkość nakładów na innowacje w Polsce jest nieadekwatna do potrzeb gospodarki.

Bibliografia

- Bartkowiak B.: Fundusze pożyczkowe i poręczeniowe w finansowaniu małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce. CeDeWu, Warszawa 2009.
- European Innovation Scoreboard (EIS) 2009. PRO INNO EUROPE PAPER N°15.
- GDP and Main Components. Eurostat, http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=nama_gdp_c&lang=en.
- GE Global Innovation Barometer 2011. An Overview on Messaging, Data and Amplification, <http://www.gereports.com/ge-global-innovation-barometer-partners-localization-are-key/> [dostęp: 03.12.2011].
- The Global Innovation Index 2011. Accelerating Growth and Development. Red. Dutta. INSEAD 2011.
- Hollanders H., Tarantola S., Loschky A.: Regional Innovation Scoreboard (RIS) 2009. December 2009.

¹⁰ J. Ryba: Mikrofirmy nie potrzebują banków. <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Mikrofirmy-nie-potrzebuja-bankow/> [dostęp: 28.11.2011].

- Innovation Activity and Expenditure. Eurostat, <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do> [dostęp: 09.01.2012].
- Krzywina E.: Bariery utrudniające prowadzenie działalności innowacyjnej w latach 2006-2008. W: Raport o innowacyjności gospodarki Polski w 2009 roku. Red. T. Baczko. INE PAN, Warszawa 2010.
- Kurowska M.: Innowacyjność polskich MSP na tle wybranych problemów firm eksportujących. *Annales UMCS Sectio H*, t. XLIV, z. 2, Wydawnictwo UMCS 2010.
- Łapiński J.: Finansowanie działalności innowacyjnej. W: *Innowacyjność 2010. Raport PARP*, Warszawa 2010.
- Nauka i technika w 2007 r. GUS, Warszawa 2009.
- Nauka i technika w Polsce w 2008 r. GUS, Warszawa 2010.
- Nauka i technika w Polsce w 2009 r. GUS, Warszawa 2011.
- Ryba J.: Mikrofirmy nie potrzebują banków. *Bankier.pl*, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Mikrofirmy-nie-potrzebuja-bankow/> [dostęp: 28.11.2011].
- Use Innovation to Start or Grow Your Business. *BusinessLink*, <http://online.businesslink.gov.uk/bdotg/action/printguide?r.i=1073792541&r.l1=1073858796&r.l2=1074298365&r.l3=1074027604&r.s=pg&r.t=RESOURCES&topicId=1074027604#> [dostęp: 03.12.2011].

THE INNOVATIVE ACTIVITIES SOURCES OF FINANCING

Summary

The accessibility to source of finances is being indicated by entrepreneurs as one from the most important barriers in taking up and implementating of operations innovative. Described in the article structure of financing the innovation applied by entrepreneurs in Poland isn't also supporting the increase of innovative action. It is hard explicitly to point, whether such a structure developed on account of problems with acquiring the funding from other sources, whether entrepreneurs aren't applying for other financing froms considering plans for the innovative activity being connected with a risk.

One should however underline, that on account of the rock bottom of free own funds in shorter entities and problems with raising bank loans for risky operations the amount of the expenditure on innovations in Poland is inappropriate to needs of the economy

Jarosław Kubiak

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

EMPIRYCZNA WERYFIKACJA TEORII HIERARCHII ŹRÓDEŁ FINANSOWANIA PRZEDSIĘBIORSTW

Wprowadzenie

Badacze zajmujący się problematyką kształtowania struktury kapitału wskazują, że dotychczas sformułowane teorie i przeprowadzone badania nie wyjaśniają w pełni przesłanek, jakimi kierują się przedsiębiorstwa, dokonując wyboru źródeł finansowania. Podkreśla się, że ciągle należy doskonalić sposoby identyfikacji czynników determinujących strukturę kapitału oraz poszukiwać metod badania empirycznej „skuteczności” poszczególnych teorii. Jedną z wpływowych teorii struktury kapitału jest teoria hierarchii źródeł finansowania S. Myersa. Teoria ta określa sposób postępowania przedsiębiorstwa w zakresie wyboru źródeł kapitału w warunkach asymetrii informacji, w zależności od aktualnych potrzeb inwestycyjnych i posiadanej swobody finansowania.

Założenia i tezy teorii hierarchii zostały już szeroko opisane w polskiej literaturze przedmiotu¹. Brakuje jednak opracowań, które włączyłyby się w nurt dyskusji dotyczących sposobów empirycznej weryfikacji teorii hierarchii, a także brakuje kompleksowych badań w tym zakresie dotyczących polskich przedsiębiorstw. Dlatego za cel tego artykułu przyjęto nakreślenie głównych problemów dotyczących przeprowadzania empirycznej weryfikacji tej teorii, a także dokonanie jej weryfikacji na przykładzie 140 przedsiębiorstw prowadzących działalność w Polsce.

1. Teoria hierarchii źródeł finansowania

Teoria hierarchii źródeł finansowania wyjaśnia ukształtowanie struktury kapitału dążeniem przedsiębiorstw do zmniejszenia nieefektywności decyzji inwestycyjnych podejmowanych w warunkach asymetrii informacji. Asymetria informacyjna może skutkować wystąpieniem zjawisk niedoinwestowania,

¹ Najdokładniej teoria hierarchii źródeł finansowania została przedstawiona w: J. Gajdka: *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.

przeinwestowania lub transferu wartości, co powoduje zmniejszenie wartości firmy w stosunku do sytuacji, w której asymetria nie miałaby miejsca. Zgodnie z teorią hierarchii, przedsiębiorstwa powinny zatem wykorzystywać takie źródła finansowania, które zminimalizują negatywne skutki występowania asymetrii informacji. Wymaga to wyboru źródeł finansowania według następującej kolejności: zysk zatrzymany, dług, papiery hybrydowe, emisja akcji. Przedsiębiorstwa preferują wewnętrzne w stosunku do zewnętrznych źródła finansowania. Wybór źródeł wewnętrznych wynika z chęci uniknięcia skutków niewłaściwej wyceny inwestycji w warunkach asymetrii informacji. W przypadku pozyskiwania kapitału z zewnątrz, przedsiębiorstwa wykazujące znaczne zapotrzebowanie na fundusze zewnętrzne będą preferowały zaciąganie długu w stosunku do wykorzystania kapitału własnego. Takie zachowanie wynika z chęci uniknięcia negatywnej reakcji rynku na emisję akcji. Źródło położone niżej na liście preferencji wykorzystują dopiero w przypadku wyczerpania się źródła będącego wyżej na tej liście. Teoria ta uwzględnia także zagadnienie swobody finansowania. Posiadanie swobody finansowania umożliwia dostęp do źródeł leżących wyżej w hierarchii. Daje także większe możliwości realizacji projektów inwestycyjnych.

2. Problemy empirycznej weryfikacji teorii hierarchii źródeł finansowania

Większość prezentowanych w literaturze empirycznych weryfikacji teorii hierarchii odwołuje się do metod statystycznych. Wśród nich można wyróżnić badania dokonywane na podstawie danych bilansowych oraz biorące pod uwagę przepływy pieniężne związane z pozyskiwaniem i obsługą kapitału (ujęcie dynamiczne). Empiryczną weryfikację teorii hierarchii na podstawie danych bilansowych można uznać za metodę pośrednią, odwołującą się do przesłanek wskazujących na dane zachowanie przedsiębiorstwa. Przykładem jest weryfikacja tezy teorii hierarchii o preferowaniu wewnętrznych źródeł finansowania na podstawie analizy korelacji poziomu zadłużenia z rentownością aktywów. Przesłanką wskazującą w tym przypadku na potwierdzenie teorii hierarchii jest niski poziom zadłużenia najbardziej rentownych przedsiębiorstw.

Za bezpośrednie podejście do weryfikacji teorii hierarchii można uznać budowę testów regresji, za pomocą których sprawdza się, w jakim stopniu, po wykorzystaniu wewnętrznych źródeł finansowania, kolejne jednostki kapitału są pozyskiwane poprzez zadłużenie.

Należy jednak przypomnieć, że możliwość wykorzystania danego źródła jest zależna od posiadania swobody finansowania. W przypadku zadłużenia swobodę finansowania definiuje się najczęściej w badaniach poprzez pojemność zadłużeniową przedsiębiorstwa. Weryfikacja teorii hierarchii nie

powinna się zatem ograniczać wyłącznie do badania zależności między deficytem finansowym a wielkością nowego zadłużenia, lecz także uwzględniać pojemność zadłużeniową przedsiębiorstwa.

Impulsem do licznych prób weryfikacji teorii hierarchii źródeł finansowania były wyniki badań opublikowane przez L. Shyam-Sunder oraz S. Myersa². Zaprezentowali oni test służący weryfikacji tej teorii:

$$\Delta D_{it} = \alpha + \beta_{po} * DEF_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

gdzie:

ΔD_{it} – wielkość pozyskanego długu,

DEF_{it} – zapotrzebowanie na kapitał zewnętrzny,

α, β_{po} – parametry strukturalne równania,

ε_{it} – składnik losowy.

L. Shyam-Sunder i S. Myers badali zależność pomiędzy wykorzystaniem długu a deficytem finansowym (zapotrzebowaniem na fundusze inwestycyjne po wyczerpaniu źródeł wewnętrznych). Deficyt ten został zdefiniowany w modelu jako suma dywidend, inwestycji, zmian kapitału obrotowego i bieżących rat spłaty zadłużenia długoterminowego, pomniejszona o generowany przez przedsiębiorstwo wewnętrzny przepływ pieniężny (przepływ pieniężny po spłacie odsetek i opodatkowaniu). Zgodnie z teorią hierarchii każda jednostka zapotrzebowania na kapitał powinna być finansowana jednostką długu. Autorzy badali tę zależność na sprawozdaniach finansowych 157 amerykańskich przedsiębiorstw z lat 1971-1989. Uzyskana w badaniu wartość współczynnika finansowania deficytu finansowego długiem β_{po} równa 0,75 pozwoliła na wyciągnięcie wniosku, że teoria hierarchii dobrze opisuje zachowania przedsiębiorstw w zakresie pozyskiwania źródeł kapitału.

Po opublikowaniu artykułu L. Shyam-Sunder i S. Myers, w literaturze ukazało się wiele opracowań prezentujących wyniki badań dotyczących skuteczności teorii hierarchii źródeł finansowania. Za ważniejsze można uznać m.in. badania E. Fama i H. French³, M. Frank i V. Goyal⁴ oraz M. Lemmon i J. Zender⁵. Część badań świadczyła o pozytywnej, część o częściowo pozytywnej (w określonych warunkach), a część o negatywnej weryfikacji tej teorii⁶.

² L. Shyam-Sunder, S. Myers: Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure. „Journal of Financial Economics” 1999, Vol. 51, s. 224 i nast.

³ E. Fama, H. French: Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. „The Review of Financial Studies” 2002, Vol. 15.

⁴ M. Frank, V. Goyal: Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. „Journal of Financial Economics” 2003, Vol. 67.

⁵ M. Lemmon, J. Zender: Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories. Working Paper, AFA, Washington 2003.

⁶ Szerzej na temat problemów empirycznej weryfikacji teorii hierarchii w: J. Kubiak: Utility of Pecking Order Theory in Explaining SME Capital Structure. W: Modern Managerial Finance. New Trends and Areas. Red. W. Frąckowiak, C. Kochalski. Poznań University of Economics Press, Poznań 2010, s. 45-57.

Zróznicowanie wyników weryfikacji teorii hierarchii wynika z zastosowania odmiennych metod badawczych, różnego zakresu przedmiotu badań (relacje między wykorzystaniem źródeł wewnętrznych a zewnętrznych lub relacje długu do kapitału własnego pozyskiwanego ze źródeł zewnętrznych), a także z różnic w horyzoncie czasowym badań i odmiennych warunków otoczenia badanych przedsiębiorstw. Ten ostatni czynnik dotyczy szczególnie poziomu asymetrii informacji, który w świetle teorii hierarchii determinuje wybór źródła kapitału.

3. Określenie sposobu weryfikacji teorii hierarchii źródeł finansowania oraz charakterystyka badanej grupy przedsiębiorstw

Empiryczna weryfikacja teorii hierarchii źródeł finansowania zostanie przeprowadzona dwuetapowo: w pierwszej kolejności zostanie zbadany związek pomiędzy wykorzystaniem wewnętrznych w stosunku do zewnętrznych źródeł finansowania, a w drugiej kolejności preferencje przedsiębiorstw w zakresie wykorzystania długu w stosunku do kapitału własnego pozyskiwanego z zewnątrz.

Badana grupa obejmuje 140 przedsiębiorstw. Analizie podlegały sprawozdania finansowe z lat 2002-2008. W badanej grupie znalazło się 70 spółek notowanych na GPW w Warszawie oraz 70 przedsiębiorstw nienotowanych na giełdzie. Dane zawierające pozycje bilansu, rachunku zysków i strat oraz rachunku przepływów pieniężnych pochodziły z bazy wywiadowni gospodarczej InfoCredit. Do 70 spółek giełdowych losowo dobrano 70 spółek niemających takiego statusu, z uwzględnieniem warunku, by przedsiębiorstwa te pochodziły z tej samej branży, co odpowiadające im spółki giełdowe⁷.

Zbiór danych do analizy korelacji i budowy modelu regresji składa się z 780 obserwacji stanowiących wartości poszczególnych zmiennych dla określonego przedsiębiorstwa w danym roku⁸. Jednostką w badaniach jest zatem sytuacja przedsiębiorstwa w danym roku obrotowym⁹.

Zdecydowano się porównać wyniki weryfikacji teorii hierarchii źródeł finansowania przedsiębiorstw giełdowych i niemających tego statusu, gdyż powinny się one charakteryzować innym poziomem asymetrii informacji oraz inną swobodą finansowania. Większym poziomem asymetrii informacji powinny się charakteryzować spółki giełdowe. Mają one zdecydowanie większy

⁷ Baza InfoCredit, jaką dysponuje autor, zawierała 705 przedsiębiorstw, z czego 80 to spółki giełdowe.

⁸ W analizowanym okresie nie dla każdego przedsiębiorstwa dysponowano kompletem sprawozdań finansowych, co ograniczyło łączną liczbę badanych przypadków z 980 do 780 (po 390 dla analizowanych grup przedsiębiorstw).

⁹ M. Frank, V. Goyal: *Op. cit.*, s. 231.

zakres obowiązków informacyjnych. Z uwagi na ich publiczny status powinny mieć także większą swobodę finansowania. Te dwa czynniki mają według teorii hierarchii główny wpływ na zachowania przedsiębiorstw w zakresie wyboru źródeł kapitału.

4. Poziom wewnętrznych źródeł finansowania a wykorzystanie kapitału z zewnątrz

Jak już wspomniano, weryfikacja tezy, że przedsiębiorstwa preferują wewnętrzne źródła kapitału, jest dokonywana zasadniczo na podstawie badania siły i kierunku związku rentowności przedsiębiorstwa z poziomem jego zadłużenia. Wskazuje się, że im wyższa rentowność, tym większa zdolność do samofinansowania się, co powinno prowadzić do mniejszego wykorzystania zadłużenia. Policzone zatem współczynnik korelacji pomiędzy rentownością operacyjną aktywów¹⁰ a wskaźnikiem udziału długu w kapitale całkowitym¹¹. Poza zbadaniem tej zależności postanowiono równolegle zbadać siłę i kierunek związku pomiędzy względnym poziomem przepływu z działalności operacyjnej a względnym poziomem zmian w zakresie wykorzystania zewnętrznych źródeł finansowania. Zależność ta pozwoli dokładniej zweryfikować tezę o preferencji wewnętrznych źródeł finansowania niż badanie korelacji między rentownością a poziomem zadłużenia z dwóch powodów. Po pierwsze, będzie analizowana cała nadwyżka (lub deficyt) z działalności operacyjnej, a nie tylko zysk. Po drugie, teoria hierarchii w pierwszym etapie doboru źródeł mówi o preferencji wewnętrznych źródeł finansowania w relacji do całości źródeł zewnętrznych, a nie tylko do długu. Zaproponowana zmienna: zmiana wartości zewnętrznych źródeł kapitału (zmiana wartości kapitału własnego¹² plus zmiana wartości długu pochodzącego z rynku finansowego) odnosi się do całości źródeł zewnętrznych. Zbadano zatem korelację pomiędzy przepływami z działalności operacyjnej odniesionymi do wartości aktywów a zmianą wartości wewnętrznych źródeł finansowania odniesioną także do wartości aktywów przedsiębiorstwa. Wyniki dokonanych obliczeń dla dwóch analizowanych grup przedsiębiorstw przedstawiono w zamieszczonych poniżej tabelach. Biorąc pod uwagę tezy teorii hierarchii, w przypadku obu obliczanych wskaźników korelacji oczekuje się ich ujemnej wartości.

¹⁰ Rentowność operacyjną aktywów obliczono dzieląc wynik na działalności operacyjnej przez aktywa.

¹¹ Wskaźnik udziału długu w kapitale całkowitym obliczono dzieląc wartość długu oprocentowanego (pozyskiwanego na rynku finansowym) przez sumę tego długu i kapitału własnego.

¹² Bez uwzględnienia wydatków na dywidendy, gdyż są one częścią zysku, a zatem wewnętrznego źródła kapitału.

Tabela 1

Wskaźniki korelacji pomiędzy rentownością operacyjną a poziomem zadłużenia oraz pomiędzy przepływem z działalności operacyjnej a zmianą wartości zewnętrznych źródeł kapitału dla spółek giełdowych

Zmienne	Średnia	Odchylenie standardowe	Współczynnik korelacji
Rentowność operacyjna aktywów	0,052	0,094	-0,216***
Wskaźnik zadłużenia procentowanego	0,220	0,181	
Przepływ z działalności operacyjnej do aktywów	0,045	0,176	-0,284***
Zmiana zewnętrznych źródeł kapitału	0,025	0,145	

Gwiazdki przy współczynnikach oznaczają, że korelacja jest istotna statystycznie odpowiednio: *** – przy poziomie ufności alfa = 1%, ** – przy poziomie ufności alfa = 5%, * – przy poziomie ufności alfa = 10%¹³. Przyjęte oznaczenia obowiązują także w niżej zamieszczonych tabelach.

Tabela 2

Wskaźniki korelacji pomiędzy rentownością operacyjną a poziomem zadłużenia oraz pomiędzy przepływem z działalności operacyjnej a zmianą wartości zewnętrznych źródeł kapitału dla spółek pozagiełdowych

Zmienne	Średnia	Odchylenie standardowe	Współczynnik korelacji
Rentowność operacyjna aktywów	0,062	0,114	-0,067
Wskaźnik zadłużenia procentowanego	0,202	0,209	
Przepływ z działalności operacyjnej do aktywów	0,077	0,148	-0,427***
Zmiana zewnętrznych źródeł kapitału	-0,008	0,098	

Przedstawione wartości współczynników korelacji Pearsona pomiędzy rentownością operacyjną aktywów a poziomem zadłużenia wskazują na istotny statystycznie i słaby negatywny związek między tymi zmiennymi jedynie w przypadku przedsiębiorstw giełdowych. W przypadku przedsiębiorstw nienotowanych na giełdzie, mimo iż przeciętnie charakteryzowały się one większą rentownością niż badane spółki giełdowe, dług nie był substytutem finansowania przedsiębiorstwa zyskiem operacyjnym.

W związku z przedstawionymi wyżej argumentami, dla weryfikacji teorii hierarchii większe znaczenie mają wyniki uzyskane dla współczynnika korelacji pomiędzy względnym poziomem przepływów z działalności opera-

¹³ Obliczeń dokonano za pomocą programu Statistica 10.

cyjnej a względnym poziomem zmian w wykorzystaniu zewnętrznych źródeł finansowania. W przypadku spółek pozagiełdowych wystąpiła umiarkowana ujemna korelacja (- 0,42) między tymi zmiennymi, a w przypadku spółek giełdowych słaba korelacja ujemna (-0,28). Co ważne, różnica pomiędzy tymi dwoma współczynnikami korelacji jest istotna statystycznie przy poziomie istotności $\alpha = 0,05$. Można zatem stwierdzić, że przedsiębiorstwa pozagiełdowe, co do których można przypuszczać, że charakteryzują się większym poziomem asymetrii informacji i mniejszą swobodą finansowania niż spółki giełdowe, w przypadku generowania nadwyżki w większym zakresie wykorzystują wewnętrzne źródła finansowania niż spółki giełdowe.

5. Dług a kapitał własny pozyskiwany z zewnątrz

Jak już wspomniano, większość empirycznych weryfikacji teorii hierarchii źródeł finansowania odnosi się do sprawdzenia, w jakim stopniu deficyt finansowy jest finansowany długiem. W artykule do weryfikacji tezy o preferencji długu w stosunku do kapitału własnego pozyskiwanego z zewnątrz wykorzystano przedstawiony wcześniej model L. Shyam-Sunder i S. Myersa (1), przy czym dokonano w nim korekty w zakresie zdefiniowania deficytu finansowego. Deficyt ten nie był powiększany o bieżące raty spłat zadłużenia długoterminowego ze względu na to, że na podstawie układu rachunku przepływów pieniężnych obowiązującego w Polsce nie można ustalić ich wartości. Z tej także przyczyny wartość zmiany zadłużenia w przeprowadzonym badaniu uwzględniała zmiany zarówno kapitału obcego długo-, jak i krótkoterminowego. Jest to jednak zgodne z przyjętą w pierwszej części badań (dotyczących relacji między finansowaniem wewnętrznym a zewnętrznym) definicją zadłużenia obejmującą całość długu oprocentowanego. Wyniki testu regresji weryfikującego badaną zależność zaprezentowano w tabeli 3.

Tabela 3

Wyniki regresji zmiennej zależnej: wskaźnika względnej zmiany poziomu zadłużenia oprocentowanego względem wskaźnika względnego poziomu deficytu finansowego

Parametry Grupy przedsiębiorstw	N	Wyraz wolny	Deficyt / aktywa (b*)	R ² oraz R ² skorygowane	Błąd standardowy estymacji	p dla wyrazu wolnego	p zmiennej niezależnej
Przedsiębiorstwa giełdowe	390	-0049	0,8492	0,7212 0,7205	0,0543	0,0755	0,0000
Przedsiębiorstwa pozagiełdowe	390	-0053	0,7609	0,5790 0,5779	0,0631	0,1006	0,0000

Wyniki wskazują na to, że wartość współczynnika finansowania deficytu finansowego długiem β_{po} jest relatywnie wysoka (0,85 dla spółek giełdowych, 0,76 dla przedsiębiorstw pozagiełdowych). Wyniki te są istotne statystycznie przy każdym poziomie istotności. Co interesujące, większa wartość współczynnika wystąpiła w przypadku spółek giełdowych, choć można im przypisać niższy poziom asymetrii informacji. Można wskazać dwie przyczyny takiej sytuacji. Po pierwsze, spółki giełdowe mają większą swobodę finansowania – także w zakresie pozyskiwania długu. Po drugie, wartość spółek giełdowych jest stale weryfikowana poprzez wycenę ich akcji. Zgodnie z teorią hierarchii oraz teorią sygnalizacji, spółki te mogą preferować dług w celu wywołania pozytywnego sygnału dla inwestorów. Oczywiście na różnicę w wartości współczynników finansowania deficytu finansowego długiem mogą wpływać inne czynniki. Trzeba zwrócić uwagę na to, że podział spółek na giełdowe i niemające tego statusu absolutnie wystarczająco nie różnicuje poziomu asymetrii informacji oraz pojemności zadłużeniowej. Związek tych dwóch czynników z kształtowaniem struktury kapitału przedsiębiorstw wymaga dalszych badań.

Podsumowanie

Przedstawione wyniki badań wskazują, że teoria hierarchii dobrze opisuje zachowania przedsiębiorstw w zakresie pozyskiwania źródeł kapitału w analizowanych przedsiębiorstwach. W przedsiębiorstwach pozagiełdowych wykazano odwrotny, umiarkowany silny, związek pomiędzy względnym poziomem przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej a względną zmianą wartości zewnętrznych źródeł finansowania. Współczynnik finansowania deficytu finansowego długiem w badanym okresie był wysoki i wyniósł 0,76. Wyższy współczynnik odnotowano w przypadku spółek giełdowych, ale te z kolei charakteryzowały się słabą ujemną korelacją pomiędzy wartością przepływu operacyjnego a zmianą wartości zewnętrznych źródeł finansowania. Wyjaśnianie przyczyn tych zmian w świetle teorii hierarchii źródeł finansowania wymaga dalszych badań. Istnieje potrzeba pomiaru pojemności zadłużeniowej przedsiębiorstw oraz przede wszystkim pomiaru względnego poziomu asymetrii informacji, która to zgodnie z tezami teorii hierarchii jest podstawową determinantą struktury kapitału.

Bibliografia

- Fama E., French H.: Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. „The Review of Financial Studies” 2002, Vol. 15.
Frank M., Goyal V.: Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. „Journal of Financial Economics” 2003, Vol. 67.

- Gajdka J.: Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
- Kubiak J.: Utility of Pecking Order Theory in Explaining SME Capital Structure. W: Modern Managerial Finance. New Trends and Areas. Red. W. Frąckowiak, C. Kochalski. Poznań University of Economics Press, Poznań 2010.
- Lemmon M., Zender J.: Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories. Working Paper, AFA, Washington 2003.
- Shyam-Sunder L., Myers S.: Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure. „Journal of Financial Economics” 1999, Vol.

TESTING THE PECKING ORDER THEORY OF CAPITAL STRUCTURE

Summary

The main aim of this article was to introduce the problem of testing the Pecking Order Theory. The verification of this theory requires take into consideration both: the choice between raising capital from external and internal financial sources and the choice between debt and equity. It is important to use research methods, that be able to capture the Company's level of information asymmetry and level of debt capacity. Empirical investigation on the sample of 140 Polish companies in period 2002-2008 led to the conclusion that the pecking order theory is credible in describing the behavior of corporations in capital structure formation.

Joanna Lizińska

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

WTÓRNE EMISJE AKCJI I ICH WPŁYW NA STOPY ZWROTU – DOŚWIADCZENIA SPÓŁEK NOTOWANYCH W BOMBAJU

Wprowadzenie

Odpowiedź na pytanie, czy inwestycje w akcje spółek dokonujących nowych emisji są dobrą lokatą kapitału, jest zarówno kwestią frapującą codziennych uczestników rynków kapitałowych, jak i wielopłaszczyznowym wyzwaniem wzbudzającym ogromne zainteresowanie wśród naukowców na całym świecie. Uwagę badaczy przykuwają w równym stopniu dylematy metodologiczne związane z pomiarem rentowności inwestycji w akcje spółek dokonujących wtórnych emisji akcji (ang. seasoned equity offerings, SEO) oraz obszary koncentrujące się wokół poszukiwania czynników determinujących skalę ich zyskowności.

Pozyskiwanie kapitału przez przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym stanowi istotne źródło zasilania finansowego podmiotów gospodarczych, przesądzając o randze tematyki kolejnych emisji. Jednocześnie niestabilność otoczenia – z jeszcze większą siłą uwidocznioną podczas kryzysu finansowego – jest jednym z czynników skłaniających do zajęcia się tym zagadnieniem z nowej perspektywy.

Opracowanie podejmuje problematykę szacowania długoterminowych stóp zwrotu na przykładzie dwóch giełd w Bombaju należących do pierwszej dwudziestki giełd na świecie pod względem wielkości: Bombay Stock Exchange (BSE) oraz National Stock Exchange of India (NSE).

W dalszej części opracowanie zawiera syntetyczne sprawozdanie z ważniejszych pozycji literatury przedmiotu. W punkcie 2 przedstawiono opis zastosowanej metody badań oraz źródeł danych. W punkcie 3.1 zarysowano charakterystykę próby badawczej, a w punkcie 3.2 ujęto wyniki badań empirycznych zasadzających się na pomiarze zachowań cenowych na skutek dokonania wtórnych emisji akcji. Ostatnia część artykułu zawiera podsumowanie rezultatów badawczych.

1. Dotychczasowe badania

Dyskusja wokół stóp zwrotu obserwowanych w okresach po dokonaniu kolejnej emisji akcji przez spółki publiczne ma już dość długą historię. W wielu początkowych – ale nie tylko – badaniach odnotowywano w dłuższych okresach ujemne nadzwyczajne stopy zwrotu. Wśród pionierskich prac z tego zakresu należy wymienić badania, których autorami byli T. Loughran i J.R. Ritter¹ oraz D.K. Spiess i J. Affleck-Graves². Na negatywne stopy zwrotu wskazywało również wiele badań z lat kolejnych³. Nie należą do wyjątków badania, gdzie nie zaobserwowano żadnej istotnej negatywnej reakcji cenowej w okresie po dokonaniu SEO⁴.

Rynek kapitałowy w Bombaju był dotychczas obiektem kilku badań w zakresie emisji akcji. Zdecydowana większość dotyczy jednak emisji pierwotnych (ang. initial public offerings, IPO)⁵. Kolejne emisje były jak dotąd przedmiotem niewielu badań – do najszerzych należy opracowanie, którego autorem jest Y. Subba Reddy⁶; obejmuje ono swym zakresem emisje przeprowadzone w latach 1995-1996 oraz 1998-1999.

2. Źródła i metody badawcze

Źródłem informacji do badań była baza Thomson ONE Banker firmy Thomson Reuters. Wszystkie badania empiryczne, których rezultaty zawiera opracowanie, są wynikiem wyłącznie własnego opracowania danych z niej czerpanych.

¹ T. Loughran, J.R. Ritter: The New Issue Puzzle. „Journal of Finance” 1995, Vol. 50, s. 23-51.

² D.K. Spiess, J. Affleck-Graves: Underperformance in Long-run Stock Returns Following Seasoned Equity Offerings. „Journal of Financial Economics” 1995, Vol. 38, s. 243-267.

³ N. Jegadeesh: Long-Term Performance of Seasoned Equity Offerings: Benchmark Errors and Biases in Expectations. „Financial Management” 2000, Vol. 29, s. 5-30; P. Schultz: Pseudo Market Timing and the Long-Run Underperformance of IPOs. „The Journal of Finance” 2003, Vol. 58, s. 483-518; A.C. Eberhart, A. Siddique: The Long-Term Performance of Corporate Bonds (and Stocks) Following Seasoned Equity Offerings. „Review of Financial Studies” 2002, Vol. 15, s. 1385-1406.

⁴ B.E. Eckbo, R.W. Masulis, R. Norli: Seasoned Public Offerings: Resolution of the New Issues Puzzle. „Journal of Financial Economics” 2000, Vol. 56, s. 251-291; A. Brav, C. Geczy, P.A. Gompers: Is the Abnormal Return Following Equity Issuances Anomalous? „Journal of Financial Economics” 2000, Vol. 56, s. 209-249; X. Li, X. Zhao: Propensity Score Matching and Abnormal Performance after Seasoned Equity Offerings. „Journal of Empirical Finance” 2006, Vol. 13, s. 351-370.

⁵ Por.: K.V. Bhanu Murthy, A.K. Singh: IPO Market: Underpricing or Overpricing? http://www.igidr.ac.in/conf/money/mfc-12/Amit_bhanu_IPO%20Market.pdf; S. Ghosh: Underpricing of Initial Public Offerings. The Indian Experience. „Emerging Markets Finance and Trade” 2005, Vol. 41, s. 45-57; V.B. Marisetty, M.G. Subrahmanyam: Group Affiliation and the Performance of Initial Public Offerings in the Indian Stock Market. „Journal of Financial Markets” 2010, Vol. 13, s. 196-223; S. Ghosh: Boom and Slump Periods in the Indian IPO Market. Reserve Bank of India Occasional Papers, Vol. 25, No. 1, 2 and 3, Summer, Monsoon and Winter 2004, s. 39-56.

⁶ Y. Subba Reddy: Seasoned Capital Offerings: Earnings Management and Long-Run Operating Performance of Indian Firms. NSE Research Initiative, <http://ssrn.com/abstract=624401>.

Pozyskano dane o kolejnych emisjach akcji dokonywanych przez spółki notowane na giełdzie NSE oraz BSE w okresie od 1 stycznia 2004 do 31 grudnia 2010. Okres ten nie mógł być dłuższy z uwagi na dwa fakty: po pierwsze z powodu znikomej zawartości informacyjnej bazy w zakresie transakcji wcześniejszych dla giełd w Bombaju, po drugie transakcje z 2011 r. nie mogły się znaleźć w próbie, gdyż niemożliwe byłoby obliczenie dla nich nawet jednorocznych stóp zwrotu.

W badaniu wykorzystano również z bazy Thomson Reuters informacje o notowaniach akcji spółek będących w okresie od 1 stycznia 2004 r. do 30 grudnia 2011 r. przedmiotem obrotu na giełdzie Bombay Stock Exchange National Stock Exchange of India oraz o wartościach indeksu Sensex (dla porównania również drugiego indeksu giełdy w Bombaju – S&P CNX Nifty, amerykańskiego indeksu NYSE Composite oraz londyńskiego FTSE 100).

Pierwotna próba badawcza liczy 690 transakcji (Grupa I) dokonanych przez 517 spółek. Bazę tę – po powiązaniu z bazą zawierającą historyczne ceny zamknięcia oraz po wyeliminowaniu przypadków skrajnych – zredukowano do 510 wtórnych emisji przeprowadzonych przez 384 podmioty, aby możliwe było obliczenie stóp zwrotu z akcji (Grupa II). Z uwagi na fakt, iż stopy zwrotu w najdłuższym okresie były możliwe do obliczenia tylko dla części przypadków, zdefiniowano również grupę 44 wtórnych emisji akcji (Grupa III).

W pierwszej kolejności – na podstawie notowań obejmujących ceny zamknięcia każdej sesji (w dniu t) z okresu od 1 stycznia 2004 do 30 grudnia 2011 – obliczono jednosesyjne arytmetyczne stopy zwrotu dla każdej i -tej spółki ($Rs_{i,t}$) oraz indeksu Sensex ($Rb_{i,t}$). Następnie oszacowano ponadnormalne (zwyckowe, nadzwyczajne) jednosesyjne stopy zwrotu z akcji i -tej spółki zgodnie ze wzorem:

$$AR_{i,t} = Rs_{i,t} - Rb_{i,t}.$$

W kolejnym kroku obliczono dla każdego dnia t średnie nadzwyczajne jednosesyjne stopy zwrotu:

$$AAR_t = \left(\frac{1}{n}\right) \sum_{i=1}^n AR_{i,t},$$

przy n określonym liczbą wtórnych emisji w próbie. Stopy te kumulowano w wybranych okresach zgodnie z formułą:

$$CAAR_{a:b} = \sum_{t=a}^b AAR_t,$$

przy założeniu, że a oznacza początek okresu, natomiast b koniec okresu inwestycji.

Przyjęto, iż rok składa się średnio z 252 dni sesyjnych i obliczono wymienione powyżej miary stóp zwrotu dla roku przy $b = 2 \times 252$ (Y1), dla trzech lat przy $b = 3 \times 252 = 756$ (Y3) oraz dla pięciu lat przy $b = 5 \times 252 = 1260$ (Y5).

Średnie nadzwyczajne skumulowane stopy zwrotu $CAAR_{a:b}$ obliczono w dwóch wersjach:

- a) w wersji podstawowej, gdy okres inwestycji zaczyna się w momencie dokonania SEO ($a = 1$),
- b) w wersji rocznej, gdy okres inwestycji obejmuje kolejno każdy kolejny rok, licząc od dokonania emisji (odpowiednio dla Y1, Y3 i Y5 parametr a otrzymuje wartości równe 1, 505 oraz 1009).

3. Rezultaty badań

3.1. Charakterystyka próby badawczej i specyfika rynku

W tabeli 1 przedstawiono podstawowe informacje dotyczące kolejnych emisji akcji dokonywanych w latach 2004-2010 przez podmioty kwotowane na dwóch giełdach w Bombaju: Bombay Stock Exchange (BSE) oraz National Stock Exchange of India (NSE).

Należy zaznaczyć, iż zaprezentowana niska liczba transakcji w latach początkowych analizowanego okresu jest bardziej wynikiem zawartości bazy Thomson Reuters niż konsekwencją rzeczywistego stanu rzeczy na tej giełdzie (tym samym wnioski płynące z interpretacji danych zawartych w tabeli powinny być ujmowane w kategorii opisu próby badawczej). W ostatnich latach badanego okresu wzrostowi ogólnej wartości transakcji towarzyszył spadek średnich wpływów z emisji.

W następstwie przeprowadzenia wtórnej emisji akcji zmieniała się zasadniczo sytuacja finansowa emitentów. Tabela 2 przedstawia średnie wartości trzech wskaźników: wartości księgowej na akcję, wskaźnika cena/wartość księgowa oraz EPS w ujęciu przed oraz po emisji sklasyfikowanych według roku emisji.

Tabela 1

Charakterystyka emisji SEO dokonywanych na giełdzie NSE i BSE
w latach 2004-2010

Rok emisji	Liczba emisji		Łączne wpływy z emisji (\$ mln)		Średnie wpływy z emisji (\$ mln)	
	Grupa I	Grupa II	Grupa I	Grupa II	Grupa I	Grupa II
2004	12	5	479	100	40	20
2005	23	12	2 096	1 061	91	88
2006	54	29	3 112	1 971	58	68
2007	46	28	8 564	7 232	186	258
2008	102	67	8 432	6 799	83	101
2009	187	149	9 012	7 346	48	49
2010	266	220	16 462	12 055	62	55
Razem	690	510	48 156	36 564	70	72

Tabela 2

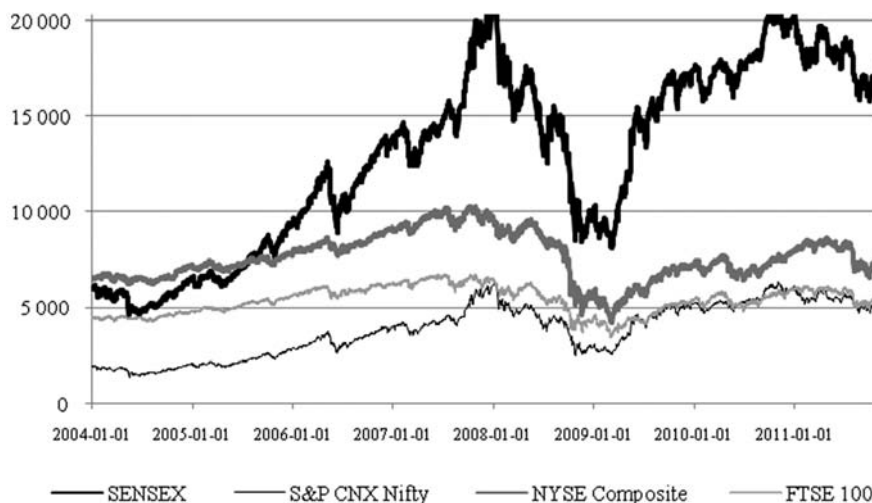
Charakterystyka emitentów dokonujących SEO na giełdzie NSE i BSE
w latach 2004-2010

Rok emisji	Średnia wartość księgowa na akcję		Średni wskaźnik cena/wartość księgowa		Średni EPS	
	przed	po	przed	po	przed	po
Panel A – Grupa I						
2004	2,486	1,000	14,322	5,320	-0,560	0,032
2005	1,689	2,265	4,493	2,030	0,113	0,171
2006	1,431	2,381	2,060	4,255	0,131	0,124
2007	0,999	1,604	11,064	1,581	-0,006	0,180
2008	1,445	3,294	4,742	3,160	0,101	0,217
2009	1,622	1,438	5,318	-0,871	0,166	0,181
2010	1,571	2,171	3,688	2,275	0,089	0,232
Razem	1,520	2,005	4,865	1,719	0,096	0,202
Panel B – Grupa II						
2004	0,613	1,190	23,717	9,890	-0,215	-0,023
2005	2,017	3,350	8,867	2,700	0,043	0,230
2006	0,891	0,800	-2,482	8,726	0,132	0,134
2007	1,235	1,821	12,029	1,194	0,051	0,227
2008	1,625	5,320	5,039	3,618	0,188	0,263
2009	1,543	1,309	5,565	-1,621	0,193	0,182
2010	1,768	2,230	3,730	2,502	0,093	0,253
Razem	1,599	2,046	4,760	1,917	0,122	0,223

Lata 2004-2011 to okres gwałtownych zmian na giełdzie w Bombaju obrazowanych wahaniami wartości indeksu Sensex. Sytuację tę przedstawia wykres 1. Na wykresie tym naniesiono również wartości drugiego ważnego indeksu giełdy w Bombaju – S&P CNX Nifty oraz wybranych indeksów światowych: amerykańskiego NYSE Composite oraz londyńskiego FTSE 100.

Wykres 1

Wartości indeksu Sensex na tle wybranych indeksów światowych w latach 2004-2011



Ogólnie można stwierdzić, iż wahania koniunktury na giełdzie NSE i BSE w Bombaju w poszczególnych okresach były zbieżne z tym, co działo się na giełdzie London Stock Exchange i New York Stock Exchange.

W okresie od stycznia 2004 do stycznia 2008 wartość indeksu bombajskiego Sensex wzrosła o ponad 240%, by w okresie tylko jednego, kolejnego roku zmniejszyć się o ponad połowę. Okres od połowy stycznia 2009 r. to czas szybkiego odrabiania strat na giełdzie – do końca 2011 r. indeks wzrósł aż o 40%.

3.2. Rynkowa ocena emisji

Wyniki aplikacji analizy zdarzeń w celu sprawdzenia, czy dokonanie kolejnych emisji akcji wpływa na wartość rynkową emitenta, zawiera tabela 3. Przedstawiono tam wyniki szacowania średnich skumulowanych nadzwyczajnych stóp zwrotu w okresie roku, trzech i pięciu lat po dokonaniu emisji SEO dla wariantu okresu inwestycji od daty emisji oraz przy okresie inwestycji obejmującym 252 sesje: odpowiednio rok pierwszy, trzeci oraz piąty względem daty emisji (wariant z indeksem Y).

Tabela 3

Skumulowane stopy zwrotu dla emisji SEO na giełdzie NSE i BSE
w latach 2004-2010

Rok po emisji	N	CAAR	N ^Y	CAAR ^Y
Panel A – próba II				
Y1	510	-1,404%	510	-1,404%
Y3	139	-10,468%	139	1,183%
Y5	44	-9,726%	44	7,159%
Panel B – próba III				
Y1	44	-23,908%	44	-23,908%
Y3	44	-34,804%	44	-2,846%
Y5	44	-9,726%	44	7,159%

Wyniki badań wskazują, iż średnie skumulowane nadzwyczajne stopy zwrotu z akcji spółek dokonujących wtórnych emisji akcji w okresie pięcioletnim miały charakter ujemny. W roku piątym badanego okresu można jednak zauważyć roczne skumulowane stopy na poziomie powyżej zera. Należy zaznaczyć, iż pomiar zwykłych stóp zwrotu następował w odniesieniu do indeksu rynkowego.

Podsumowanie

Wtórne emisje akcji przeprowadzane przez spółki kwotowane na giełdzie z siedzibą w Bombaju (Bombay Stock Exchange oraz National Stock Exchange of India) były dotychczas przedmiotem niewielu opracowań. W niniejszym artykule skupiono się na pomiarze zachowania się cen akcji spółek dokonujących SEO w latach 2004-2010. W okresie roku, trzech oraz pięciu lat po emisji odnotowano ujemne średnie skumulowane nadzwyczajne stopy zwrotu, jednak z wyraźną tendencją rosnącą.

Analogiczne badania przeprowadzane w odniesieniu do wtórnych emisji akcji dokonywanych przez spółki będące przedmiotem publicznego obrotu na innych giełdach na świecie są zbieżne z uzyskanymi rezultatami. Z drugiej strony dotychczasowe opracowania zawierające odmienne od uzyskanych tutaj obserwacje skłaniają do zastosowania w przyszłości innych, alternatywnych metod pomiaru reakcji rynkowej na skutek emisji akcji dokonywanych przez podmioty kwotowane w Bombaju celem skonfrontowania wyników i przeprowadzenia szerszej dyskusji na ich temat.

Bibliografia

- Bhanu Murthy K.V., Singh A.K.: IPO Market: Underpricing or overpricing? http://www.igidr.ac.in/conf/money/mfc-12/Amit_bhanu_IPO%20Market.pdf.
- Brav A., Geczy C., Gompers P.A.: Is the Abnormal Return Following Equity Issuances Anomalous? „Journal of Financial Economics” 2000, Vol. 56.
- Eberhart A.C., Siddique A.: The Long-Term Performance of Corporate Bonds (and Stocks) Following Seasoned Equity Offerings. „Review of Financial Studies” 2002, Vol. 15.
- Eckbo B.E., Masulis R.W., Norli R.: Seasoned Public Offerings: Resolution of the New Issues Puzzle. „Journal of Financial Economics” 2000, Vol. 56.
- Ghosh S.: Boom and Slump Periods in the Indian IPO Market. Reserve Bank of India Occasional Papers, Vol. 25, No. 1, 2 and 3, Summer, Monsoon and Winter 2004.
- Ghosh S.: Underpricing of Initial Public Offerings. The Indian Experience. „Emerging Markets Finance and Trade” 2005, Vol. 41.
- Jegadeesh N.: Long-Term Performance of Seasoned Equity Offerings: Benchmark Errors and Biases in Expectations. „Financial Management” 2000, Vol. 29.
- Li X., Zhao X.: Propensity Score Matching and Abnormal Performance after Seasoned Equity Offerings. „Journal of Empirical Finance” 2006, Vol. 13.
- Loughran T., Ritter J.R.: The New Issue Puzzle. „Journal of Finance” 1995, Vol. 50.
- Marisetty V.B., Subrahmanyam M.G.: Group Affiliation and the Performance of Initial Public Offerings in the Indian Stock Market. „Journal of Financial Markets” 2010, Vol. 13.
- Schultz P.: Pseudo Market Timing and the Long-Run Underperformance of IPOs. „The Journal of Finance” 2003, Vol. 58.
- Spiess D.K., Affleck-Graves J.: Underperformance in Long-run Stock Returns Following Seasoned Equity Offerings. „Journal of Financial Economics” 1995, Vol. 38.
- Subba Reddy Y.: Seasoned Capital Offerings: Earnings Management and Long-Run Operating Performance of Indian Firms. NSE Research Initiative, <http://ssrn.com/abstract=624401>.

SEASONED EQUITY OFFERINGS AND THEIR INFLUENCE ON THE RETURNS – THE CASE OF THE BOMBAY-QUOTED COMPANIES

Summary

The long-term price effect following the seasoned equity offerings (SEO) has been extensively investigated over last years. Some studies reveal negative abnormal returns. However, some studies do not confirm the underperformance.

The study covers SEOs offered during 2004-2010 on the Bombay Stock Exchange and the National Stock Exchange of India as they have not received as much interest as some other exchanges so far.

The paper confirms negative cumulative abnormal stock returns following SEO and concludes with new research challenges.

Grzegorz Michalski

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

FINANSE ORGANIZACJI NON PROFIT W NIESTABILNYM OTOCZENIU: INWESTYCJE W PŁYNNE AKTYWA W OPODATKOWANYCH I NIEOPODATKOWANYCH ORGANIZACJACH*

Wprowadzenie

Przedsiębiorstwa mogą działać jako opodatkowane przedsiębiorstwa działające na zasadach komercyjnych lub jako nienastawione na zysk nieopodatkowane organizacje¹. Zaletą komercyjnie działających firm jest, w powszechnym przekonaniu, skuteczniejsze i bardziej efektywne zarządzanie niż to, które jest realizowane przez firmy kontrolowane przez państwo/samorząd². W niniejszym artykule interesuje nas porównanie efektywności inwestycji w płynne aktywa w trzech różnych rodzajach organizacji: nieopodatkowanej jednostce kontrolowanej i finansowanej przez samorząd, nieopodatkowanej organizacji non profit oraz opodatkowanej organizacji kontrolowanej i finansowanej na zasadach w pełni komercyjnych. Celem naukowym artykułu jest dyskusja nad modelem i narzędziami zarządzania płynnością finansową w organizacjach non profit.

Nieopodatkowane organizacje non profit co do zasady mogą się charakteryzować działalnością posiadającą wszystkie elementy cyklu operacyjnego w pełnej postaci: z cyklem konwersji zapasów, okresem spływu należności i okresem ściągania zobowiązań bieżących. Jednak, podobnie jak i w opodatkowanych organizacjach nastawionych na zysk, są także liczne przypadki odstępstw od tego. Przykładem nieopodatkowanej organizacji non profit z „pełnym” cyklem operacyjnym jest nieopodatkowana organizacja non profit realizująca misję aktywizowania i zatrudniania osób niepełnosprawnych poprzez prowadzenie przedsiębiorstwa produkcyjnego, którego produkty są

* Praca naukowa finansowana ze środków budżetowych na naukę w latach 2010-2013 jako projekt badawczy nr NN113021139.

¹ G.S. Lane, E. Longstreth, V. Nixon: A Community Leaders Guide to Hospital Finance. The Access project, Suite 2001, s. 1-17.

² M. Nowicki: The Financial Management of Hospitals and Healthcare Organizations. Health Administration Press, New York 2004, s. 29.

sprzedawane na rynku. Podobnie zarządzanie płynnością finansową zawierające wszystkie elementy cyklu operacyjnego funkcjonuje w organizacjach non profit używających sprzedaży produktów (wytworzonych samodzielnie lub pozyskanych od darczyńców) jako sposobu na zdobywanie środków do realizacji głównej misji, np. pomocy w walce z analfabetyzmem lub pomocy długotrwale bezrobotnym.

W warunkach towarzyszących osłabionej koniunkturze gospodarczej znaczna część organizacji nienastawionych na zysk (dalej zamiennie z non profit lub NPO) musi z jednej strony stawić czoło pomniejszonym zdolnościom pozyskania środków na realizację głównej misji swej działalności, a z drugiej, dość często, większemu popytowi na swoje usługi. Jest to rezultat większego zapotrzebowania wśród beneficjentów będącego skutkiem wzrostu bezrobocia, zmniejszenia sprzedaży działających na krawędzi sensowności ekonomicznej przedsiębiorstw oraz innych czynników powodujących przyrost potrzeb wśród najszerzej grupy odbiorców usług dostarczanych przez organizacje non profit³. Na poprawną działalność nieopodatkowanych organizacji NPO ma także wpływ ekonomiczna sensowność ich funkcjonowania i w tych rozważaniach na finansową efektywność decyzji zarządzających organizacją nonprofit zwracamy uwagę, kontynuując rozważania nad modelem i narzędziami zarządzania płynnością finansową w organizacjach non profit⁴.

Celem finansowym działania organizacji non profit nie jest maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa, jak to jest w przypadku firm nastawionych na zysk (ekonomiczny), a realizacja misji⁵. Jednak do oceny decyzji mających skutki finansowe w czasie zarządzania organizacjami non profit jest zalecane stosowanie analogicznych (odpowiednio dostosowanych) zasad, jak dla przedsiębiorstw prowadzących działalność nastawioną na zysk⁶. Zgodnie z takim podejściem wyższemu poziomowi ryzyka powinien towarzyszyć wyższy koszt finansowania (wyższa stopa alternatywnego kosztu kapitału), a przez to ma ono wpływ na zmiany efektywności ekonomicznej organizacji. Większa efektywność realizacji misji organizacji non profit zwiększa skuteczność realizacji jej celu, towarzyszy jej lepsze wykorzystanie środków zaangażowanych przez darczyńców, a również dzięki temu darczyńcy mają wrażenie, że udało im się lepiej zrealizować osobiste cele, którymi się kierowali dokonując darowizny. Stopa kosztu finansowania aktywów bieżących (będących nośnikiem płynności) zależy od ryzyka związanego z przyjętą przez przedsiębiorstwo strategią finansowania i/lub inwestowania w aktywa płynne.

³ J. Zietlow: Nonprofit Financial Objectives and Financial Responses to a Tough Economy. „Journal of Corporate Treasury Management” 2010, Vol. 3, No. 3, May, s. 238

⁴ G. Michalski: Influence of the Post-Crisis Situation on Cost of Capital and Intrinsic Liquidity Value in Non-Profit Organizations. „International Journal of Management and Social Science” 2011, s. 67-78.

⁵ J. Zietlow, J.A. Hankin, A.G. Seidner: Financial Management for Nonprofit Organizations. Wiley, New York 2007, s. 6-7; E.F. Brigham: Financial Management 11e. http://www.swlearning.com/finance/brigham/theory11e/web_chapters/bri59689_ch30_web.pdf, 2006 [dostęp: marzec 2012].

⁶ E.F. Brigham: Op. cit., s. 524-536.

Stopa kosztu kapitału finansującego zaangażowanie środków w aktywa płynne jest rezultatem rodzaju finansowania, poziomu inwestycji w aktywa płynne w ich relacji do spodziewanych przychodów oraz awersji dostawców kapitału do ryzyka. Przychody mogą być całkowicie bezpośrednim skutkiem sprzedaży finalnych dóbr i usług, jednak to nie jedyna możliwość. Przychody organizacji nieopodatkowanych non profit mogą pochodzić od darczyńców, pośrednio i czasem bezpośrednio, uzależniających swój dar od wykonywanych zadań związanych z realizacją misji organizacji non profit. Kontynuując dyskusję nad modelem wpływu oddziaływania zaangażowania środków w aktywa bieżące netto na rezultaty realizowane przez organizację non profit, najpierw zostanie przedstawiony (uproszczony) przykład ilustrujący takie oddziaływanie.

Relacje organizacji z dostawcami materiałów, surowców i usług koniecznych do realizacji produkcji i sprzedaży wyrobów gotowych zazwyczaj skutkują odroczeniem płatności za nie. Powstają wówczas zobowiązania wobec dostawców oraz pracowników (którzy są również w pewnym sensie wewnętrznymi dostawcami usług). W podobny sposób skutkuje fakt obciążenia organizacji obowiązkowymi płatnościami, rodząc zobowiązania innego typu. Obie kategorie zobowiązań będą nazywane tutaj niefinansowymi zobowiązaniami bieżącymi (dla odróżnienia ich od tych zobowiązań bieżących, które wynikają z zaciągnięcia zobowiązań finansowych w postaci np. krótkoterminowego długu). Fakt odroczenia wymaganych płatności wpływa na zmniejszenie zapotrzebowania na środki przedsiębiorstwa zaangażowane w finansowanie aktywów bieżących. Aktywa płynne pomniejszone o niefinansowe zobowiązania bieżące (niefinansowe zobowiązania krótkoterminowe) to aktywa płynne netto. Są to środki zamrożone w aktywach bieżących, a utożsamiane z kapitałem zamrożonym w tych aktywach⁷.

Aktywa płynne netto, czyli aktywa płynne pomniejszone o niefinansowe pasywa bieżące, to środki, które organizacja angażuje w trakcie realizacji swojego cyklu operacyjnego. Jeśli charakter działań realizowanych przez organizację tego wymaga, środki zamrożone w kapitale pracującym netto mogą osiągać nawet znaczne rozmiary. Poniżej przedstawiono, w jaki sposób inwestycje w kapitał pracujący netto wpływają na ekonomiczną efektywność organizacji wyrażoną jako suma przyszłych wolnych przepływów pieniężnych do NPO dyskontowanych kosztem kapitału finansującego realizację misji organizacji⁸.

⁷ G. Michalski: Op. cit.

⁸ G. Michalski, A. Mercik: Polish and Silesian Non-Profit Organizations Liquidity Strategies. „Statistika – Economy and Statistics Journal” 2011, No. 4.

1. Ekonomiczna efektywność realizacji misji organizacji w relacji do inwestycji w aktywa płynne

Decyzje w trakcie zarządzania finansami przedsiębiorstwa nastawionego na zysk mają za cel wzrost bogactwa właścicieli przedsiębiorstwa. W przypadku organizacji nienastawionych na zysk, zamiast inwestorów występują darczyńcy (filantropi, fundatorzy itp.)⁹. Realizacja celu darczyńców polega na jak najskuteczniejszej i najefektywniejszej realizacji celów, dla jakich zasilili oni organizację non profit¹⁰. Co do zasady darczyńcy są zainteresowani skutecznością wykorzystania pieniędzy przez nich podarowanych. Realizacja celów NPO powinna być zgodnie z ich życzeniami najwydajniejsza i najefektywniejsza. To jest powodem, dlaczego do oceny finansowej realizowanych celów organizacji stosuje się tradycyjne miary efektywności organizacji z niewielką modyfikacją o ewentualne oddziaływanie społeczne¹¹. W najprostszym ujęciu o mierzonej finansowo efektywności poczynąń organizacji non profit decyduje suma zaktualizowanych po koszcie kapitału oczekiwanych strumieni pieniężnych, jakie będą generowane przez przedsiębiorstwo, powiększonych o ewentualne efekty społeczne¹². Można tę zależność przedstawić następująco:

$$EV_{npo} = \sum_{t=0}^n \frac{FCNPO_t + SFCNPO_t}{(1 + CC)^t}$$

gdzie:

EV_{npo} – prognozowana efektywność organizacji non profit (NPO),

$FCNPO_t$ – prognozowana wartość oczekiwanych wolnych przepływów pieniężnych generowanych przez aktywa pracujące NPO w okresie t ,

$SFCNPO_t$ – prognozowana wartość oczekiwanych społecznych efektów przeliczonych na pieniężny ekwiwalent wolnych przepływów pieniężnych generowanych przez aktywa pracujące organizacji PO w okresie t ,

CC – stopa dyskontowa wynikająca ze stopy kosztu kapitału finansującego organizację¹³.

⁹ J. Blazek: *Nonprofit Financial Planning*. Wiley, New York 2008, s. 11.

¹⁰ T. Ralser: *ROI for Nonprofits*. Wiley, New York 2007, s. 22-28

¹¹ S.U. Raymond: *Nonprofit Finance for Hard Times*. Wiley, New York 2010, s. 18-37; T. Ralser: *Op. cit.*, s. 22-28; J. Blazek: *Op. cit.*, s. 11-23.

¹² G. Michalski, A. Mercik: *Op. cit.*

¹³ E.F. Brigham: *Op. cit.*

Efektywność organizacji non profit jest osiągana, po pierwsze, dzięki dążeniu do kreowania pozytywnych efektów społecznych (o tym, czy są one pozytywne, rozstrzyga perspektywa darczyńców, i te efekty mogą być niezgodne między różnymi organizacjami). Po drugie – dzięki doprowadzeniu do wzrostu oczekiwanych wolnych przepływów pieniężnych, szacowanych w organizacjach niepłacących podatku dochodowego na podstawie wzoru:

$$\begin{aligned} FCNPO &= (CR - CE) - \Delta NWC - Capex = \\ &= NOPAT + NCE - \Delta NWC - Capex \end{aligned}$$

gdzie:

CR – gotówkowe przychody,

$EBIT = NOPAT$ – przychody po odjęciu kosztów wydatkowych i bezwydatkowych bez uwzględniania odsetek od kapitału obcego (ze względu na brak opodatkowania $EBIT$ jest równy w takim przypadku $NOPAT$),

CE – koszty wydatkowe,

NCE – koszty bezwydatkowe (np. amortyzacja, inne koszty niepociągające za sobą wypływu pieniądza),

ΔNWC – przyrost kapitału pracującego netto (sumy zapasów, należności, środków pieniężnych pomniejszone o zobowiązania wobec dostawców),

$Capex$ – kapitałowe nakłady inwestycyjne netto.

Po trzecie – przez minimalizację stopy kosztu kapitału finansującego organizację non profit CC . Po czwarte – przez optymalizację okresu życia organizacji (a przy założeniu, że będzie ono przez cały czas generować dodatnie wolne przepływy pieniężne – wydłużenie).

Parametr, jakim są wolne przepływy pieniężne do NPO, jest uzależniony m.in. od gotówkowych przychodów organizacji, poziomu kosztów oraz zmian w kapitale pracującym netto. Inwestycje w aktywa bieżące netto umożliwiają generowanie odpowiednich przychodów ze sprzedaży, a także wpływają na poziom kosztów zmiennych i kosztów stałych organizacji non profit. Z wcześniej wspomnianego wzoru wynika również potrzeba ustalenia odpowiedniego poziomu ryzyka w zarządzaniu finansami organizacji non profit. Zarządzający organizacjami zwiększają efektywność kierowanych przez nie organizacji, m.in. poprzez wydłużanie okresu życia NPO przy założeniu generowania przez nią odpowiednio dodatnich wolnych przepływów pieniężnych do NPO oraz minimalizację stopy kosztu kapitału finansującego NPO. Obie te wielkości (CC oraz t z równania (1)) są wrażliwe na poziom ryzyka związanego z działalnością NPO, a na nie mają wpływ m.in. inwestycje poczynione w ak-

tywa bieżące netto. Wraz ze wzrostem ryzyka obniża się prawdopodobieństwo odpowiednio długiego, zgodnego z interesami darczyńców, okresu życia NPO, a wzrasta prawdopodobieństwo jej przedwczesnej likwidacji. Stopa kosztu kapitału jest natomiast tym wyższa, im wyższy jest poziom ryzyka, ponieważ w związku z wyższym ryzykiem dostawcy kapitału (zwłaszcza obcego) domagają się wyższej oczekiwanej stopy zwrotu, a dostawcy własnego mniej chętnie powierzają swoje pieniądze NPO, która przez większe ryzyko w mniejszym stopniu zabezpiecza realizację celów, jakie darczyńcy jej powierzyli.

Ponadto omawiany już licznik równania (1), czyli wolne przepływy pieniężne generowane przez NPO ($FCNPO$), jest zależny od ryzyka oddziałującego na kształtowanie się przyszłych cen surowców, wolumenu sprzedaży, poziomu konkurencji, stosowanej technologii oraz preferencji konsumenckich. Ryzyko wpływa także na elementy, a co za tym idzie – tak ujęte zarządzanie ryzykiem wpływa na efektywność NPO. O poziomie wspomnianego ryzyka może współdecydować poziom zamrożenia środków w składnikach kapitału pracującego netto. W przypadku wyceny wpływu na efektywność NPO inwestycji w kapitał pracujący netto można użyć ogólnego schematu modelu zarządzania płynnością finansową w organizacjach non profit mogącego służyć za pomocne narzędzie do konstruowania narzędzi zarządzania płynnością finansową w organizacjach non profit:

$$\begin{aligned} \Delta EV_{npo} = & -\Delta NWC_0 + \\ & + \sum_{k=1}^n \frac{(\Delta CR_n - \Delta CE_n) - \Delta NWC_n - \Delta Capex_n}{(1 + CC)^n} + \\ & + \frac{\Delta NWC_0}{(1 + CC)^n} \end{aligned} \quad (3)$$

gdzie:

ΔNWC_0 – oczekiwany przyrost aktywów bieżących netto w okresie początkowym wynikający ze zmian w zarządzaniu jednym (lub kilkoma) ze składników kapitału pracującego netto (np. zmiana w cyklu operacyjnym wpływająca na poziom zapasów),

ΔCR_n – przyrost gotówkowych przychodów organizacji non profit wynikający ze zmian w kapitale pracującym netto,

ΔCE_n – przyrost kosztów wydatkowych wynikający ze zmiany,

ΔNWC_n – zmiany w kapitale pracującym netto będące skutkiem zmiany opisanej przez ΔNWC_0 ,

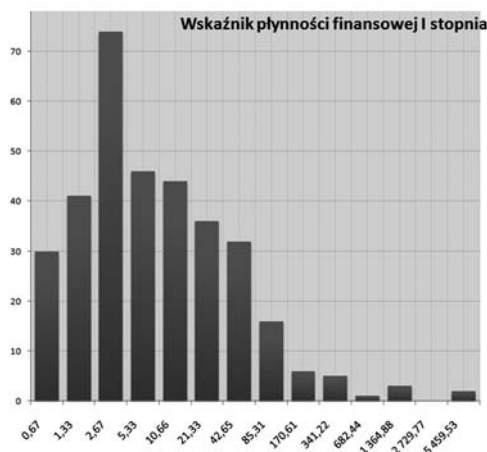
$\Delta Capex_n$ – zmiany w wydatkach kapitałowych wynikających ze zmian w kapitale pracującym netto (np. zmiana w zapasach może skutkować zmianą powierzchni i urządzeń magazynowych, a w następstwie

zmianą w inwestycjach kapitałowych),
CC – stopa kosztu kapitału finansującego organizację (np. zmiana w zapasach może skutkować zmianą rozmiarów inwestycji kapitałowych, co wpływa na wielkość zaangażowanego kapitału oraz na wzrost kosztów pozyskania kapitału, wzrost stopy kosztu kapitału).

Jak widać, zmiany w kapitale pracującym netto mają wpływ na efektywność NPO i ocena ich wpływu na ostateczną efektywność NPO mierzona poprzez przyrost jego wartości przebiega według podobnego schematu, jak ocena projektów rzeczowych długoterminowych, ale inne są źródła generowanej wartości dodanej.

2. Inwestycje w aktywa płynne w polskich organizacjach non profit

Organizacje realizujące operacyjne zarządzanie aktywami płynnymi, wybierając między możliwymi poziomami zaangażowania zasobów w aktywa płynne netto, wybierają zarówno pomiędzy oczekiwanymi poziomami korzyści dla stron finansujących cele organizacji z danego rodzaju inwestycji, jak i pomiędzy określonymi poziomami zagrożenia osiągnięcia oczekiwanych wyników będących rezultatem odmiennych poziomów ryzyka towarzyszących tym wyborom. Niniejszy poziom ryzyka jest akceptowany przez zarządzających organizacją reprezentujących dostawców kapitału w zamian za określone oczekiwane rezultaty.



Rys. 1. Wskaźnik bieżącej płynności (wskaźnik płynności I stopnia) w instytucjach non profit w Polsce w latach 2009-2010

Źródło: Opracowanie własne na podstawie BOPP.

Poziom inwestycji w aktywach płynnych prezentowany na podstawie wskaźnika bieżącej płynności wskazuje, że organizacje non profit objęte badaniem utrzymują wyższe niż przeciętne, typowe dla opodatkowanych przedsiębiorstw nastawionych na zysk, poziomy płynnych aktywów w stosunku do ich bieżących zobowiązań.

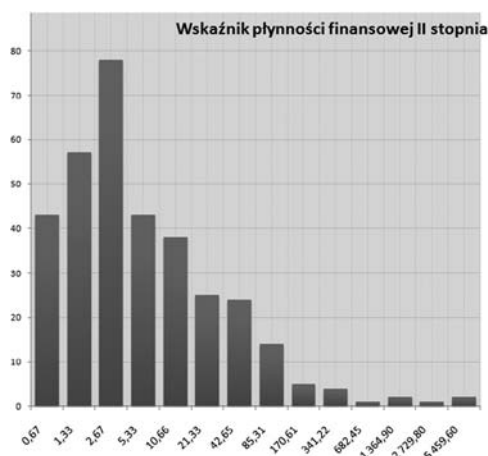
Tabela 1

Wskaźniki informujące o poziomie inwestycji w aktywa bieżące w instytucjach non profit w Polsce w latach 2009-2010

	Wskaźnik płynności finansowej I stopnia	Wskaźnik płynności finansowej II stopnia	Wskaźnik płynności finansowej III stopnia	Wskaźnik rotacji majątku obrotowego
Wielkość próby	337	337	337	347
Średnia	61,47	51,01	26,56	7,64
Odch. Standardowe	415,53	343,23	182,94	12,34
Mediana	3,52	2,48	1,52	4,33
Obciążona średnia	6,61	4,61	3,13	5,06

Źródło: Opracowanie własne na podstawie BOPP.

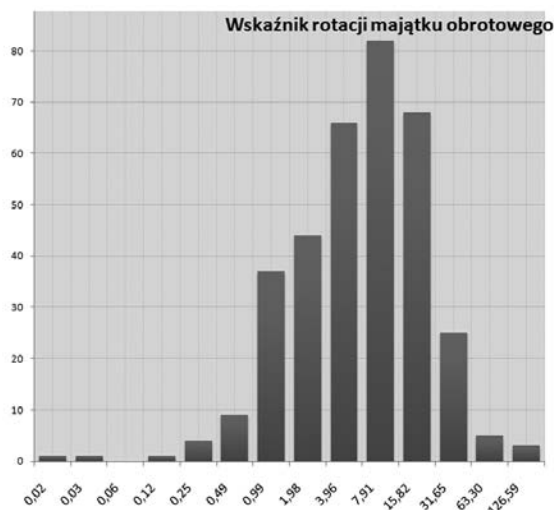
Obserwację tę potwierdza zestawienie wskaźników zawarte w tabeli 1; mediana oraz średnia obciążona dla wskaźnika bieżącej płynności wskazują na poziomy rzędu 3,52 (mediana) lub 6,61 (średnia obciążona).



Rys. 2. Wskaźnik przyspieszonej płynności (wskaźnik płynności II stopnia) w instytucjach non profit w Polsce w latach 2009-2010

Źródło: Opracowanie własne na podstawie BOPP.

Podobnie jest z poziomem wskaźników płynności przyspieszonej (rysunek 2) oraz wskaźników rotacji majątku obrotowego.



Rys. 3. Wskaźnik rotacji majątku obrotowego w instytucjach non profit w Polsce w latach 2009-2010

Źródło: Opracowanie własne na podstawie BOPP.

Podsumowanie

Jak widać na podstawie zamieszczonych ilustracji opartych na danych empirycznych, zwyczajnie organizacje non profit objętych badaniem współgrają z oczekiwaniem, że będą utrzymywać wyższy poziom płynności, niż odpowiadające im opodatkowane przedsiębiorstwa nastawione na zysk. Model zarządzania płynnością finansową w organizacjach non profit uwzględnia fakt, że z jednej strony konieczne jest przede wszystkim zapewnienie realizacji misji organizacji non profit, a z drugiej brak opodatkowania wpływa na większą efektywność rozwiązań odpowiadających wyższemu poziomowi płynności. W niniejszym artykule przedmiotem rozważań była relacja między ryzykiem towarzyszącym oczekiwanej korzyściom dla dostawców kapitału wynikająca z wyboru strategii inwestowania w płynność. W zależności od możliwych form realizowania działań i wynikających z tego zmian w ryzyku reprezentowanych przez stopę kosztu kapitału finansującego przedsięwzięcia tego typu organizacji, udało się zaobserwować zależność, że nieopodatkowane organizacje non profit powinny preferować mniej agresywne i mniej restrykcyjne rozwiązania od opodatkowanych przedsiębiorstw nastawionych na zysk. Roz-

ważania uzupełniły dane empiryczne przedstawiające poziom aktywów płynnych w latach 2009-2010 w organizacjach non profit działających w Polsce.

Bibliografia

- Blazek J.: Nonprofit Financial Planning. Wiley, New York 2008.
- BOPP. Baza danych zawierających sprawozdania finansowe i merytoryczne polskich organizacji pożytku publicznego, <https://bopp.pozytek.gov.pl> [dostęp: listopad 2011].
- Brigham E.F.: Financial Management 11e. http://www.swlearning.com/finance/brigham/theory11e/web_chapters/bri59689_ch30_web.pdf, 2006 [dostęp: marzec 2012].
- Lane G.S., Longstreth E., Nixon V.: A Community Leaders Guide to Hospital Finance. The Access project, Suite 2001.
- Michalski G.: Influence of the Post-Crisis Situation on Cost of Capital and Intrinsic Liquidity Value in Non-Profit. Organizations. „International Journal of Management and Social Sciences” 2011, ISSN 2249-0191, s. 67-78.
- Michalski G., Mercik A.: Polish and Silesian Non-Profit Organizations Liquidity Strategies. „Statistika – Economy and Statistics Journal” 2011, No. 4, ISSN 0322-788x.
- Michalski G.: Wartość płynności w bieżącym zarządzaniu finansami. CeDeWu, Warszawa 2004.
- Nowicki M.: The Financial Management of Hospitals and Healthcare Organizations. Health Administration Press, New York 2004.
- Ralser T.: ROI for Nonprofits. Wiley, New York 2007.
- Raymond S.U.: Nonprofit Finance for Hard Times. Wiley, New York 2010.
- Zietlow J., Hankin J.A., Seidner A.G.: Financial Management for Nonprofit Organizations. Wiley, New York 2007.
- Zietlow J.: Nonprofit Financial Objectives and Financial Responses to a Tough Economy. „Journal of Corporate Treasury Management” 2010, Vol. 3, No. 3, May, Henry Steward Publications, ISSN1753-2574, s. 238-248.

THE EFFICIENCY OF LIQUID ASSETS INVESTMENT: TAXED AND NOT TAXED ORGANIZATIONS

Summary

In dependence of kind of realized mission, sensitivity on risk, which is a result of decision about liquidity financing policy, is on another level. If an exposition on liquidity strategy risk is greater, the more conservative will be the strategy. If the exposition on that risk is smaller, the more aggressive will be the net working capital strategy. The paper shows how decisions about liquidity strategy and choice between kind of taxed or non-taxed form inflow the risk of the organizations and its economical results during realization of main mission.

Wojciech Misterek

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

ZASTOSOWANIE KREDYTU JAKO FORMY FINANSOWANIA INNOWACJI

Wprowadzenie

Stale zmieniające się otoczenie gospodarcze oraz postępujący proces globalizacji zmusza przedsiębiorstwa do ciągłego dostosowywania swojej oferty produktowej do potrzeb klientów oraz procesu wytwarzania w celu redukcji kosztów. Jednym z kluczowych elementów budowania przewagi konkurencyjnej na rynku jest innowacyjność, przy czym szeroka definicja tego zjawiska jest rozumiana jako zastosowanie nowego, niestosowanego jeszcze na rynku rozwiązania na różnych płaszczyznach¹. Tym samym innowacja może dotyczyć nie tylko procesu wytwarzania, samego produktu, metody lub narzędzi działalności marketingowej, ale także sposobu organizacji działania całej firmy².

Rozwiązanie innowacyjne może być wynikiem własnej pracy badawczo-rozwojowej, jej zakupu w instytucji badawczej lub też w innej firmie. Jak pokazują badania, w Polsce zdecydowanie dominuje to pierwsze rozwiązanie, gdyż innowacje w zakresie produktu, we własnym zakresie lub we współpracy z instytucją badawczą, wdobyło 84% podmiotów innowacyjnych, a w zakresie procesu wytwarzania lub świadczenia usługi udział własnych pomysłów sięga poziomu blisko 75%. Tym samym zdecydowanie mniej przedsiębiorstw, wdrażając nowe rozwiązania, decyduje się na zakup nowoczesnych maszyn lub urządzeń bądź też wiedzy w postaci patentów, licencji, know-how itp. Należy jednak zauważyć, że to drugie rozwiązanie jest częściej stosowane w przypadku dużych projektów modernizacyjnych, które wymagają zaangażowania znacznie większych nakładów kapitałowych³.

Bez względu na źródło pochodzenia innowacji oraz zakres realizowanych zmian w przedsiębiorstwie, inwestycje w tym zakresie pociągają za sobą konieczność wydatkowania znacznych środków finansowych. Tym samym klu-

¹ J. Duraj: Przedsiębiorczość i innowacyjność. Difin, Warszawa 2010, s. 46.

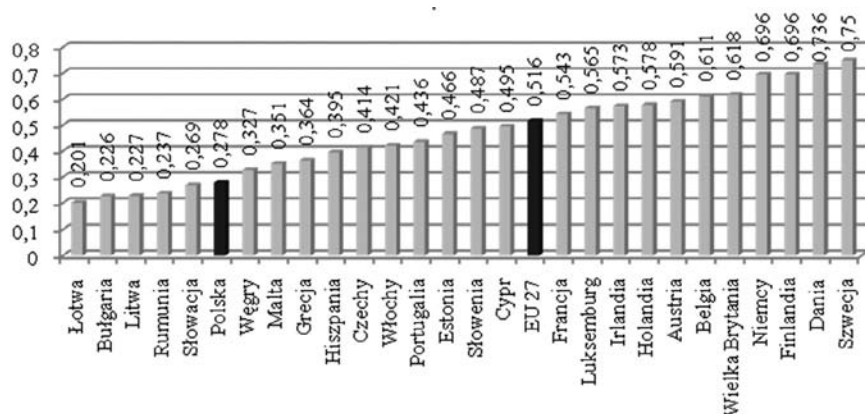
² Szczegółowe informacje dotyczące poszczególnych obszarów innowacji prezentuje Podręcznik Oslo. OECD, EUROSTAT, Paryż 2005, wydanie polskie: Warszawa 2008, s. 49-55.

³ P. Zadura-Lichota: Działalność innowacyjna przedsiębiorstw w Polsce na tle państw Unii Europejskiej. Departament Rozwoju Przedsiębiorczości i Innowacyjności PARP, Warszawa, 1 lutego 2011 r., <http://www.parp.gov.pl/files/74/107/447/10047.pdf> [dostęp: 01.01.2012].

czowe dla przedsiębiorstwa staje się zidentyfikowanie optymalnych źródeł finansowania dla planowanych modyfikacji firmy. Rozwiązaniem, które bardzo często stosują polskie podmioty gospodarcze, jest kredyt, którego efektywność jest przedmiotem tego artykułu.

1. Innowacyjność polskich przedsiębiorstw

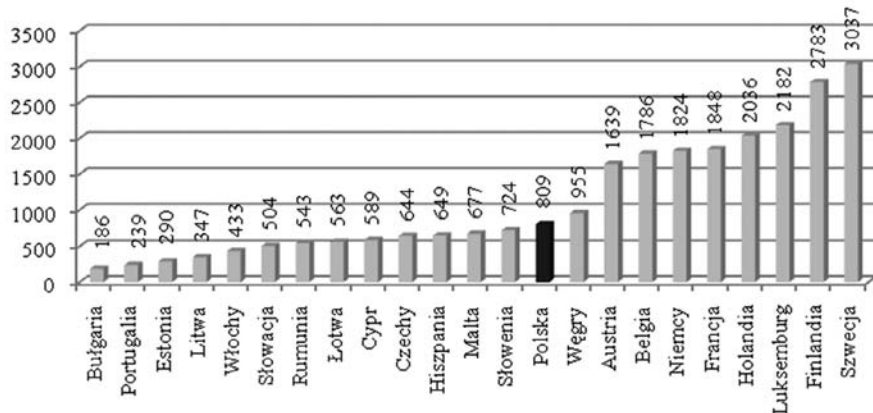
Specyfiką polskiej gospodarki jest stosunkowo niski poziom innowacyjności. Potwierdzają to dane zamieszczone na rysunku 1, które wskazują, że zintegrowany wskaźnik (SII) wynosił w 2010 r. 0,278 punktu i był prawie o połowę niższy niż średnia w Unii Europejskiej. Dodatkowo było to niewiele ponad 1/3 wartości zintegrowanego wskaźnika krajów najlepiej rozwiniętych w badanym obszarze, takich jak Szwecja czy Dania. Oznacza to, że potencjał rozwojowy polskich podmiotów gospodarczych jest znacznie niższy niż innych państw Wspólnoty, a dodatkowo otoczenie gospodarcze nie stanowi potencjału do poprawy obecnej sytuacji. Polska wypadła także przeciętnie na tle poszczególnych państw z Europy Środkowo-Wschodniej, z których tylko 5 miało niższy wskaźnik. Dodatkowo główni konkurenci w tej części kontynentu, jakimi są Węgry i Czechy, charakteryzowali się znacznie lepszymi wskaźnikami, a dystans wynosił odpowiednio od 0,049 do 0,136 punktu. Sytuację taką należy ocenić bardzo niekorzystnie, gdyż to właśnie z tymi państwami konkurujemy o inwestycje zagraniczne, a firmy z tych państw są najbliższymi rywalami, jeśli chodzi o pozyskanie pozycji lidera w tej części Europy.



Rys. 1. Summary Innovation Index (SII) w Unii Europejskiej w 2010 r.

Źródło: Innovation Union Scoreboard 2010. The Innovation Union's performance scoreboard for Research and Innovation, 1 February 2011, s. 71.

Z drugiej jednak strony należy zwrócić uwagę na wartość wydatków przeznaczanych na rozwiązania innowacyjne. Okazuje się, że w porównaniu do innych państw wartość przeznaczana przez polskie przedsiębiorstwa jest znacząca. I chociaż wydatki jednej firmy na poziomie średnio 809 tys. euro są kilkakrotnie mniejsze, niż w najlepszych pod tym względem Szwecji, Finlandii czy Luksemburgu, to jednak na tle innych państw z Europy Środkowo-Wschodniej polskie firmy wypadają imponująco. Średnie wydatki na innowacje na jedno przedsiębiorstwo są znacznie wyższe niż w przypadku głównych konkurentów regionu, jakimi są Czechy, Słowacja czy też kraje bałtyckie, i nieznacznie niższe niż na Węgrzech. Można więc zauważyć, że chociaż powszechność zastosowania innowacji w polskich przedsiębiorstwach jest bardzo mała, to jednak te, które dostrzegają potrzebę budowania swoich przewag konkurencyjnych z wykorzystaniem nowych rozwiązań, wydatkują na ten cel dość dużo. Tym samym podmioty te będą mogły być liderami swoich branż i odpowiednio wpływać na rozwój innych uczestników rynku. Warunkiem koniecznym jest jednak odpowiednie pozyskanie środków pozwalających na badania własne lub na zakup technologii czy też patentów, licencji, know how.



Rys. 2. Nakłady na innowacje na jedno przedsiębiorstwo prowadzące działalność innowacyjną w 2008 r. (w tys. euro)

Źródło: P. Zadura-Lichota: Działalność innowacyjna przedsiębiorstw w Polsce na tle państw Unii Europejskiej. Departament Rozwoju Przedsiębiorczości i Innowacyjności PARP, Warszawa, 1 lutego 2011, <http://www.parp.gov.pl/files/74/107/447/10047.pdf> [dostęp: 01.01.2012].

Jak pokazują dane zamieszczone w tabeli 1, głównym źródłem finansowania innowacji w polskich przedsiębiorstwach są kapitały własne. W tym też można upatrywać wyjaśnienia niewielkiej powszechności zastosowania nowoczesnych rozwiązań. Ten bezpieczny, ale jednak pasywny sposób finansowania polskich firm ma bowiem wiele ograniczeń. Głównym jest niska zdolność

podmiotów gospodarczych do wygenerowania odpowiednio wysokich kapitałów pozwalających na szerokie zastosowanie innowacji. Dodatkowo należy zauważyć, że zastosowanie kapitałów własnych wpływa na rozłożenie w czasie elementów związanych z reorganizacją firmy, modernizacją procesu wytwarzania czy też wdrożeniem nowych produktów i usług. Tym samym znacznie mniej podmiotów, w porównaniu z innymi państwami, decyduje się na wprowadzenie nowoczesnych rozwiązań. Znacznie efektywniejsze są wszystkie formy preferencyjnego finansowania, które istotnie zmniejszają obciążenie firmy. Jednak, jak pokazują dane zamieszczone w tabeli 1, środki otrzymane z budżetu państwa lub bezzwrotne wsparcie ze środków zagranicznych, głównie Unii Europejskiej, stanowią do 3% kapitałów finansujących innowację. I chociaż jest dostępnych wiele programów bezpośrednio wspierających inwestycje w badanym obszarze, z których Program Operacyjny Innowacyjna Gospodarka ma szczególne znaczenie, to jednak zakres tego oddziaływania jest wciąż ograniczony. W konsekwencji, poza środkami własnymi, głównym wsparciem wytworzenia lub zakupu nowych rozwiązań są kredyty komercyjne. Przedmiotem dalszych rozważań w tym artykule będzie ocena wykorzystania tej formy finansowania na podstawie badań przeprowadzonych wśród przedsiębiorstw z województwa lubelskiego.

Tabela 1

Źródła finansowania inwestycji w polskich przedsiębiorstwach

Przedsiębiorstwa innowacyjne	Środki własne	Otrzymane z budżetu państwa	Pozyskane z zagranicy (bezzwrotne)	Pochodzące z funduszy kapitału ryzyka	Kredyty bankowe
Razem, w tym:	74,7%	0,8%	2,1%	0,0%	22,4%
– przemysłowe	70,7%	0,8%	2,7%	0,0%	25,7%
– usługowe	85,8%	0,7%	0,3%	0,0%	13,2%

Źródło: Nauka i technika w Polsce w 2009 roku. Urząd Statystyczny w Szczecinie pod kierunkiem Magdaleny Mojsiewicz, Warszawa 2011, s. 374.

2. Ocena wykorzystania kredytu komercyjnego jako formy finansowania innowacji

W ramach projektu badawczego finansowanego przez MNiSW nr NN 113303038 pt. „Finansowe instrumenty wsparcia rozwoju innowacyjności przedsiębiorstw w województwie lubelskim” zostały przeprowadzone badania sondażowe, których jednym z elementów była ocena zastosowania poszczególnych źródeł finansowania innowacji. Badaniami objęto 395 przedsiębiorstw z województwa lubelskiego, z których 192 podmioty wdrożyły różnego rodzaju nowe rozwiązania w zakresie produktu lub usługi, procesu wytwarzania, organizacji funkcjonowania firmy lub też instrumentów czy rozwiązań

marketingowych. Tym samym udział firm innowacyjnych w próbie badawczej znacznie przewyższał średnią dla naszego kraju.

2.1. Powszechność zastosowania kredytu

Wśród 192 badanych firm, które realizowały projekty innowacyjne, znalazło się 30 podmiotów, które zastosowały kredyt w finansowaniu innowacji, przy czym 5 z nich realizowało więcej niż jeden projekt wdrożeniowy. Tym samym w badaniu pojawiło się 35 projektów finansowanych kredytem. Porównując to z danymi dotyczącymi udziału poszczególnych źródeł w finansowaniu innowacji, zamieszczonymi w pierwszej części artykułu, można zauważyć, że powszechność zastosowania kredytu wśród firm z województwa lubelskiego jest znacznie niższa niż średnia dla kraju i sięga zaledwie kilkunastu procent.

Większość badanych podmiotów gospodarczych podczas wdrożenia innowacji stosowała montaż wielu instrumentów finansowych. Tylko w przypadku 14,3% projektów innowacyjnych z wykorzystaniem kredytu to źródło finansowania było jedyną formą pozyskiwania kapitału. W przypadku pozostałej większości kredyt był uzupełniany innymi instrumentami, z których środki własne miały kluczowe znaczenie. Warto jednak zauważyć, że dla większości projektów (48,6%) z tej grupy kredyt komercyjny był najważniejszym źródłem pozyskania kapitału. Można więc stwierdzić, że chociaż nie jest on najpowszechniej stosowanym instrumentem finansowania innowacji, to jednak jego znaczenie jest duże i w większości projektów z jego udziałem stanowi jedyne albo kluczowe źródło pozyskania kapitału.

2.2. Ocena zastosowania kredytu w finansowaniu innowacji

Kolejnym etapem badania była ocena zastosowania poszczególnych źródeł finansowania, gdzie respondenci mieli określić, czy wybrany instrument był optymalny. Analiza danych zamieszczonych w tabeli 2 dotycząca kredytu komercyjnego wskazuje, że większość (85,7%) badanych firm określiło ten instrument jako optymalny, co należy ocenić bardzo pozytywnie. Tym samym tylko kilkanaście procent firm wykorzystujących kredyt po zrealizowaniu projektu innowacyjnego zastosowałoby inne instrumenty finansowe w celu poprawy efektywności. Respondenci, którzy uznali, że kredyt komercyjny nie jest optymalnym źródłem finansowania innowacji, zostali poproszeni o wskazanie instrumentu, który ich zdaniem byłby lepszy w realizacji projektu. W takiej sytuacji najczęściej wskazywali oni kapitał własny albo bezzwrotne dotacje ze środków Unii Europejskiej. Dodatkowo jedna z badanych firm wskazała pożyczkę z funduszu pożyczkowego. Należy przypuszczać, że o wyborze tej formy finansowania zdecydował głównie niższy koszt pozyskania kapitału.

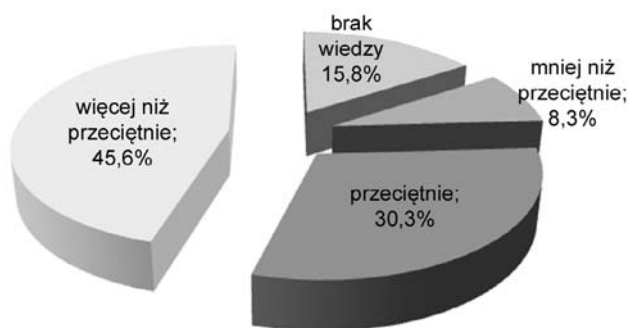
Tabela 2

Ocena kredytu komercyjnego w finansowaniu inwestycji innowacyjnych

Czy kredyt był optymalnym instrumentem	Kredyt jako jedyne źródło finansowania	Kredyt jako główne źródło finansowania	Kredyt jako dodatkowe źródło finansowania	RAZEM
TAK	88,2%	60,0%	92,3%	85,7%
NIE	11,8%	40,0%	7,7%	14,3%

Źródło: Badania ankietowe.

Nieznaczne różnice pojawiają się jednak w przypadku projektów z różnym udziałem tej formy finansowania. Kredyt komercyjny został najlepiej oceniony przez firmy, które traktowały to źródło jako uzupełniające. Należy przypuszczać, że zdecydowały o tym takie parametry, jak dostępność oraz elastyczność zastosowania. Nieznacznie słabsze wyniki zostały odnotowane wśród respondentów, którzy w finansowaniu innowacji zastosowali wyłącznie kredyty. Zdecydowanie największa grupa respondentów, która uznała kredyt za nieoptymalne źródło finansowania, pojawiła się wśród przedsiębiorców, którzy zastosowali kredyt jako główne, ale nie jedyne źródło finansowania.

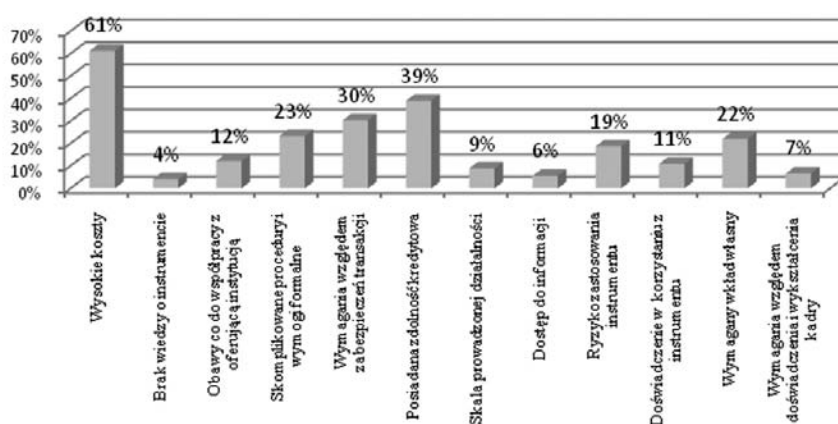


Rys. 3. Ocena wiedzy na temat kredytu komercyjnego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań ankietowych.

Czynnikiem, który prawdopodobnie zdecydował o znacznie mniejszej powszechności zastosowania kredytu wśród badanych przedsiębiorstw z województwa lubelskiego, mogła być względnie słaba wiedza na temat tego instrumentu. Jak pokazują dane zamieszczone na rysunku 3, aż 15,8% badanych firm nie ma wiedzy o możliwości wykorzystania tej formy finansowania, a kolejne 8,3% uznaje swoją wiedzę jako mniej niż przeciętną. Zważywszy że w badaniach sondażowych dotyczących wiedzy respondenci bardzo często zawyżają wyniki, a dodatkowo przedsiębiorcy znacznie częściej spotykają się z tą formą finansowania, mniejszy niż 50% odsetek wskazań dotyczących wiedzy większej niż przeciętna należy ocenić negatywnie.

Wyniki badań szczegółowych dotyczących barier związanych z wykorzystaniem kredytu jako instrumentu finansującego projekty innowacyjne, zamieszczone na rysunku 4, wskazują, że obok wiedzy przedsiębiorców kluczowym ograniczeniem są wysokie koszty kapitału. Potwierdza to tym samym opinię, że dla wielu firm główną zachętą do realizacji inwestycji innowacyjnych jest możliwość uzyskania wsparcia kapitałowego. Oznacza to więc konieczność opracowania odpowiednich programów, które, albo ze środków krajowych, albo zagranicznych, uzupełniałyby wkład własny firm inwestujących w innowacje. Jest to bowiem jeden z najefektywniejszych instrumentów mobilizujących rozwój w tym zakresie.



Rys. 4. Odsetek respondentów wskazujących daną barierę jako istotnie ograniczającą zastosowanie kredytu w finansowaniu inwestycji innowacyjnych

Źródło: Badania ankietowe.

Do innych istotnych barier związanych z wykorzystaniem kredytu jako instrumentu finansującego innowacje należy zaliczyć parametry, jakie musi spełnić firma, aby uzyskać kredyt. Są to przede wszystkim: zdolność kredytowa, na którą wskazało aż 39% respondentów, wymagania dotyczące zabezpieczeń (30% odpowiedzi) oraz konieczność posiadania wkładu własnego (22% odpowiedzi). Można więc stwierdzić, że chociaż kredyt bankowy jest instrumentem powszechnie stosowanym przez podmioty gospodarcze, to jednak dla wielu, jednostek małych i nowych na rynku, dostępność tej formy finansowania jest ograniczona. Tym samym zasadne jest dalsze rozwijanie instytucji zwiększających dostępność do kapitału zwrotnego, do których należy zaliczyć fundusze pożyczkowe i poręczeniowe.

W badaniach pojawiły się także wskazania na czynniki, które wynikają z obawy przedsiębiorców przed nawiązywaniem współpracy z instytucją finansową (12%) albo ze stopnia skomplikowania procedur aplikacyjnych lub wymogów formalnych (23%). Ograniczenia te są konsekwencją niewłaściwego działania samych banków oraz braku umiejętności budowania odpowiednich relacji z klientami. Wydaje się jednak, że znaczenie tych barier jest coraz mniejsze, a banki coraz częściej dostrzegają potrzebę zmiany w celu pozyskania nowych i perspektywicznych klientów.

Podsumowanie

W najbliższych latach należy się spodziewać wzrostu znaczenia zwrotnych instrumentów w finansowaniu inwestycji innowacyjnych, na co wpływ będą miały: zmniejszenie alokacji na bezzwrotne instrumenty w kolejnym okresie programowania UE oraz utrzymująca się tendencja do zwiększania udziału długu w finansowaniu rozwoju przedsiębiorstw. Aby więc zdynamizować rozwój innowacji, należy stworzyć odpowiednie środowisko pozwalające firmom na łatwy dostęp do tej formy finansowania, w czym kluczowe będzie zniwelowanie wskazanych w badaniach barier związanych z wymaganiami dotyczącymi zdolności kredytowej oraz z wysokim kosztem kapitału. W tym kontekście zasadne będzie dalsze rozwijanie i dokapitalizowanie instytucji otoczenia biznesu, takich jak fundusze pożyczkowe czy poręczeniowe, oraz odpowiednia ich promocja wśród przedsiębiorstw.

Bibliografia

- Duraj J.: *Przedsiębiorczość i innowacyjność*. Difin, Warszawa 2010.
- Innovation Union Scoreboard 2010. The Innovation Unions Performance Scoreboard for Research and Innovation, 1 February 2011.
- Nauka i technika w Polsce w 2009 roku. Urząd Statystyczny w Szczecinie pod kierunkiem Magdaleny Mojsiewicz, Warszawa 2011.
- Podręcznik Oslo. OECD, EUROSTAT, Paryż 2005, wydanie polskie: Warszawa 2008.
- Zadura-Lichota P.: *Działalność innowacyjna przedsiębiorstw w Polsce na tle państw Unii Europejskiej*. Departament Rozwoju Przedsiębiorczości i Innowacyjności PARP, Warszawa, 1 lutego 2011, <http://www.parp.gov.pl/files/74/107/447/10047.pdf> [dostęp: 01.01.2012].

THE USE OF CREDIT AS A FORM OF FINANCING INNOVATION

Summary

The characteristic thing about Polish companies is low level of innovativeness and a relatively small expenditures on investments in this area. One reason for this situation may be low availability of instruments for financing innovation or the number of barriers that must be defeated to gain the funds.

The object of the publication is to evaluate the use of bank credit in financing innovation. The analysis was made based on surveys conducted among nearly 400 companies of the Lublin province, of which nearly half has implemented innovation. The study also revealed a number of barriers that limit the use of this form of financing innovation. They are also discussed in this article.

**BRANŻOWE UJĘCIE FINANSÓW
PRZEDSIĘBIORSTW
W WARUNKACH NIESTABILNOŚCI
OTOCZENIA**

Katarzyna Boratyńska

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

PRZYCZYNY ORAZ KOSZTY UPADŁOŚCI ZAKŁADÓW MIĘSNYCH PŁOCK S.A.*

Wprowadzenie

Tematyka przyczyn oraz kosztów upadłości przedsiębiorstwa jest szczególnie istotna w okresie kryzysu gospodarczego. O znaczeniu podjętego problemu badawczego świadczą koszty, jakie zostają ponoszone w wyniku ogłoszenia upadłości lub stwierdzenia niewypłacalności przedsiębiorstw, oraz liczba podmiotów, których taka sytuacja może dotyczyć.

Dotychczasowe badania nad bankructwem dotyczyły głównie tworzenia i zastosowania metod przewidywania upadłości przedsiębiorstw. W odniesieniu do przedsiębiorstw spożywczych niewiele jest badań na temat przyczyn oraz kosztów bankructwa. Wydaje się, iż w związku z powyższym problematyka ta zasługuje na pogłębioną analizę.

Celem opracowania było rozpoznanie przyczyn oraz kosztów postępowania upadłościowego celowo dobranych do badań Zakładów Mięsnych Płock S.A. (w artykule stosuje się skrót ZM Płock SA). Koszty bankructwa badanego przedsiębiorstwa oszacowano wykorzystując model T. Strąka i P. Stępnia. Przyjęto następujący okres badań: 2002-2011.

Przedstawiona analiza przyczyn upadłości ZM Płock SA została opracowana na podstawie dokumentacji sądowej Sądu Rejonowego w Płocku V Wydział Gospodarczy o sygnaturach akt V GU 4/08 i V GUP 1/08 oraz raportu NIK z lutego 2009 r. o wynikach kontroli funkcjonowania i przyczynach upadłości badanego podmiotu nr ewidencyjny 4/2009/D08502/KGP; KGP/41131/08, Departament Gospodarki, Skarbu Państwa i Prywatyzacji.

1. Przyczyny i koszty bankructwa przedsiębiorstwa – aspekty teoretyczne

W sytuacji globalnych zależności i powiązań gospodarczych występujący efekt domina może być zagrożeniem nie tylko dla podmiotów transnarodowych. W sytuacji recesji w branży i regionie wzrasta liczba bankructw, czego następstwem jest zwiększenie podaży składników majątku likwidowanych

* Artykuł przygotowany w ramach projektu pt. „Przyczyny bankructwa przedsiębiorstw w wybranych branżach przemysłu spożywczego” sfinansowanego ze środków Narodowego Centrum Nauki przyznanych na podstawie decyzji numer DEC-2011/01/B/HS4/00841.

podmiotów, co z kolei przekłada się na zmniejszenie ich cen oraz wydłużenie procesu likwidacji. Zdaniem E. Mączyńskiej doprowadzenie do upadłości likwidacyjnej powinno być ostatecznością, ponieważ z taką formą upadłości są związane szczególnie wysokie koszty, w tym koszty zewnętrzne (externalities), głównie społeczne. Jednym z następstw upadłości i likwidacji przedsiębiorstw jest wzrost bezrobocia, a zatem i wydatków na zasiłki dla bezrobotnych¹.

Wysokość kosztów bankructwa jest uzależniona przede wszystkim od wielkości i „wieku” przedsiębiorstwa, struktury zatrudnienia oraz poziomu kapitału ludzkiego, struktury majątku, rodzaju prowadzonej działalności, kompetencji osób przeprowadzających likwidację.

Syndyk, sporządzając sprawozdanie finansowe na dzień poprzedzający ogłoszenie upadłości, tworzy w księgach rachunkowych upadłej jednostki rezerwę na przewidywane koszty postępowania upadłościowego i wykazuje je w pasywach bilansu oraz dodatkowych informacjach i objaśnieniach. W celu utworzenia rezerwy syndyk musi dysponować informacjami o planowanych kosztach postępowania, wykorzystując w tym celu ich katalog zawarty w art. 230 PUiN. Podstawą do utworzenia rezerwy powinien być plan likwidacyjny, sporządzony przez syndyka, zawierający m.in. preliminarz wydatków.

Koszty upadłości to uprawdopodobnione zmniejszenie w okresie sprawozdawczym korzyści ekonomicznych o wiarygodnie określonej wartości, powodujące osłabienie sytuacji finansowej jednostki, wiążące się z powstaniem dodatkowych obciążeń determinujących przyszły proces upadłości w formie zmniejszenia wartości aktywów albo zwiększenia wartości zobowiązań lub rezerw².

Według Chłodnickiej koszty upadłości można podzielić na koszty bezpośrednie i pośrednie. Koszty bezpośrednie powodują, że w wyniku procesu upadłościowego suma strumieni pieniężnych zmniejsza się w stosunku do stanu, gdyby on nie nastąpił. Do kosztów tych zalicza się koszty związane z obsługą prawną i wydatkami administracyjnymi, które towarzyszą upadłości, a także koszty związane ze sprzedażą aktywów, jak również zmianą wartości aktywów w czasie.

Koszty pośrednie są związane z reakcją różnych stron na możliwość wystąpienia procesu upadłościowego. Są trudne do zmierzenia i wymagają często współpracy z klientami i dostawcami. W momencie uzyskania informacji o trudnościach finansowych firmy zarówno klienci, jak i dostawcy podejmują działania w kierunku ograniczenia własnego ryzyka, czego konsekwencją jest pogorszenie warunków funkcjonowania podmiotu.

¹ Bankructwo, czy upadłość? Dyskusja redakcyjna, uczestnicy dyskusji: E. Mączyńska, K. Pietraszkiewicz, M.R. Pietrzak, M. Stępniewski, A. Herman (redaktor naczelny, prowadzący spotkanie). „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2010, nr 4 (17), s. 5, 10.

² H. Chłodnicka: Regulacje prawne procesu upadłościowego a potrzeby ich zmian. „Forum Rachunkowości” 2007, nr 3, s. 41.

Do oszacowania kosztów bankructwa wykorzystano dostępny w literaturze przedmiotu model T. Strąka i P. Stępnia³:

$$Ku = Kb + Kp = Kb + (Wb - Wl),$$

gdzie:

Ku – koszty bankructwa,

Kb – bezpośrednie koszty bankructwa,

Kp – pośrednie koszty bankructwa,

Wb – potencjalna wartość rynkowa brutto,

Wl – wartość likwidacyjna majątku przedsiębiorstwa.

Pośrednie koszty bankructwa w tym modelu są równe zmniejszeniu oczekiwanego bogactwa właścicieli przedsiębiorstwa, które jest wyrażone jako różnica między potencjalną wartością rynkową brutto jednostki a jego wartością likwidacyjną. Potencjalna wartość rynkowa to wartość, jaką uzyskałoby przedsiębiorstwo, gdyby nie przeżywało trudności finansowych.

2. Przyczyny trudności finansowych przedsiębiorstw branży mięsnej oraz charakterystyka obiektu badań

Branża mięsna w Polsce charakteryzuje się niską koncentracją produkcji, co wpływa na dużą konkurencję. Może to prowadzić do obniżenia cen i rentowności. Rozdrobnienie przemysłu mięsnego jest spowodowane przede wszystkim: niską koncentracją podaży żywca wieprzowego i wołowego, będącą wynikiem rozdrobnionej struktury agrarnej rolnictwa, wzrostem liczby podmiotów w przemyśle mięsnym, w tym zwłaszcza w sferze uboju, charakteryzujących się niskim stanem technicznym i standardami sanitarnymi. Niedobór żywca powoduje wzrost kosztów produkcji dla przetwórców. W czasie kryzysu finansowego przedsiębiorstwa coraz częściej opóźniają realizację zobowiązań, następuje pogorszenie, a nawet utrata płynności finansowej. Wiele firm wykazuje trudności z pozyskaniem środków na finansowanie działalności, a te, które zaciągnęły kredyty inwestycyjne, mają trudności z ich spłatą. Trudna sytuacja finansowa w branży mięsnej jest związana również z zakończonym w 2009 r. okresem przejściowym, w którym polskie przedsiębiorstwa powinny dostosować się do wymogów Unii Europejskiej. Procesy dostosowawcze były związane z ponoszeniem dużych nakładów inwestycyjnych. Czynniki te powodują wzrost zagrożenia podmiotów upadłością. Widoczny jest już proces oczyszczania rynku z nieefektywnych przedsiębiorstw, co przyczyni się do konsolidacji i wzrostu wydajności branży mięsnej. Od stycznia 2008 do stycznia 2012 r. zawiesiło produkcję lub zakończyło działalność około 200 podmiotów.

³ T. Strąk, P. Stępień: Modelowanie kosztów bankructwa. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 385, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2004, nr 1, s. 287.

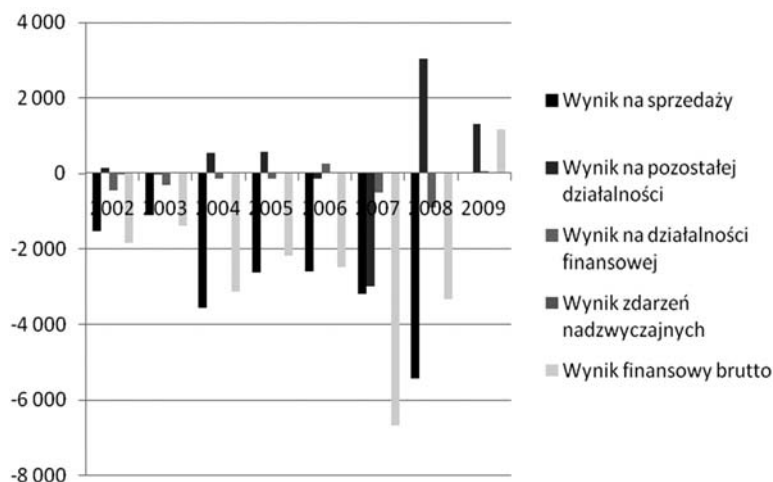
Zakłady Mięsne Płock SA należały do jednych z najstarszych zakładów przetwórstwa mięsnego Polsce. Od 1998 do 2008 r. miały miejsce dwie nieudane próby prywatyzacji. W wyniku zaproszenia do rokowań na zakup akcji spółki 22 lutego 2002 r. ofertę wstępną złożyła jedna firma. Były to ZM „Duda” Sp. z o.o., proponując zakup 59% akcji – 477 900 szt. – po cenie 8 zł za akcję. Zakłady Mięsne „Duda” Sp. z o.o. zadeklarowały również nakłady inwestycyjne w wysokości 10 mln zł. Wizyta przedstawicieli ZM „Duda” Sp. z o.o. oraz kontrola Powiatowego Lekarza Weterynarii wykazała, że plany restrukturyzacyjne były nierealistyczne i lepiej byłoby wybudować nowy zakład, niż restrukturyzować istniejący. W efekcie zaistniałej sytuacji oferent obniżył cenę. Za jedną akcję zaoferował 3 zł, co w przeliczeniu na wartość nabywanego pakietu akcji (59%) stanowiło kwotę 1,434 mln zł. Kwota ta odpowiadała 30% dolnej granicy rekomendowanego przedziału wyceny. MSP odrzucił przedstawioną ofertę zakupu akcji ZM Płock SA i odstąpił od przeprowadzenia procesu prywatyzacyjnego.

ZM Płock SA zostały objęte okresem przejściowym na dostosowanie się do wymogów UE do 30.06.2006 r. Przeprowadzona po tym okresie kontrola wykazała brak przystosowania się przedsiębiorstwa do norm unijnych. W dniu 29 grudnia 2007 r. decyzją nr 35/2007 Powiatowego Lekarza Weterynarii została wstrzymana produkcja w spółce. Zakłady Mięsne Płock SA zostały wykreślone z listy zakładów przemysłowych decyzją Wojewódzkiego Lekarza Weterynarii z dnia 31.01.2008 r.

W dniu 29.02.2008 r. złożono wniosek o ogłoszenie upadłości w wydziale gospodarczym Sądu Rejonowego w Płocku. Efektem złożenia wniosku o upadłość było powzięcie przez dyrektora decyzji o zwolnieniach grupowych. Na posiedzeniu w dniu 14.07.2008 r. Sąd Rejonowy V Wydział Gospodarczy w Płocku ogłosił upadłość spółki Zakłady Mięsne Płock SA w celu likwidacji majątku (sygnatura akt GU 4/08). Wszczęcie postępowania upadłościowego nastąpiło 15.09.2008 r. w Sądzie Rejonowym w Płocku. Zakończenie postępowania upadłościowego ogłoszono w dniu 31.08.2011 r.

Na dzień 1.01.2008 r. ZM Płock SA zatrudniały 350 osób. Zatrzymanie produkcji z końcem 2007 r. spowodowało konieczność redukcji zatrudnienia. Począwszy od stycznia 2011 r., w stosunku pracy pozostawała tylko jedna osoba – główna księgowa.

W 2007 r. zobowiązania ogółem przewyższyły sumę bilansową. Kapitał obrotowy w całym badanym okresie był ujemny, co oznaczało, że aktywa trwałe spółki przewyższały kapitał stały, a zobowiązania krótkoterminowe były wyższe niż aktywa obrotowe. Sytuacja ta świadczyła o problemach z płynnością finansową jednostki. Zysk netto za rok obrotowy od 1 stycznia do 31 grudnia 2008 r. został przeniesiony na „stratę z lat ubiegłych”. Działalność spółki w badanym okresie charakteryzowała się brakiem rentowności. Osiągane przez spółkę w latach 2002-2009 wyniki finansowe przedstawiono na rysunku 1.



Rys. 1. Segmenty rachunku zysków i strat badanego podmiotu (w tys. zł)

Źródło: Sprawozdania finansowe badanego przedsiębiorstwa.

3. Przyczyny upadłości Zakładów Mięsnych Płock S.A. na podstawie raportu NIK z lutego 2009 r. o wynikach kontroli funkcjonowania i przyczynach upadłości badanego podmiotu

NIK ustaliła w wyniku kontroli:

1. Nieskuteczność starań spółki o poprawę wyniku finansowego. W 2008 r. przychody ze sprzedaży znacząco się zmniejszyły i wynosiły jedynie 2,2 mln zł, czego przyczyną było wstrzymanie produkcji w dniu 29.12.2007r. przez Powiatowego Lekarza Weterynarii. Niekorzystna kondycja finansowa spółki spowodowała, iż bieżącą działalność finansowano z odpisów amortyzacyjnych kosztem odtwarzania majątku trwałego. Przyczyniło się to do jego degradacji.
2. Zawyżanie planów sprzedaży oraz wyniku finansowego przez zarząd spółki w kolejnych prognozach stanowiących podstawę programów działania przedsiębiorstwa.
3. Niewystarczające działania prooszczędnościowe i ponoszenie niecelowych wydatków.
4. Nierzetelne wywiązywanie się przez zarząd spółki z obowiązku, wynikającego z art. 397 ksh, w celu powzięcia uchwały przez WZA w sprawie dalszego istnienia przedsiębiorstwa.

5. Nierzetelny nadzór weterynaryjny. W okresie objętym kontrolą nie było spełnionych wymagań UE w zakresie sanitarno-weterynaryjnym.
6. Pozorowanie przez spółkę działań dostosowawczych do wymagań UE oraz brak analizy opłacalności dostosowania się do wymogów UE.
7. Nieskuteczną pomoc publiczną.
8. Zaniechanie działań MSP w celu sprywatyzowania ZM Płock SA.
9. Nierzetelny nadzór Ministra Skarbu Państwa sprawowany od 10.02.1998r. do czerwca 2008 r. za pośrednictwem departamentów MSP oraz nadzór sprawowany przez Radę Nadzorczą, reprezentantów Skarbu Państwa powoływanych przez Ministra SP. NIK stwierdził brak zdecydowanej reakcji na pogarszającą się sytuację ekonomiczno-finansową ZM Płock SA, czego konsekwencją było ogłoszenie jej upadłości.

Niezwłocznie po dniu ogłoszenia upadłości syndyk przystąpił do wykonywania obowiązków. W dniu 17.07.2008 r. została powołana, zgodnie z art. 69 ust. 2 Prawa upadłościowego i naprawczego, komisja w celu dokonania spisu inwentarza i oszacowania ruchomego majątku masy upadłości. Komisja dokonała spisu 5.149 pozycji. Syndyk zleciła oszacowanie wartości poszczególnych składników majątku masy oraz dokonanie wyceny przedsiębiorstwa (tabela 1).

Tabela 1

Wartość oszacowanego majątku Zakładów Mięsnych Płock S.A.
na dzień 14.07.2008 r.

Wyszczególnienie	Wartość (zł)
Majątek nieruchomy	17 148 457
– własnościowe prawo do lokalu użytkowego położonego w Sierpcu	314 192
– własnościowe prawo do lokalu użytkowego położonego w Płocku przy ul. Królewieckiej 1	780 783
– prawo użytkowania wieczystego zabudowanej nieruchomości położonej w Płocku przy ul. Kostrogaj	1 025 361
– prawo użytkowania wieczystego zabudowanej nieruchomości położonej w Płocku przy ul. Bielskiej 55	14 211 737
– prawo własności w części 2/4 działki położonej w Płocku przy ul. Tumskiej 20	816 384
Majątek ruchomy (5.149 pozycji)	3 436 633
Razem majątek ZM Płock S.A.	20 585 090

Źródło: Operaty szacunkowe zamieszczone w aktach postępowania upadłościowego.

4. Koszty upadłości badanego podmiotu

Koszty bezpośrednie upadłości ZM Płock SA przedstawiono w tabeli 2.

Tabela 2

Koszty postępowania upadłościowego Zakładów Mięsnych Płock S.A.

Lp.	Koszty według rodzaju	Wyszczególnienie	Kwota (w zł)
1	2	3	4
1.	Zużycie materiałów i energii	1. Materiały biurowe 2. Koszty mediów: wody, energii elektrycznej, gazu 3. Koszty eksploatacji majątku 4. Pozostałe koszty	 593.562,64
		Ogółem	593.562,64
2.	Usługi obce	1. Koszty związane z likwidacją majątku – koszty wyceny przez rzeczoznawców – usługi geodezyjne – koszty ogłoszeń – koszty opłat notarialnych 2. Usługi archiwizowania 3. Usługi informatyczne 4. Usługi transportowe oraz sprzątania	 70.134,20 72.765,86 3.143,93 126.478,75 15.971,02 19.277,73
		Ogółem	307.771,49
3.	Podatki i opłaty	1. Podatek od nieruchomości 2. Podatek od środków transportowych 3. Opłaty sądowe 4. Podatek należny VAT 5. Opłaty pocztowe i bankowe 6. Pozostałe opłaty	1.196.534,21 3.197,00 389.659,00 17.522,12
		Ogółem	1.606.912,33
4.	Wynagrodzenia	1. Wynagrodzenie syndyka i jego zastępcy 2. Wynagrodzenia pracowników za okres od dnia ogłoszenia upadłości oraz odprawy i odszkodowania związane z rozwiązaniem umów o pracę 3. Wynagrodzenia osób zatrudnionych przez syndyka 4. Pozostałe wynagrodzenia	273.168,35 882.689,28 510.139,44
		Ogółem	1.665.997,07
5.	Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	1. Składki na ubezpieczenia społeczne od wynagrodzeń pracowników 2. Składki na ubezpieczenia społeczne od innych wynagrodzeń 3. Koszty BHP 4. Pozostałe	
		Ogółem	

cd. tabeli 2

6.	Pozostałe koszty rodzajowe	1. Ubezpieczenie majątku oraz umowy ochrony mienia	306.730,24
		2. Koszty podróży służbowych	
		3. Koszty zgromadzenia wierzycieli, wydatki na radę wierzycieli	
		4. Pozostałe koszty	81.562,92
		5. Wypłata z zysku na rzecz Skarbu Państwa	729.978,00
		Ogółem	1.118.271,16
Ogółem koszty postępowania upadłościowego			5.292.514,69

Źródło: Badania własne na podstawie akt postępowania upadłościowego Zakładów Mięśnych Płock S.A. Przykład elementów składowych preliminarza kosztów postępowania upadłościowego został opracowany na podstawie: A. Łodziana, B. Makuch: Upadłość likwidacyjna. Inwentaryzacja i wycena majątku. Ewidencja i sprawozdawczość finansowa. Praktyczny poradnik dla syndyków. Difin, Warszawa 2005, s. 105-106.

Razem koszty bezpośrednie upadłości wyniosły 5.292.514,69 zł. Koszty pośrednie obliczono jako różnicę między potencjalną wartością rynkową brutto a wartością likwidacyjną majątku przedsiębiorstwa:

$$K_p = 20.585.090 - 13986.305,40 = 6.598.784,60$$

Za potencjalną wartość rynkową brutto przyjęto oszacowaną wartość majątku ruchomego i nieruchomego przez rzeczoznawcę majątkowego na dzień ogłoszenia upadłości, tj. 14.07.2008 r., natomiast za wartość likwidacyjną majątku przedsiębiorstwa wartość uzyskaną ze sprzedaży majątku ruchomego i nieruchomego masy upadłości.

Po przeprowadzeniu obliczeń koszty upadłości wyniosły ogółem 11.891.299,29 zł:

$$K_u = 5.292.514,69 + 6.598.784,60 = 11.891.299,29 \text{ zł.}$$

Koszty bezpośrednie upadłości wynosiły 26% wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Wynagrodzenie syndyka stanowiło 5,2% bezpośrednich kosztów upadłości i 1,7% wpływów do masy. Rzeczywiste koszty bezpośrednie były niższe od planowanych, co mogło być spowodowane przeprowadzeniem postępowania upadłościowego szybciej niż pierwotnie zakładano (42-48 miesięcy). Proces ten trwał 32 miesiące. Ograniczyło to dalsze koszty postępowania związane z jego dłuższym prowadzeniem. Na obniżenie rzeczywistych kosztów wpłynęło również wykonywanie wielu czynności przez syndyka samodzielnie, ograniczając w tym zakresie koszt zatrudnienia innych osób.

Podsumowanie

Działalność ZM Płock SA zakończyła się ogłoszeniem upadłości i likwidacją majątku. NIK wykazała wiele nieprawidłowości, które przyczyniły się do upadłości zakładu.

Główną przyczyną upadłości ZM Płock S.A. było zbyt duże zadłużenie spółki. Majątek przedsiębiorstwa był finansowany głównie zobowiązaniami krótkoterminowymi. Na pogłębianie się zadłużenia spółki miały wpływ:

- nieprawidłowości w wymiarze finansowym stwierdzone w wyniku kontroli NIK na kwotę 17.584.000 zł,
- spadek wartości sprzedaży z 88 mln zł w 2002 r. do 50 mln zł w 2007 r.,
- ujemny wynik finansowy netto.

Straty spółki były spowodowane głównie niedostosowaniem poziomu ponoszonych kosztów do wielkości sprzedaży. Obniżały ocenę finansową spółki i jej możliwości kredytowe.

Wśród przyczyn upadłości ZM Płock S.A. należy także wskazać nieskuteczność prób prywatyzacji. Horyzont działalności spółki był bowiem ograniczony do listopada 2007 r., kiedy upłynął ostateczny termin dostosowania obiektów produkcyjnych do wymagań UE. Przyjęcie oferty, której znaczącym elementem był program restrukturyzacyjny i inwestycyjny dla spółki, a także sam fakt jej prywatyzacji mogły się przyczynić do poprawy funkcjonowania ZM Płock S.A. na konkurencyjnym rynku mięsa.

Koszty bankructwa zostały określone w wysokości 11.891.299,29 zł. Wartość likwidacyjna ZM Płock S.A., po pomniejszeniu o koszty bezpośrednie powstałe w wyniku procesu upadłościowego, nie wystarczyła na pokrycie wszystkich zobowiązań spółki. Wobec tego koszty upadłości zostały poniesione również przez wierzycieli.

Bibliografia

- Bankructwo, czy upadłość? Dyskusja redakcyjna, uczestnicy dyskusji: E. Mączyńska, K. Pietraszkiewicz, M.R. Pietrzak, M. Stępniewski, A. Herman (redaktor naczelny, prowadzący spotkanie). „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2010, nr 4 (17), s. 5, 10.
- Chłodnicka H.: Regulacje prawne procesu upadłościowego a potrzeby ich zmian. „Forum Rachunkowości” 2007, nr 3, s. 41.
- Dokumentacja sądowa Sądu Rejonowego w Płocku V Wydział Gospodarczy o sygnaturach akt V GU 4/08 i V GUP 1/08.
- Łodziana A., Makuch B.: Upadłość likwidacyjna. Inwentaryzacja i wycena majątku. Ewidencja i sprawozdawczość finansowa. Praktyczny poradnik dla syndyków. Difin, Warszawa 2005, s. 105-106.

- Operaty szacunkowe zamieszczone w aktach postępowania upadłościowego. Raport NIK z lutego 2009 r. o wynikach kontroli funkcjonowania i przyczynach upadłości badanego podmiotu nr ewid. 4/2009/D08502/KGP; KGP/41131/08, Departament Gospodarki, Skarbu Państwa i Prywatyzacji. Sprawozdania finansowe badanego przedsiębiorstwa.
- Strąk T., Stępień P.: Modelowanie kosztów bankructwa. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 385, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2004, nr 1, s. 287.
- Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe i naprawcze. Dz.U. 2003, nr 60, poz. 535.

THE REASONS FOR AND THE COSTS OF THE BANKRUPTCY OF ZAKŁADY MIĘSNE PŁOCK S.A.

Summary

The aim of this paper was to recognise the reasons for and the costs of the insolvency of an enterprise operating in the meat-processing sector in Płock. The analysed period included the years 2002-2011. It is worth mentioning that the company debt level was indicated, as well as its problems with financial liquidity and profitability.

The costs of bankruptcy of the company were also calculated. It turned out that the level of cost of insolvency constituted 26% of market value of researched company. Trustee's in insolvency salary constituted 5,2% direct cost of insolvency.

Sławomir Jarka

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

TEORETYCZNE I PRAKTYCZNE UWARUNKOWANIA STOSOWANIA KOSZTÓW TRANSAKCYJNYCH

Wprowadzenie

Koszty transakcyjne w ekonomii są kategorią stosunkowo nową. Po raz pierwszy ten termin został użyty przez Ronalda Coasa, który w artykule „The Nature of the Firm” wskazał na znaczenie sposobów koordynacji czynników produkcji i wymiany rynkowej. W swoim opracowaniu dowodził, że każdej zawieranej na rynku transakcji towarzyszą różnorodne koszty. W tym ujęciu koszty transakcyjne są kosztami funkcjonowania mechanizmu rynkowego. Praca R. Coasa niewątpliwie była prekursorska i zapoczątkowała rozwój teorii kosztów transakcyjnych oraz liczne próby jej odniesienia do badań procesów i problemów gospodarczych. Należy jednak podkreślić, że znaczenie transakcji w badaniach ekonomicznych wskazał J.R. Commons¹. Jeszcze przed R. Coasem zwrócił uwagę, że gospodarka nie składa się z sumy indywidualnych działań przedsiębiorców i konsumentów zorientowanych na wymianę towarów, a ze wzajemnych transakcji. Można również przyjąć, że koncepcja kosztów transakcyjnych swoją genezą sięga do prekursorskiego dzieła nowożytnej ekonomii autorstwa Adama Smitha „Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów”. Smith dowodził, że podział pracy jest ograniczony przez rozmiar rynku. Z kolei tempo rozwoju rynkowego zależy od stosowania pieniądza, środka płatniczego, dzięki któremu w efekcie można niwelować niedogodności wymiany barterowej, a więc zmniejszać m.in. jej koszty². Można zatem założyć, że zmniejszenie kosztów transakcyjnych jest warunkiem zwiększenia wymiany, a więc rozszerzenia rozmiaru rynku i tym samym stworzenia warunków do szerszego podziału pracy, egzekwowania korzyści wynikających ze specjalizacji. Tego rodzaju podejście ma szeroki wpływ na rozwój działalności outsourcingowej w gospodarce, także w odniesieniu do rolnictwa. Podjęty w pracy problem diagnozy i ewaluacji kosztów transakcyjnych w przedsiębiorstwach rolniczych mieści się w obszarze nowej ekonomii

¹ J.R. Commons: Institutional Economics. „American Economic Review” 1931, Vol. 21 (4), s. 648-657.

² A. Smith: The Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations (Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów. PAN KBE, Warszawa 1954).

instytucjonalnej. W nurcie tym, będącym swoistą krytyką ekonomii neoklasycznej, koszty transakcyjne zajmują centralną pozycję w analizie zróżnicowanych procesów gospodarczych. Badanie kosztów transakcyjnych dostarcza więc przesłanek decyzji, dzięki którym można je obniżyć i usprawnić tym samym działanie systemu ekonomicznego.

W założeniach metodologicznych ekonomia kosztów transakcyjnych (EKT) jest zgodna z ekonomią nurtu głównego. Jej istotną cechą jest prowadzenie rozważań w kategoriach efektywnościowych. W tym ujęciu, jak podkreśla O.E. Williamson, będąc elementem składowym nowej ekonomii instytucjonalnej, występuje w relacji komplementarnej z ekonomią neoklasyczną³. M. Gorynia wskazuje, że w teorii neoklasycznej przedsiębiorstwo było postrzegane w perspektywie funkcji produkcji, a w teorii kosztów transakcyjnych to raczej struktura regulacji (governance structure) umożliwiająca minimalizację, a właściwie optymalizację kosztów transakcyjnych⁴.

1. Rodzaje kosztów transakcyjnych

Swoista popularność EKT skutkuje tym, że w literaturze przedmiotu znajduje się wiele ich ujęć, co może świadczyć o wnikliwej ich ocenie przez autorów. W tabeli 1 przedstawiono wybrane definicje kosztów transakcyjnych.

Tabela 1

Definicje kosztów transakcyjnych i sposoby ich klasyfikacji

Coase (1937)	Koszty związane z negocjowaniem i realizacją kontraktu poprzez rynek
Arrow (1973)	Są to koszty funkcjonowania systemu gospodarczego
Eggertsson (1990)	Koszty pojawiające się wówczas, gdy jednostki dokonują zamiany praw własności na aktywa i egzekwują prawo wyłączności korzystania z tych aktywów
Kasper i Streit (1998)	To koszty wykorzystania zasobów ponoszone wówczas, gdy jednostki dokonują wymiany praw własności poprzez rynek
Williamson (1998)	Koszty ex ante (pozyskiwanie informacji o kontrahencie, nawiązywanie kontaktów, negocjowanie i tworzenie zabezpieczeń realizowanego kontraktu) Koszty ex post (renegocjowanie umów, monitorowanie i zapewnienie ich realizacji)
Małyśz (2003)	Koszty rynkowe i zarządcze – menedżerskie
Daniłowska (2007)	Są to koszty ponoszone przez strony kontraktu. Różnią się strukturą i wielkością. Źródłem różnicowania są postawy oportunistyczne stron (S.J.)

³ O.E. Williamson: *Markets and Hierarchies: Analysis and Anti-trust Implications. A Study in the Economics of Internal Organizations*. Free Press, New York 1975.

⁴ M. Gorynia: *Przedsiębiorstwo w nowej ekonomii instytucjonalnej*. „*Ekonomista*” 1999, 6, KeyText, Warszawa, s. 786-787.

cd. tabeli 1

Jarka (2010)	Koszty realizacji wydzielonego procesu, funkcji zwiększające efektywność przedsiębiorstwa. Szczególnie istotne w procesie outsourcingu
Hardt (2010)	Są to koszty, których poziom zależy od instytucji. Stanowią odzwierciedlenie reguł gry określających zasady funkcjonowania mechanizmu rynkowego

Różnorodność podejścia do kosztów transakcyjnych wynika także z tego, że jest to pojęcie dotychczas mało zdefiniowane. W efekcie koszty transakcyjne są często łączone z kosztami produkcji⁵. W praktycznym znaczeniu uzyskujemy zagregowany koszt nazywany przez autorów kosztem wymiany (the cost of exchange), który obejmuje koszty związane z określoną transakcją, tj. sumę kosztów produkcji i kosztów transakcji poniesionych przez jednostkę⁶. Tego rodzaju podejście ogranicza w analizie porównawczej problemy związane z rozdzieleniem kosztów produkcji od kosztów transakcji. Jak podaje O.E. Williamson, wysokość kosztów transakcyjnych zależy od ukształtowanych struktur zarządzania, wśród których wymienia integrację pionową⁷. Koncepcja pomiaru kosztów transakcyjnych z wykorzystaniem kosztu wymiany opiera się więc na koszcie, który ponosi jednostka stosująca określoną strukturę zarządzania w określonym otoczeniu instytucjonalnym. M. Gancarczyk podkreśla, że między strukturą zarządzania a kosztami transakcyjnymi występuje sprzężenie zwrotne⁸. Struktura wpływa na poziom kosztów transakcji, obniżając je, gdy jest właściwie dopasowana do transakcji. Z drugiej strony o rodzaju struktury, powiązań między uczestniczącymi jednostkami (w tym także o stopniu integracji pionowej) decyduje poziom kosztów transakcji⁹.

Biorąc pod uwagę etap powstawania kosztów transakcyjnych w procesie gospodarczym, O.E. Williamson dzieli je na dwie grupy:

1. Ex ante – związane z pozyskiwaniem informacji na temat kontrahenta, negocjowania, tworzenia zabezpieczeń kontraktu. Wielkość tych kosztów będzie uzależniona od poziomu kompletności kontraktu. Doświadczenie pokazuje, że ze względu na ich potencjalnie wysoki poziom kontrakt zawsze ma charakter niekompletny, co stwarza możliwości zachowań oportunistycznych stron.
2. Ex post – są to koszty monitorowania umów (kontroli) oraz ewentualnego ich renegocjowania i egzekwowania postanowień. Wiążą się z niedostosowaniem umowy i związaną z tym koniecznością rozstrzygnięcia sporów.

⁵ A. Benham, L. Benham: Measuring the Cost of Exchange, Institutions, Contracts and Organizations. Perspectives from New Institutional Economics. Red. C. Menard. Edward Elgar Publishing Inc., Cheltenham 2000, s. 367-375.

⁶ M. Gancarczyk: Struktura zarządzania w ujęciu O.E. Williamsona jako przedmiot decyzji menedżerskich. „Organizacja i Kierowanie” 2010, nr 2 (140), s. 58-60.

⁷ O.E. Williamson: The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead. „Journal of Economics Literature” 2000, Vol. 38, No. 3, s. 595-613.

⁸ M. Gancarczyk: Op. cit., s. 60.

⁹ O.E. Williamson: Public and Private Bureaucracies: A Transaction Cost Economics Perspective. „Journal of Law, Economics and Organization” 1999, Vol. 15, No. 1, s. 306-342.

2. Założenia metodyczne

Celem głównym badań było poznanie zależności pomiędzy wielkością i wartością zasobów majątkowych a poziomem i zróżnicowaniem kosztów transakcyjnych w przedsiębiorstwach rolniczych. Do celów poznawczych zaliczono także określenie poziomu i zakresu specjalizacji w badanych jednostkach. Do zrealizowania postawionych celów pracy wykorzystano metody badawcze stosowane przez nową ekonomię instytucjonalną. Jednym z nurtów tego podejścia ukształtowanego pod wpływem narastania świadomości o swoistym „instytucjonalnym deficycie” ekonomii neoklasycznej, traktującej instytucje formalne i nieformalne, ważne dla życia gospodarczego, jako swoistą „czarną skrzynkę”, jest wcześniej prezentowana teoria kosztów transakcyjnych¹⁰. Źródłem danych pierwotnych był kwestionariusz wykorzystany w metodzie wywiadu standaryzowanego, a źródłem wtórnym sprawozdania finansowe w badanych jednostkach.

Badania przeprowadzono na obszarze województw: wielkopolskiego, kujawsko-pomorskiego, zachodniopomorskiego, a uzyskane wyniki dotyczą 2010 r. Wszystkie przedsiębiorstwa badanej zbiorowości można zaklasyfikować do kategorii wielkoobszarowych, w których dominowały nakłady pracy pracowników najemnych. Badaniami objęto 42 przedsiębiorstwa różniące się powierzchnią i kierunkiem produkcji oraz poziomem specjalizacji, w grupach obszarowych od 100-500 ha (23 przedsiębiorstwa) i powyżej 500 ha UR (19 jednostek). Przedsiębiorstwa te różniły się zakresem stosowanego outsourcingu.

Tabela 2

Charakterystyka badanej zbiorowości przedsiębiorstw rolnych

Grupa	Powierzchnia w ha	Średnia	Odchylenie standardowe	Współczynnik zmienności	Wartość minimalna	Wartość maksymalna	Mediana
I	użytków rolnych	792,42	433,35	0,45	484,16	1722,15	586,56
	gruntów ornych	736,96	435,06	0,49	275,90	1660,74	545,20
II	użytków rolnych	1450,03	908,57	0,53	468,14	3306,35	1172,65
	gruntów ornych	1342,92	843,71	0,53	380,03	3043,80	1048,57

¹⁰ Nowa Ekonomia Instytucjonalna (NIE) to oparta na kryteriach racjonalności ekonomicznej – a także na założeniach metodologicznego indywidualizmu – analiza formalnych i nieformalnych instytucji życia gospodarczego i politycznego, jak również analiza – znowu w kategoriach racjonalności ekonomicznej – różnych systemów społeczno-ekonomicznych oraz związków zachodzących między tymi systemami a funkcjonowaniem gospodarki. Do głównych kierunków tego nurtu zalicza się teorię praw własności, teorię kosztów transakcyjnych, teorię agencji.

Badane przedsiębiorstwa zostały pogrupowane według wskaźnika specjalizacji¹¹. W grupie I wskaźnik ten mieścił się w przedziale od 0,30 do 0,49, natomiast w grupie II powyżej 0,50. Charakterystykę powierzchni badanych przedsiębiorstw przedstawiono w tabeli 2.

W strukturze użytków rolnych dominują grunty orne – zajmowały one powyżej 85%, ich udział był wyższy w przedsiębiorstwach bardziej wyspecjalizowanych i wynosił 94% (grupa II). Wartość wskaźnika zmienności wskazuje zarazem na małe zróżnicowanie tej cechy w badanych jednostkach. Z kolei bardzo silnie zróżnicowana była wartość majątku trwałego, szczególnie w odniesieniu do wartości bieżącej w przeliczeniu na 1 hektar użytków rolnych (wskaźnik zmienności 77%). Większość przedsiębiorstw dysponuje podstawowymi budynkami gospodarskimi i jest dobrze wyposażona w maszyny i urządzenia do produkcji rolniczej. Bardzo wysoki jest jednakże stopień zużycia środków trwałych (przeciętnie w zbiorowości 60%), określony stosunkiem wartości bieżącej do wartości odtworzeniowej majątku trwałego. Trzeba podkreślić, że dotyczy to wyraźnej większości badanych przedsiębiorstw, na co wskazuje niski wskaźnik zmienności tej cechy (26%).

3. Wyniki badań

W analizie poziomu kosztów transakcyjnych związanych z outsourcingiem w badanych przedsiębiorstwach zastosowano ich podział na koszty *ex ante* i *ex post* umowy outsourcingowej¹². Do kosztów *ex ante* umowy outsourcingowej po stronie przedsiębiorcy zaliczono koszty związane z pozyskiwaniem informacji o kontrahencie, nawiązywania relacji¹³, tworzenia zabezpieczeń i zawierania transakcji. Z kolei w fazie *ex post* uwzględniono koszty wynikające z rozstrzygania potencjalnych sporów, kontroli czy wreszcie renegotiacji umowy z dostawcą outsourcingowym.

Wszystkie badane przedsiębiorstwa korzystały z usług outsourcingowych. Więcej niż jeden obszar ze swojej działalności wyodrębniało około 40% przedsiębiorstw. Jak wynika z badań, ponad połowa przedsiębiorstw outsou-

¹¹ Wskaźnik specjalizacji wyraża stopień skoncentrowania produkcji w przedsiębiorstwie rolniczym.

Jest obliczany według następującego wzoru:
$$W_s = \frac{1}{\sum_{i=1}^n d_j \times j}$$

gdzie:

Ws – wskaźnik specjalizacji,

dj – procentowy udział danej gałęzi w strukturze produkcji towarowej brutto,

j – rangowy numer gałęzi według zmniejszającego się udziału.

¹² Proces outsourcingu jest rozumiany jako wydzielenie ze struktury przedsiębiorstwa realizowanych w nim wcześniej funkcji i/lub jako długookresowa współpraca partnerska z jednostką zewnętrzną, dostawcą usług. Do podstawowych obszarów outsourcingu w badanych jednostkach zaliczono funkcje: ogólnogospodarcze, ogólnoprodukcyjne dotyczące działu produkcji roślinnej, ogólnoprodukcyjne dotyczące działu produkcji zwierzęcej.

¹³ Nawiązywanie relacji z dostawcą określono poprzez ustalenie kosztu dojazdu na 1 kontrakt.

rcingowała kilka obszarów działalności. Przedsiębiorstwa grupy II cechowały się wyższym wskaźnikiem specjalizacji niż z grupy I. Oznacza to, że w ich strukturze produkcji towarowej dominowały od 1 do 3 gałęzi produkcji. W skrajnych przypadkach wskaźnik specjalizacji wynosił 0,76, co wskazywało na wąską specjalizację w zakresie jednego produktu. Taka sytuacja miała miejsce w przedsiębiorstwach wyspecjalizowanych w produkcji zbóż na terenie Wielkopolski. Z kolei w przedsiębiorstwach grupy I zróżnicowanie produkcji było większe – obok produkcji roślinnej prowadzono także m.in. chów zwierząt, stąd też niższe wartości wskaźnika specjalizacji.

Przedsiębiorstwa wyspecjalizowane prowadziły działalność z użyciem specyficznej technologii, co wiąże się z zaangażowaniem bardziej specjalistycznych aktywów. Do oceny poziomu kosztów transakcyjnych zastosowano wcześniej omawiany koszt wymiany, który porównano z wartością produkcji towarowej. Założono, że wykorzystanie outsourcingu w przedsiębiorstwach powoduje bezwzględny wzrost poziomu kosztów transakcyjnych. Jednak efektywność outsourcingu może być oceniona dopiero po kalkulacji całłościowych kosztów związanych z wydzieleniem określonego procesu, z uwzględnieniem wszystkich wydatków związanych ze świadczeniem usług. Z przeprowadzonych kalkulacji wynika, że jednostkowy koszt wymiany w odniesieniu do wartości produkcji towarowej był niższy w jednostkach bardziej wyspecjalizowanych (grupa II) średnio o około 11%. Należy również zauważyć, że koszty transakcyjne związane z outsourcingiem mają charakter zmienny. Cecha ta ma znaczenie dla przedsiębiorstw wykorzystujących outsourcing, ponieważ w przypadku wystąpienia ograniczeń popytowych na rynku można relatywnie szybko je zmniejszać.

Z kolei w przedsiębiorstwach grupy I, mniejszych obszarowo, dysponujących także mniejszym majątkiem, jednostkowy koszt wymiany był wyższy. Zależność ta może wynikać z niższego wskaźnika specjalizacji, co prowadzi do większego rozdrobnienia struktury produkcji, a więc w konsekwencji do mniej efektywnego wykorzystania zasobów majątkowych, zwłaszcza maszyn i urządzeń – aktywnej części majątku produkcyjnego.

Podsumowanie

Przeprowadzone badania pozwoliły na sformułowanie następujących wniosków:

1. Z analiz literaturowych wynika, że występują istotne różnice w badaniach nad kosztami transakcyjnymi, zwłaszcza w zakresie ich operacjonalizacji.
2. Wysokość kosztów transakcyjnych zależy od ukształtowanych struktur zarządzania, wśród których wymienia się integrację pionową. Koncepcja pomiaru kosztów transakcyjnych na podstawie kosztu wymiany opiera się więc na koszcie, który ponosi jednostka stosująca określoną strukturę zarządzania w określonym otoczeniu instytucjonalnym.
3. Z przeprowadzonych badań wynika, że poziom kosztów transakcyjnych mierzonych za pomocą jednostkowego kosztu wymiany w odniesieniu do wartości produkcji towarowej był niższy w jednostkach bardziej wyspecjalizowanych (grupa II) i większych obszarowo średnio o około 11 %.

Bibliografia

- Arrow K.J.: *The Limits of Organization*. Norton, New York 1973.
- Benhan A., Benhan L.: *Measuring the Cost of Exchange. Institutions, Contracts and Organizations. Perspectives from New Institutional Economics*, Red. C. Menard. Edward Elgar Publishing Inc., Cheltenham 2000.
- Coase R.H.: *The Nature of the Firm*. „*Economica*” 1937, Vol. 4, No. 6.
- Commons J.R.: *Institutional Economics*. „*American Economic Review*” 1931, Vol. 21 (4).
- Daniłowska A.: *Poziom, zróżnicowanie oraz uwarunkowania kosztów transakcyjnych kredytów i pożyczek rolniczych*. SGGW, Warszawa 2007.
- Eggertsson T.: *Economic Behaviour and Institutions*. Cambridge University Press, Cambridge 1990.
- Gancarczyk M.: *Struktura zarządzania w ujęciu O.E. Williamsona jako przedmiot decyzji menedżerskich*. „*Organizacja i Kierowanie*” 2010, nr 2 (140).
- Gorynia M.: *Przedsiębiorstwo w nowej ekonomii instytucjonalnej*. „*Ekonomista*” 1999, nr 6.
- Hardt Ł.: *Ekonomia kosztów transakcyjnych – geneza i kierunki rozwoju*. WUW, Warszawa 2009.
- Jarka S.: *Outsourcing w przedsiębiorstwach w świetle teorii kosztów transakcyjnych*. Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw SGGW, Warszawa 2010, maszynopis powielany.
- Kasper M., Streit M.E.: *Institutional Economics*. Edward Elgar Publishing Company, Inc., Cheltenham 1998.

- Małyś J.: Instytucje a koszty transakcyjne w świetle neoinstytucjonalnej ekonomii. „*Ekonomista*” 2003, nr 3.
- Smith A.: *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*. PAN KBE, Warszawa 1954.
- Williamson O.E.: *Markets and Hierarchies: Analysis and Anti-trust Implications. A Study in the Economics of Internal Organizations*. Free Press, New York 1975.
- Williamson O.E.: *Ekonomiczne instytucje kapitalizmu. Firmy, rynki, relacje kontraktowe*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
- Williamson O.E.: *Public and Private Bureaucracies: A Transaction Cost Economics Perspective*. „*Journal of Law, Economics and Organization*” 1999.
- Williamson O.E.: *The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead*. „*Journal of Economics Literature*” 2000.

THEORETICAL AND PRACTICAL CONSIDERATIONS OF TRANSACTION COSTS

Summary

The amount of transaction costs depends on the governance structures formed, among which mention vertical integration. The concept of measuring transaction costs based on replacement cost is therefore based on the cost of which shall be borne by the individual, applying referred to the structure of governance in a particular institutional environment. The study shows that the level of transaction costs as measured by the unit cost for the replacement value of commodity production was lower in the more specialized units (group II) and large-area, an average of about 11%.

Agnieszka Kurdyś-Kujawska

Politechnika Koszalińska

KREDYT JAKO ŹRÓDŁO FINANSOWANIA INWESTYCJI W PRAKTYCE GOSPODARSTW ROLNYCH – W ŚWIELE WYNIKÓW BADAŃ EMPIRYCZNYCH

Wprowadzenie

Inwestycje realizowane przez rolników są traktowane jako jeden z najistotniejszych i koniecznych elementów rozwoju gospodarstw rolnych. Przyczyniają się one do modernizacji procesów wytwórczych oraz do poprawy warunków gospodarowania w rolniczej przestrzeni produkcyjnej.

Inwestowanie wymaga posiadania środków finansowych, których brak może być poważną barierą ograniczającą procesy inwestycyjne. Z tego też względu proces gospodarczy, jakim jest działalność inwestycyjna, jest ściśle powiązany z procesem finansowania¹, który polega na właściwym doborze źródeł finansowania i zbudowaniu portfela kapitału, czyli określeniu udziału tych źródeł w finansowaniu inwestycji².

Kapitał potrzebny do realizacji inwestycji może pochodzić z różnych źródeł. Opierając się na kryterium statusu prawnego kapitałodawcy, można wyodrębnić kapitał własny i kapitał obcy. Kapitałem własnym są zwykle środki właściciela (właścicieli) wniesione do gospodarstwa rolnego oraz nadwyżki finansowe wygenerowane przez gospodarstwo rolne w trakcie bieżącej działalności. Kapitał obcy to środki finansowe postawione do dyspozycji gospodarstwa rolnego na czas ograniczony podlegające zwrotowi. Kapitał ten charakteryzuje się zróżnicowanym mechanizmem jego pozyskiwania oraz różną wysokością odsetek wymaganych przez poszczególnych dawców kapitału³.

W rolnictwie i innych sektorach gospodarki najbardziej stabilną podstawą działalności jest kapitał własny. Znaczenie to jest związane z utrzymaniem płynności finansowej, jak również jest gwarantem kontynuacji działalności⁴. Kapitał obcy pełni funkcję uzupełniającą, ale bardzo istotną z punktu

¹ D. Kusz: Procesy inwestycyjne w praktyce gospodarstw rolniczych korzystających z funduszy strukturalnych Unii Europejskiej. Politechnika Rzeszowska, Rzeszów 2009, s. 45.

² A. Michalak: Finansowanie inwestycji w teorii i praktyce. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 66.

³ Ibid., s. 68.

⁴ S. Wymysłowski: Kryteria wyboru źródeł finansowania działalności rozwojowej – teoria i praktyka. W: Finansowe uwarunkowania rozwoju organizacji gospodarczych. Difin, Warszawa 2004, s. 678.

widzenia rozwoju gospodarstw. Rolnictwo przeciętnie odznacza się niskimi zdolnościami kreacji kapitału własnego⁵. Możliwość realizacji inwestycji w gospodarstwach na zasadzie samofinansowania jest zatem utrudniona. Poprzez akumulowanie środków własnych gospodarstwa, a także możliwość korzystania z zasilania zewnętrznego⁶, istnieje możliwość oddziaływania na alokację zasobów kapitału, tak by stymulować rozwój wybranego obszaru działania.

1. Założenia metodyczne

Celem badań była analiza wykorzystania kredytu w zakresie finansowania działań inwestycyjnych w gospodarstwach rolnych województwa zachodniopomorskiego. Dane do przeprowadzenia analizy uzyskano na podstawie ankiety. Ankieta miała charakter anonimowy i była skierowana do rolników, właścicieli gospodarstw rolnych o powierzchni powyżej 10 ha użytków rolnych. Wprowadzenie ograniczeń wynikało z faktu, że gospodarstwa do 10 ha UR mają słaby związek z rynkiem wynikający z małej skali produkcji lub są to gospodarstwa wysoko wyspecjalizowane. Należy zaznaczyć, że realizowane inwestycje w gospodarstwach o mniejszym potencjale produkcyjnym i sile ekonomicznej mogą służyć głównie uczynieniu pracy łatwiejszą i lżejszą, a nie mieć charakteru prorozwojowego⁷. Badania ankietowe przeprowadzono wśród rolników na przełomie 2007/2008. Zwrot ankiet otrzymano z 547 gospodarstw rolnych. Po dokonaniu weryfikacji zgromadzonego materiału, pod względem czytelności danych, kompletności, spójności i prawdziwości odpowiedzi oraz ich adekwatności, do dalszych badań zakwalifikowano 295 gospodarstw.

Zebrane dane zostały poddane analizie z wykorzystaniem metod statystyki opisowej. Celem zbadania siły związku pomiędzy posiadaniem zobowiązań kredytowych a wybranymi cechami gospodarstwa wykorzystano współczynnik *V-Cramera*⁸.

⁵ A. Czudec: Wyposażenie w czynniki wytwórcze a konkurencyjność gospodarstw rolniczych. *Roczniki Naukowe SERiA*, t. X, z. 3, 2008, s. 103-108.

⁶ B. Klepacki: Produkcyjne i ekonomiczne przystosowania gospodarstw prywatnych do zmian warunków gospodarowania. SGGW, Warszawa 1997, s. 158.

⁷ D. Kusz: Op. cit., s. 7.

⁸ Punktem wyjścia do obliczenia współczynników korelacji dla cech jakościowych była skonstruowana tabela wielozmiennych, w której liczebności oczekiwane były większe od 10, i obliczona na jej podstawie wartość statystyki χ^2 . Współczynnik *V-Cramera* przyjmuje wartość z przedziału $<0,1>$. Im bliższa jedności jest wartość współczynnika, tym silniejszy jest związek między dwiema cechami. F. Wysocki, J. Lira: *Statystyka opisowa*. AR, Poznań 2007, s. 175-179.

2. Wyniki badań

W grupie gospodarstw objętych badaniem największy odsetek stanowiły gospodarstwa od 20-49,99 ha UR (34,57%) oraz gospodarstwa o powierzchni powyżej 50 ha UR (25,76%). Dominującą formą własności była własność prywatna (68,82% ogółu powierzchni gospodarstw). Nikt z ankietowanych nie deklarował użyczenia oraz innych form prawnych władania gospodarstwem. Większość rolników prowadziła wielokierunkową produkcję rolną. Z uproszczonym profilem produkcji było 38,64% gospodarstw rolnych, w znacznej części odsetek ten obejmował gospodarstwa powyżej 50 ha UR. Kierownikami gospodarstw rolnych w 79% byli mężczyźni. Dominowali rolnicy w wieku do 50 lat (72%), a więc w pełni sił i możliwości produkcyjnych, legitymujący się w większości wykształceniem zawodowym i średnim.

W latach 2004-2007 przeprowadzono inwestycje w 66,44% badanych gospodarstw. Wyższy odsetek (35,94%) rolników prowadził inwestycje sprzężone, tj. rolnik poza inwestycją główną inwestował również w zakup lub modernizację innych środków trwałych. Pojedyncze inwestycje prowadziło 30,50% rolników. Dominującym kierunkiem inwestowania większości gospodarstw rolnych były: budowa nowych oraz remonty i modernizacja istniejących budynków gospodarczych (34,91%), zakup urządzeń i maszyn (26,44%), remonty maszyn i urządzeń do produkcji rolniczej (15,25%) oraz powiększenie areału (9,83%). Zakupu zwierząt hodowlanych dotyczyło 2,71% inwestycji. Najmniejszy odsetek (1,70%) rolników zainwestował w zakup środków transportu.

Działalność inwestycyjna wiąże się na ogół z koniecznością zaangażowania znaczących środków finansowych. W badanych gospodarstwach większość inwestycji była realizowana z wykorzystaniem kapitału obcego w postaci kredytu bankowego. Kredyt bankowy umożliwia rezygnację z okresu gromadzenia środków własnych na rzecz spłaty inwestycji, na którą został pobrany, z dochodów uzyskanych z jej realizacji⁹. Udział kapitałów własnych w finansowaniu inwestycji wyniósł średnio 43%. W mniej niż 50% gospodarstw udział kapitałów własnych w finansowaniu inwestycji wyniósł 40%, w 25% gospodarstw 60%, w 25% poniżej 30% łącznej wysokości inwestycji.

W badanych gospodarstwach rolnych zadłużenie deklarowało 56,27% rolników. Zadłużenie gospodarstw zajmujących się produkcją rolniczą może świadczyć nie tylko o wielkości obciążającego je długu, lecz także o kreatywności gospodarujących w pozyskiwaniu środków obcych¹⁰. Równocześnie

⁹ R. Kata: Korzystanie przez rolników i przedsiębiorców wiejskich z usług bankowych – analiza preferencji i ograniczeń. „Zagadnienia Ekonomiki Rolnej” 2010, 1 (322), s. 143-162.

¹⁰ O. Stefko: Aktywność inwestycyjna i umiejętność pozyskiwania kapitału obcego jako warunki rozwoju i podnoszenia konkurencyjności gospodarstw indywidualnych w Polsce. „Journal of Agribusiness and Rural Development” 2008, No. 2(8), s. 138.

zobowiązań w stosunku do instytucji kredytowych nie posiadało 43,73% ankietowanych. Powody, dla których rolnicy nie zaciągali zobowiązań kredytowych, wynikały przede wszystkim z niechęci do zaciągania tych zobowiązań oraz obawy przed trudnościami w spłacie kredytu.

Z wyników badań współzależności cech przedstawionych w tabeli 1 wynika, że obszar gospodarstwa, a także związane z nim siła ekonomiczna, wiek rolnika i rodzaj źródeł dochodów w gospodarstwie, są istotnymi czynnikami kształtującymi popyt na kredyty bankowe.

Tabela 1

Wyniki badania współzależności cech

Wyszczególnienie	Zobowiązania kredytowe		
	χ^2	współczynnik V-Cramera	siła związku
Powierzchnia gospodarstwa	49,64	0,41	bardzo silna
Wiek rolnika	6,73	0,18	umiarkowana
Źródła dochodów w gospodarstwie	12,42	0,20	dość silna

Źródło: Badania własne.

Największy odsetek rolników (ponad 70%) posiadających zobowiązania kredytowe był w gospodarstwach powyżej 35 ha. W grupie gospodarstw od 20-34,99 ha rolnicy deklarujący posiadanie zobowiązań kredytowych stanowili 58,73%. Najmniejszy (32,76%) odsetek zadłużonych rolników był w gospodarstwach do 19,99 ha. Gospodarstwa o dużym areale i większej sile ekonomicznej znajdują się w lepszej sytuacji finansowej, która stanowi podstawę planowania nowych i większych inwestycji, przez co jest możliwy dalszy wzrost efektywności i wydajności produkcji. Natomiast niskie dochody rolników z gospodarstw o słabej sile ekonomicznej oraz nieopłacalność produkcji determinują podjęcie działań inwestycyjnych. Zadłużenie w postaci kredytu umożliwia im dalsze funkcjonowanie. Potwierdza to analiza średnich kwot zobowiązań kredytowych rolników. Im większa powierzchnia użytków rolnych w gospodarstwie, tym większa kwota zadłużenia. W gospodarstwach powyżej 50 ha UR średnia wysokość zadłużenia wyniosła 75 500 zł, a w przypadku gospodarstw o areale do 19,99 ha UR była to kwota 5600 zł.

Analiza materiału uwidoczniła pewną prawidłowość zachodzącą pomiędzy wiekiem rolnika a posiadaniem zobowiązań kredytowych. Im starszy był rolnik, tym częściej wskazywał na brak obciążeń kredytowych. Rolnicy w wieku powyżej 55 roku życia byli bardziej ostrożni przy podejmowaniu decyzji o zaciąganiu zobowiązań kredytowych (34,38%), co wynikało z obawy przed ryzykiem utraty majątku gospodarstwa, które jest czasami podstawą egzystencji jego rodziny. Młodszy rolnicy byli bardziej skłonni do podejmowania ryzyka

i wprowadzania zmian, które wymagają niekiedy wysokich nakładów kapitałowych. Częściej podejmowali się działań inwestycyjnych w gospodarstwach i dlatego większy ich odsetek korzystał z zewnętrznych źródeł finansowania (68,52%).

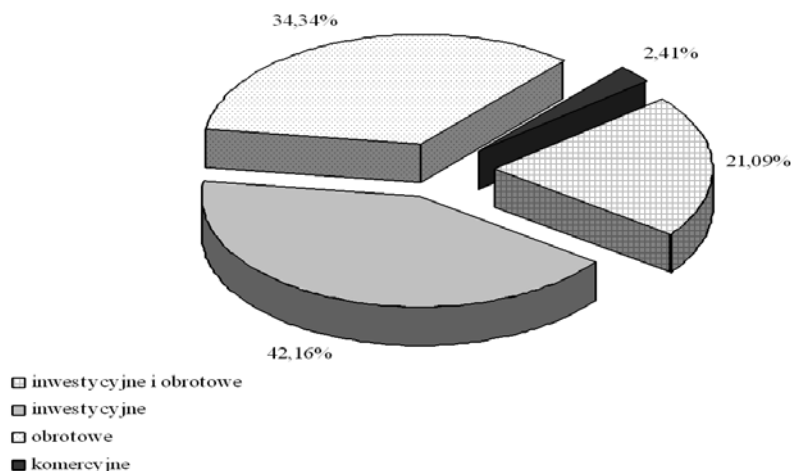
Znacznemu udziałowi gospodarstw opierających swój byt na dochodach z produkcji rolniczej odpowiadał wzrost udziału rolników posiadających zobowiązania wobec instytucji kredytowych. W grupie rolników deklarujących zobowiązania kredytowe 75,30% uzyskiwało dochód wyłącznie z produkcji rolniczej, podczas gdy 24,70% posiadało dodatkowe źródła dochodów. Rolnicy pracujący wyłącznie w gospodarstwie rolnym są silniej z nim związani, wykazują większe zainteresowanie intensyfikacją działań rozwojowych, przez co częściej korzystają z zewnętrznych źródeł finansowania. Powolne akumulowanie dochodów wewnętrznych jest często niewystarczające do dokonania inwestycji w gospodarstwie. Kapitał obcy w postaci kredytu wspomaga strumień kapitału wewnętrznego i w ślad za tym wyzwala efekty mnożnikowe¹¹.

Rolnicy, ze względu na niepewność przyszłego poziomu cen, wielkości produkcji, podejmują inwestycje i korzystają z kredytów inwestycyjnych, gdzie spodziewana ich rentowność jest wysoka¹². Jak wskazują wyniki badań wśród różnych form kredytowania, najczęściej wskazywany przez rolników był preferencyjny kredyt inwestycyjny (rysunek 1). Tytułowa preferencja odnosi się do oferowania przez banki bardziej korzystnych warunków kredytowania, na wydzielone linie kredytowe, z tym że różnica między oprocentowaniem komercyjnym a oprocentowaniem preferencyjnym jest pokrywana ze środków odpowiednich agend Skarbu Państwa¹³.

¹¹ M. Hartman: Rolnictwo a banki spółdzielcze. „Bank” 2000, nr 6, s. 48-51.

¹² J. Kulawik: Rozwój finansowy a wzrost i rozwój ekonomiczny w rolnictwie. IERiGŻ, Warszawa 1997, s. 81.

¹³ K. Brzozowska: Kredyty preferencyjne w finansowaniu przedsięwzięć inwestycyjnych w rolnictwie i przetwórstwie rolno-spożywczym. W: Rolnictwo a rozwój obszarów wiejskich. Red. M. Kłodziński, W. Dzun. IRWiR PAN, Warszawa 2005, s. 329.



Rys. 1. Odsetek rolników korzystających z różnych form kredytowania w latach 2000-2007

Źródło: Badania własne.

Z kredytów obrotowych skorzystało 21,09% rolników. Środki finansowe były przeznaczone na nabycie środków produkcji, tj. nawozy oraz środki ochrony roślin czy naprawy i remonty bieżące. Kredyty komercyjne dotyczyły finansowania bieżących potrzeb związanych z prowadzeniem działalności pozarolniczej. W badanej grupie gospodarstw skorzystało z nich 1,36% ankietowanych rolników.

Część kredytów, jakie zaciągali rolnicy, była związana z realizacją przedsięwzięć współfinansowanych z funduszy unijnych. Unijne dotacje inwestycyjne są dostępne dla beneficjentów dopiero po zakończeniu określonego przedsięwzięcia. Konieczne jest refinansowanie wydatków z własnych środków lub przy wykorzystaniu kredytów¹⁴. Analiza siły zależności pomiędzy posiadaniem zobowiązań kredytowych a korzystaniem ze środków unijnych innych niż dopłaty bezpośrednie pozwala uznać, iż między rozpatrywanymi zmiennymi istnieje umiarkowana siła zależności (*V-Cramera* 0,18 ; $\chi^2 = 22,48$).

W gospodarstwach, w których rolnicy posiadali zobowiązania kredytowe, ze środków unijnych skorzystało 26,51% ankietowanych. Rolnicy, którzy nie mieli zobowiązań kredytowych, a skorzystali ze środków unijnych innych niż dopłaty bezpośrednie, stanowili 11,63%.

¹⁴ R. Kata, T. Mis: Wykorzystanie wsparcia finansowego z funduszy publicznych przez rolników w aspekcie różnicowania regionalnego rolnictwa w Polsce. Roczniki Naukowe SERiA, t. VII, z. 7, 2005, s. 144.

Podsumowanie

W badanych gospodarstwach inwestycje były finansowane zarówno kapitałem własnym, jak i obcym. W gospodarstwach, w których realizowano inwestycje, dominującym źródłem ich finansowania był kapitał obcy w postaci kredytu. Udział kapitałów własnych w finansowaniu inwestycji w tej grupie gospodarstw stanowił mniej niż 40%. Wśród 25% rolników realizujących działalność inwestycyjną w strukturze kapitałów dominował kapitał własny. Kapitał obcy w postaci kredytu stanowił niewielkie uzupełnienie tych środków (poniżej 40%).

Gospodarstwa były zróżnicowane pod względem wykorzystania kapitału obcego w postaci kredytu. W pozyskiwaniu środków pochodzących z zewnętrznych źródeł finansowania największą kreatywnością wykazywali się młodzi rolnicy z gospodarstw wielkoobszarowych, opierających swój byt głównie na dochodach pochodzących z działalności rolniczej, znajdujących się w lepszej sytuacji finansowej, która stanowi podstawę planowania działań inwestycyjnych. Pozyskane środki przeznaczali głównie na inwestycje związane z powiększeniem powierzchni gospodarstwa, zakupem zwierząt hodowlanych oraz zakupem lub modernizacją środków trwałych.

Bibliografia

- Brzozowska K.: Kredyty preferencyjne w finansowaniu przedsięwzięć inwestycyjnych w rolnictwie i przetwórstwie rolno-spożywczym. W: Rolnictwo a rozwój obszarów wiejskich. Red. M. Kłodziński, W. Dzun. IRWiR PAN, Warszawa 2005.
- Czudec A.: Wyposażenie w czynniki wytwórcze a konkurencyjność gospodarstw rolniczych. *Roczniki Naukowe SERiA*, t. X, z. 3, 2008.
- Hartman M.: Rolnictwo a banki spółdzielcze. „Bank” 2000, nr 6.
- Kata R.: Korzystanie przez rolników i przedsiębiorców wiejskich z usług bankowych – analiza preferencji i ograniczeń. „Zagadnienia Ekonomiki Rolnej” 2010, 1 (322).
- Kata R., Mis T.: Wykorzystanie wsparcia finansowego z funduszy publicznych przez rolników w aspekcie zróżnicowania regionalnego rolnictwa w Polsce. *Roczniki Naukowe SERiA*, t. VII, z. 7, 2005.
- Klepacki B.: Produkcyjne i ekonomiczne przystosowania gospodarstw prywatnych do zmian warunków gospodarowania. SGGW, Warszawa 1997.
- Kulawik J.: Rozwój finansowy a wzrost i rozwój ekonomiczny w rolnictwie. IERiGŻ, Warszawa 1997.
- Kusz D.: Procesy inwestycyjne w praktyce gospodarstw rolniczych korzystających z funduszy strukturalnych Unii Europejskiej. Politechnika Rzeszowska, Rzeszów 2009.

- Michalak A.: Finansowanie inwestycji w teorii i praktyce. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Stefko O.: Aktywność inwestycyjna i umiejętność pozyskiwania kapitału obcego jako warunki rozwoju i podnoszenia konkurencyjności gospodarstw indywidualnych w Polsce. „Journal of Agribusiness and Rural Development” 2008, No. 2(8).
- Wymysłowski S.: Kryteria wyboru źródeł finansowania działalności rozwojowej – teoria i praktyka. W: Finansowe uwarunkowania rozwoju organizacji gospodarczych. Difin, Warszawa 2004.
- Wysocki F., Lira J.: Statystyka opisowa. AR, Poznań 2007.

**CREDIT AS THE SOURCE OF FINANCE OF INVESTMENT IN PRACTICE
OF AGRICULTURAL FARM – IN LIGHT OF RESULT OF EMPIRICAL RESEARCH**

Summary

Investments taken by farmers, relate with modernization and development of the productive potential, contribute to increasing the competitiveness and the efficiency of farming. Their financing resist about connection of the own income and foreign capital in the form of credit. The aim of this article analyzes the utilization of credit in range of sponsorship of investment operation in agricultural farms in Western-Pomeranian region. The paper argues that the co-financing of investment with credit dependent was from sizes of the agricultural farm, of age of his owner and of sources of revenue.

Agnieszka Strzelecka

Politechnika Koszalińska

SAMOZAOPATRZENIE ROLNICZYCH GOSPODARSTW DOMOWYCH*

Wprowadzenie

Gospodarstwo domowe stanowi grupę osób, które wspólnie gospodarują oraz podejmują takie decyzje i działania, które pozwolą na realizację podstawowego celu, jakim jest zaspokojenie wspólnych oraz indywidualnych potrzeb każdego z członków. Jednym z obszarów decyzyjnych gospodarstw domowych jest podział uzyskanego w danym okresie dochodu na konsumpcję bieżącą oraz oszczędności. Jednym ze sposobów zaspokajania potrzeb konsumpcyjnych gospodarstw domowych jest samozaopatrzenie żywnościowe, obejmujące konsumpcję produktów wytworzonych we własnym gospodarstwie. Samozaopatrzenie odgrywa szczególną rolę w gospodarstwach domowych związanych z rolnictwem.

Podstawowym celem pracy jest analiza i ocena zjawiska samozaopatrzenia rolniczych gospodarstw domowych w Polsce w latach 2002-2009 z uwzględnieniem specjalizacji, wielkości ekonomicznej oraz powierzchni użytków rolnych gospodarstwa rolnego. Na podstawie studiów literaturowych oraz przeprowadzonych badań sformułowano tezę iż, w okresie kryzysu gospodarczego, w rezultacie spadku dochodów z prowadzonej działalności, następuje wzrost samozaopatrzenia rolniczych gospodarstw domowych.

1. Wydatki konsumpcyjne a samozaopatrzenie rolników

Dotychczasowe wyniki badań wskazują, że rolnicze gospodarstwa domowe cechują się najniższym poziomem wydatków w porównaniu z pozostałymi grupami społeczno-ekonomicznymi gospodarstw domowych¹. W 2010 r. wydatki tej grupy podmiotów były średnio o 23,62% niższe niż przeciętne

* Projekt został sfinansowany ze środków Narodowego Centrum Nauki. Projekt pt. „Wzrost i alokacja aktywów finansowych i rzeczowych rolników (przedsiębiorstw rolniczych i gospodarstw domowych) Pomorza Środkowego”. Umowa nr 3577/B/H03/2011/40.

¹ A. Strzelecka: Analiza dochodów i wydatków gospodarstw domowych osób pracujących na własny rachunek w Polsce w latach 2002-2007. Zeszyty Naukowe Instytutu Ekonomii i Zarządzania nr 13, Politechnika Koszalińska, Koszalin 2009, s. 35-36.

wydatki gospodarstw domowych ogółem². Przyczyn takiej sytuacji można upatrywać w tym, że w przypadku rolniczych gospodarstw domowych istotną rolę w obszarze konsumpcji odgrywa samozaopatrzenie. Samozaopatrzenie żywnościowe (spożycie naturalne, autokonsumpcja) jest to ta część spożywanej żywności, która została uzyskana przez gospodarstwo domowe z pominięciem rynku³. Goraj i Mańko⁴ zwracają uwagę na fakt, że znaczna liczba gospodarstw rolnych w Polsce jest nastawiona na wytwarzanie produktów przeznaczonych na samozaopatrzenie gospodarstwa domowego rolnika. Spośród 2177,6 tys. gospodarstw prowadzących działalność rolniczą w 2002 r., blisko 57% produkowało na potrzeby własne, z czego ponad 20% prowadziło działalność wyłącznie w celu zaspokojenia własnych potrzeb⁵. Samozaopatrzenie jest jedną ze specyficznych cech rolniczego gospodarstwa domowego, gdyż w pewnym stopniu powoduje jego niezależność od zaopatrzenia rynku w produkty żywnościowe⁶. Badanie przeprowadzone przez Podolec⁷ wskazało, że udział wydatków konsumpcyjnych w dochodzie rozporządzalnym⁸ w gospodarstwach rolników w 1997 r. wynosił 75% (w innych grupach społeczno-ekonomicznych powyżej 80%). Może to być rezultatem samozaoopatrzenia rolników bądź też ograniczania wydatków na cele konsumpcyjne w grupie rolniczych gospodarstw domowych; Poczta i Hadyński⁹ dokonali porównania rolniczych i pracowniczych gospodarstw domowych; na podstawie przeprowadzonych eksploracji wykazali, że rolnicze gospodarstwa domowe są w stanie zrealizować porównywalny standard bytowania przy poziomie dochodów sięgających 80% uzyskiwanych przez gospodarstwa pracownicze.

² Przeciętne miesięczne wydatki na 1 osobę w poszczególnych grupach społeczno-ekonomicznych w 2010 r.: pracowników 979,05 zł, rolników 757,25 zł, pracujących na własny rachunek 1206,91 zł, emerytów i rencistów 1041,46 zł. Budżety gospodarstw domowych w 2010 roku. GUS, Warszawa 2011, s. 103.

³ K. Gutkowska: Diagnoza funkcjonowania wiejskich gospodarstw domowych na przełomie wieków. Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2003, s. 152.

⁴ L. Goraj, S. Mańko: Rachunkowość i analiza ekonomiczna w indywidualnym gospodarstwie rolnym. Difin, Warszawa 2009, s. 185.

⁵ J. Petrykowska, L. Zalewski: Rolnictwo polskie na przestrzeni ostatnich czterdziestu lat. W: Kwestia agrarna w Polsce i na świecie. Prace Naukowe nr 36, SGGW, Wydział Ekonomiczno-Rolniczy, Katedra Polityki Agrarnej i Marketingu, Warszawa 2005, s. 208.

⁶ K. Żelazna: Zarządzanie zasobami wiejskich gospodarstw domowych. Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2000, s. 21.

⁷ B. Podolec: Analiza kształtowania się dochodów i wydatków ludności. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Kraków 2000, s. 39.

⁸ Dochód rozporządzalny obejmuje bieżące dochody pieniężne i niepieniężne (w tym spożycie naturalne) pomniejszone o zaliczki na podatek dochodowy od osób fizycznych płacone przez płatnika w imieniu podatnika, o podatki od dochodów z własności, podatki płacone przez osoby pracujące na własny rachunek oraz o składki na ubezpieczenia społeczne i zdrowotne. Budżety gospodarstw..., op. cit., s. 16.

⁹ W. Poczta, J. Hadyński.: Wpływ integracji z Unią Europejską na możliwości realizacji parytetowego poziomu dochodów w rolnictwie i powstawanie nadwyżek modernizacyjnych (analiza modelowa). W: Wiejskie gospodarstwa domowe w obliczu problemów transformacji, integracji i globalizacji. Red. M. Adamowicz. Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2004, s. 57.

Jest to wynikiem niższych kosztów utrzymania (niższych wydatków) związanych m.in. z samozaopatrzeniem w produkty żywnościowe, brakiem czynszów za mieszkania oraz niższymi cenami usług.

2. Źródła danych i metodyka badań

Badaniu zostały poddane rolnicze gospodarstwa domowe w Polsce prowadzące indywidualne gospodarstwo rolne, w ramach którego w latach 2002-2009 prowadziły rachunkowość rolną¹⁰. W pracy wykorzystano dane empiryczne pochodzące z Polskiego FADN (Farm Accountancy Data Network)¹¹. W analizie uwzględniono typ rolniczy, wielkość ekonomiczną oraz powierzchnię użytków rolnych badanych podmiotów. Typ rolniczy danego gospodarstwa rolnego jest określany na podstawie udziału poszczególnych działalności w tworzeniu ogólnej wartości standardowej nadwyżki bezpośredniej (SGM) gospodarstwa¹². W badaniu przyjęto przynależność gospodarstwa do jednego z następujących typów rolniczych:

- 1) uprawy polowe – to głównie zboża, rośliny oleiste, strączkowe i okopowe,
- 2) uprawy ogrodnicze – to przede wszystkim warzywa, truskawki, kwiaty i rośliny ozdobne,
- 3) uprawy trwałe – najważniejsze w tej grupie to sady owocowe i jagodowe,
- 4) krowy mleczne – bydło mleczne, które jest utrzymywane głównie dla produkcji mleka,
- 5) zwierzęta żywione w systemie wypasowym (bez krów mlecznych) – bydło opasowe, owce, kozy i inne żywione w systemie wypasowym,
- 6) zwierzęta ziarnożerne – trzoda chlewna, drób i inne zwierzęta żywione paszami treściwymi,
- 7) mieszane (uprawy polowe i zwierzęta hodowlane) – są tu zaliczane gospodarstwa rolne, które nie spełniają wymogów określonych dla typów specjalistycznych.

¹⁰ Dane za 2002 i 2003 r. nie obejmują gospodarstw typu uprawy ogrodnicze oraz gospodarstw bardzo dużych (≥ 100 ESU), ponieważ zbiory liczyły mniej niż 15 gospodarstw, w związku z tym dane nie zostały dopuszczone do publikacji.

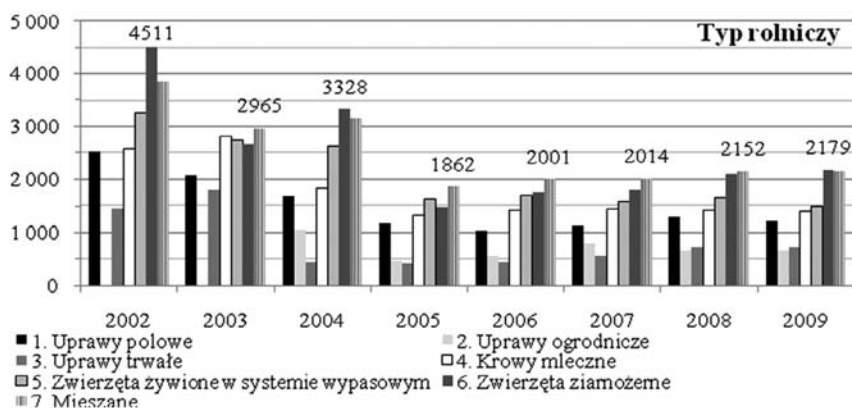
¹¹ FADN jest europejskim systemem zbierania danych rachunkowych z gospodarstw rolnych. W Polsce obsługę oraz nadzór nad tym systemem sprawuje Instytut Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej – Państwowy Instytut Badawczy. FADN gromadzi dane dotyczące gospodarstw towarowych, które mają zasadniczy udział w tworzeniu wartości dodanej rolnictwa (gospodarstwa rolne mieszczące się w grupie gospodarstw wytwarzających w danym regionie FADN lub kraju członkowskiego co najmniej 90% wartości standardowej nadwyżki bezpośredniej).

¹² Standardowa nadwyżka bezpośrednia (SGM) jest nadwyżką wartości produkcji danej działalności rolniczej nad wartością kosztów bezpośrednich w przeciętnych dla danego regionu warunkach produkcji. Do obliczeń są przyjmowane średnie z trzech lat odpowiedniego okresu, na podstawie uśrednionych danych rocznych z danego regionu, tak by wyeliminować wpływ zmian produkcji lub cen produktów i środków produkcji. Wyniki standardowe uzyskane przez indywidualne gospodarstwa rolne uczestniczące w Polskim FADN w 2009 roku. Część I. Wyniki standardowe. IERi GŻ-PIB, Warszawa 2011, s. 8-12.

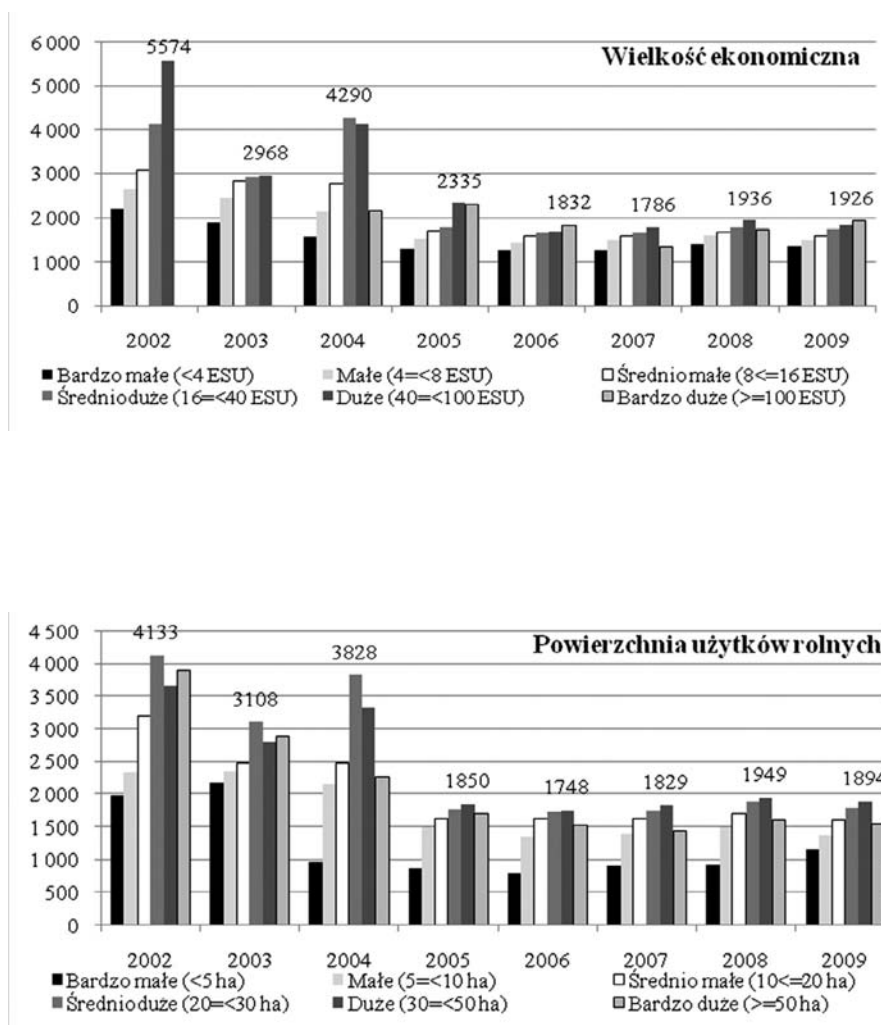
Drugim kryterium uwzględnionym w badaniu jest wielkość ekonomiczna. Parametrem, który służy do określania wielkości ekonomicznej gospodarstwa rolnego, jest Europejska Jednostka Wielkości (ESU). Jedno ESU odpowiada równowartości 1200 euro. Przyjmując to kryterium klasyfikacyjne, wyróżnia się gospodarstwa: bardzo małe (<4 ESU), małe ($4 \leq 8$ ESU), średniomałe ($8 \leq 16$ ESU), średni duże ($16 \leq 40$ ESU), duże ($40 \leq 100$ ESU), bardzo duże (≥ 100 ESU). Ostatnie kryterium przyjęte w analizie to wielkość powierzchni użytków rolnych. Zgodnie z nim wyróżnia się gospodarstwa: bardzo małe (<5 ha), małe ($5 \leq 10$ ha), średniomałe ($10 \leq 20$ ha), średni duże ($20 \leq 30$ ha), duże ($30 \leq 50$ ha), bardzo duże (≥ 50 ha). Badanie obejmuje lata 2002-2009. Wszystkie dane przedstawione w opracowaniu są wartościami przeciętnymi dla rozpatrywanych grup gospodarstw rolnych.

3. Wyniki i dyskusja

Samozaopatrzenie obejmuje wartość produktów roślinnych i zwierzęcych przekazanych do gospodarstwa domowego rolnika i stanowi część produkcji ogółem gospodarstwa rolnego¹³. Zmiany w wysokości wartości produktów gospodarstwa rolnego przekazanych do gospodarstwa domowego z uwzględnieniem specjalizacji, wielkości ekonomicznej oraz powierzchni gospodarstw rolnych zaprezentowano na rysunku 1.



¹³ Ibid., s. 20.



Rys. 1. Wartości produktów gospodarstwa rolnego przekazanych do gospodarstwa domowego w Polsce w latach 2002-2009 według wartości przeciętnych z uwzględnieniem typu rolniczego, wielkości ekonomicznej oraz wielkości powierzchni użytków rolnych gospodarstwa rolnego (w zł)

W 2005 r. odnotowano spadek wartości samozaopatrzenia we wszystkich grupach badanych podmiotów, z wyjątkiem gospodarstw, których wielkość ekonomiczna jest równa bądź przekracza 100 ESU. Może to być skutkiem wzrostu dochodów rolników po wstąpieniu Polski do Unii Europejskiej. W literaturze podkreśla się, że wraz ze wzrostem dochodów rolników będzie następował spadek znaczenia samozaopatrzenia w zaspokajaniu

potrzeb konsumpcyjnych tej grupy podmiotów¹⁴. Biorąc pod uwagę specjalizację badanych podmiotów, konsumpcja własnych produktów jest najwyższa w gospodarstwach utrzymujących się z produkcji mieszanej oraz tych, które zajmują się chowem zwierząt ziarnożernych. Z kolei najniższe samozaopatrzenie w produkty żywnościowe występuje w gospodarstwach specjalizujących się w uprawach trwałych oraz uprawach ogrodnich. Niezależnie od przyjętego kryterium klasyfikacyjnego, w 2008 r. odnotowano wzrost samozaopatrzenia w badanych gospodarstwach, z wyjątkiem tych podmiotów, które specjalizują się w uprawach ogrodnich (spadek o 0,4%) oraz wyspecjalizowanych w hodowli krów mlecznych (spadek o 17%). Przyczyn tego zjawiska można upatrywać w tym, że w trakcie kryzysu gospodarczego w większości typów gospodarstw rolnych miał miejsce spadek dochodu z prowadzonej działalności¹⁵, co mogło mieć wpływ na ograniczenie wydatków dotyczących artykułów rynkowych i zaspokajanie potrzeb konsumpcyjnych produktami z własnego gospodarstwa.

Udział samozaopatrzenia w dochodzie z rodzinnego gospodarstwa rolnego¹⁶, z uwzględnieniem specjalizacji, wielkości ekonomicznej oraz powierzchni gospodarstw rolnych, przedstawiono w tabeli 1.

Tabela 1

Udział przekazanych do gospodarstwa domowego w dochodzie z rodzinnego gospodarstwa rolnego w Polsce w latach 2002-2009 według wartości przeciętnych z uwzględnieniem typu rolniczego, wielkości ekonomicznej oraz wielkości powierzchni użytków rolnych gospodarstwa rolnego (w %)

		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Typ rolniczy	Uprawy polowe	8,17	4,03	5,14	5,84	1,60	1,22	1,97	1,90
	Uprawy ogrodnicze	b.d.	b.d.	2,22	1,13	0,50	0,788	0,789	0,56
	Uprawy trwałe	22,68	2,47	1,60	1,61	0,76	0,73	2,00	2,34
	Krowy mleczne	8,11	5,31	7,10	4,78	2,55	2,22	2,47	3,18
	Zwierzęta żywione w systemie wypasowym	7,21	4,66	7,93	5,56	2,27	1,83	2,27	2,77
	Zwierzęta ziarnożerne	9,28	6,16	5,04	3,12	2,49	2,51	2,43	2,01
	Mieszane	15,40	10,03	15,57	11,77	4,69	4,23	5,25	5,34

¹⁴ B. Chmielewska: Samozaopatrzenie w rolnictwie. Studia i Monografie Instytutu Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej t. 110, IERiGŻ, Warszawa 2003; E. Szymańska: Poziom i struktura spożycia żywności w gospodarstwach rolniczych różniących się pod względem obszaru i typu rolniczego. W: Wiejskie gospodarstwa domowe..., op. cit., s. 647.

¹⁵ A. Strzelecka: Dywersyfikacja źródeł dochodów gospodarstw domowych rolników w Polsce w latach 2003-2008 z uwzględnieniem specjalizacji gospodarstwa rolnego. W: Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Rynek finansowy. Red. K. Jajuga. Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 174, Wrocław 2011, s. 596.

¹⁶ Dochód z rodzinnego gospodarstwa rolnego stanowi nadwyżkę ekonomiczną, która pozostaje na opłacenie będących własnością rolnika czynników wytwórczych (ziemi, pracy oraz kapitału), które są zaangażowane w działalność operacyjną gospodarstwa rolnego. Szerzej na ten temat: L. Goraj, S. Mańko: Op. cit., s. 75-76.

cd. tabeli 1

Wielkość ekonomiczna	Bardzo małe (<4 ESU)	57,53	32,96	27,87	20,22	12,31	8,23	13,28	14,22
	Małe (4=<8 ESU)	29,89	19,57	16,26	12,13	6,93	6,37	8,11	8,51
	Średniomałe (8=<16 ESU)	15,45	10,60	9,30	6,06	4,08	3,75	4,56	4,92
	Średnioduże (16=<40 ESU)	9,10	4,68	6,30	2,92	2,19	2,03	2,37	2,60
	Duże (40=<100 ESU)	4,92	2,01	2,65	1,66	1,10	0,99	1,26	1,16
	Bardzo duże (>=100 ESU)	b.d.	b.d.	0,54	0,50	0,46	0,27	0,51	0,45
Powierzchnia użytków rolnych	Bardzo małe (<5 ha)	5,71	17,08	3,99	3,46	1,17	1,21	1,45	1,31
	Małe (5=<10 ha)	44,55	24,56	19,16	14,72	5,96	5,59	6,71	5,45
	Średniomałe (10=<20 ha)	19,13	12,44	12,40	9,66	4,94	4,79	5,99	6,39
	Średnioduże (20=<30 ha)	16,59	9,21	10,58	5,99	3,27	3,13	3,76	4,07
	Duże (30=<50 ha)	8,63	4,87	5,80	3,83	2,24	2,22	2,69	2,95
	Bardzo duże (>=50 ha)	4,84	2,56	1,67	1,60	1,08	0,73	1,14	1,12

Szczególnie wysoki udział samozaopatrzenia w omawianym dochodzie występuje w gospodarstwach rolnych niewyspecjalizowanych, w gospodarstwach o wielkości ekonomicznej nieprzekraczającej 4 ESU oraz w gospodarstwach o małej powierzchni (do 10 ha). Wyjaśnienia tej sytuacji można upatrywać w tym, że małe i niewyspecjalizowane gospodarstwa w pierwszej kolejności zaspokajają potrzeby własnego gospodarstwa domowego, zaś pozostałą część produkcji kierują na sprzedaż¹⁷. Ponadto powierzchnia użytków rolnych jest czynnikiem determinującym wysokość osiąganego dochodu z prowadzonej działalności¹⁸, a im wyższy dochód, tym mniejsze znaczenie samozaopatrzenia w sferze konsumpcji gospodarstw domowych¹⁹. W 2008 r., niezależnie od przyjętego kryterium klasyfikacyjnego, nastąpił wzrost udziału spożycia naturalnego w dochodzie z rodzinnego gospodarstwa rolnego badanych podmiotów (z wyjątkiem gospodarstw specjalizujących się w hodowli zwierząt ziarnożernych). Na to zjawisko miały wpływ zarówno spadek dochodu z rodzinnego gospodarstwa rolnego, będący skutkiem kryzysu finansowego, jak i wzrost wartości spożycia naturalnego (rysunek 1).

¹⁷ W. Poczta, E. Michota-Katulska: Zmiany poziomu konsumpcji w gospodarstwach domowych rolników w warunkach gospodarki rynkowej. Wydawnictwo Akademii Rolniczej im. Augustyna Cieszkowskiego, Poznań 2007, s. 11.

¹⁸ A.P. Barten, H. Theil, C.T. Leenders: Farmers' Budgets in a Depression Period. „Econometrica” 1962, No. 30(3), s. 549; J. Sadeghi, M. Toodehroosta, A. Amini: Determinants of Poverty in Rural Areas: Case of Savejbolagh Farmers in Iran. Working Paper No. 0112, The ERF Working Paper Series, Kair 2001; M.S. Safa: Socio-economic Factors Affecting the Income of Small-scale Agroforestry Farms in Hill Country Areas in Yemen: A Comparison of OLS and WLS Determinants. „Small-scale Forest Economics” 2005, No. 4(1); D. Zawadzka, R. Ardan, A. Strzelecka: Determinanty dochodów gospodarstw rolnych w Polsce. Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie. „Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej”, nr 88, Warszawa 2011, s. 71-81.

¹⁹ Por. W. Poczta, E. Michota-Katulska: Op. cit., s. 11.

Podsumowanie

Przeprowadzone badanie umożliwiło sformułowanie następujących wniosków:

1. W 2005 r. odnotowano spadek wartości samozaopatrzenia we wszystkich grupach badanych podmiotów (z wyjątkiem gospodarstw, których wielkość ekonomiczna jest równa bądź przekracza 100 ESU). Może to być skutkiem wzrostu dochodów rolników po wstąpieniu Polski do Unii Europejskiej.
2. W 2008 r. nastąpił wzrost samozaopatrzenia w badanych gospodarstwach (z wyjątkiem podmiotów specjalizujących się w uprawach ogrodnich oraz hodowli krów mlecznych).
3. Wysoki udział samozaopatrzenia w dochodzie występuje w gospodarstwach rolnych niewyspecjalizowanych, gospodarstwach o wielkości ekonomicznej nieprzekraczającej 4 ESU oraz gospodarstwach o małej powierzchni (do 10 ha).
4. W 2008 r. miał miejsce wzrost udziału spożycia naturalnego w dochodzie z rodzinnego gospodarstwa rolnego badanych podmiotów (z wyjątkiem gospodarstw typu zwierzęta ziarnożerne).

Na podstawie uzyskanych wyników tezę postawioną we wstępie niniejszego go artykułu można uznać za pozytywnie zweryfikowaną.

Bibliografia

- Barten A.P., Theil H., Leenders C.T.: Farmers Budgets in a Depression Period. „Econometrica” 1962, No. 30(3).
- Budżety gospodarstw domowych w 2010 roku. GUS, Warszawa 2011.
- Chmielewska B.: Samozaopatrzenie w rolnictwie. Studia i Monografie Instytutu Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej, t. 110, IERiGŻ, Warszawa 2003.
- Goraj L., Mańko S.: Rachunkowość i analiza ekonomiczna w indywidualnym gospodarstwie rolnym. Difin, Warszawa 2009.
- Gutkowska K.: Diagnoza funkcjonowania wiejskich gospodarstw domowych na przełomie wieków. Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2003.
- Petrykowska J., Zalewski L.: Rolnictwo polskie na przestrzeni ostatnich czterdziestu lat. W: Kwestia agrarna w Polsce i na świecie. Prace Naukowe nr 36, SGGW, Wydział Ekonomiczno-Rolniczy, Katedra Polityki Agrarnej i Marketingu, Warszawa 2005.
- Poczta W., Hadyński J.: Wpływ integracji z Unią Europejską na możliwości realizacji parytetowego poziomu dochodów w rolnictwie i powstawanie nadwyżek modernizacyjnych (analiza modelowa). W: Wiejskie gospodar-

- stwa domowe w obliczu problemów transformacji, integracji i globalizacji. Red. M. Adamowicz. Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2004.
- Poczta W., Michota-Katulska E.: Zmiany poziomu konsumpcji w gospodarstwach domowych rolników w warunkach gospodarki rynkowej. Wydawnictwo Akademii Rolniczej im. Augustyna Cieszkowskiego, Poznań 2007.
- Podolec B.: Analiza kształtowania się dochodów i wydatków ludności. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Kraków 2000.
- Sadeghi J., Toodehroosta M., Amini A.: Determinants of Poverty in Rural Areas: Case of Savejbolagh Farmers in Iran. Working Paper nr 0112, The ERF Working Paper Series, Kair 2001.
- Safa M.S.: Socio-economic Factors Affecting the Income of Small-scale Agro-Forestry Farms in Hill Country Areas in Yemen: A Comparison of OLS and WLS Determinants. „Small-scale Forest Economics” 2005, No. 4(1).
- Strzelecka A.: Analiza dochodów i wydatków gospodarstw domowych osób pracujących na własny rachunek w Polsce w latach 2002-2007. Zeszyty Naukowe Instytutu Ekonomii i Zarządzania nr 13, Politechnika Koszalińska, Koszalin 2009.
- Strzelecka A.: Dywersyfikacja źródeł dochodów gospodarstw domowych rolników w Polsce w latach 2003-2008 z uwzględnieniem specjalizacji gospodarstwa rolnego. W: Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Rynek finansowy. Red. K. Jajuga. Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 174, Wrocław 2011.
- Szymańska E.: Poziom i struktura spożycia żywności w gospodarstwach rolniczych różniących się pod względem obszaru i typu rolniczego. W: Wiejskie gospodarstwa domowe w obliczu problemów transformacji, integracji i globalizacji. Red. M. Adamowicz. Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2004.
- Wyniki standardowe uzyskane przez indywidualne gospodarstwa rolne prowadzące rachunkowość w 2004 (2005) roku. IERi GŻ-PIB, Warszawa 2005 (2006).
- Wyniki standardowe uzyskane przez indywidualne gospodarstwa rolne uczestniczące w Polskim FADN w 2006 (2007, 2008, 2009) roku. Część I. Wyniki standardowe. IERi GŻ-PIB, Warszawa 2008 (2009, 2010, 2011).
- Wyniki uzyskane przez indywidualne gospodarstwa rolne prowadzące rachunkowość w 2002 (2003) roku. IERi GŻ-PIB, Warszawa 2004.
- Zawadzka D., Ardan R., Strzelecka A.: Determinanty dochodów gospodarstw rolnych w Polsce. Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie. „Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej”, nr 88, Warszawa 2011.
- Żelazna K.: Zarządzanie zasobami wiejskich gospodarstw domowych. Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2000.

OWN-CONSUMPTION OF FARM HOUSEHOLDS**Summary**

The main aim of the article is to examine the changes in value of agricultural (crop and animal) products consumed by the farm households in Poland from 2002 to 2009. In the survey average farmhouse consumption and also average annual farm net income were taken into consideration. To achieve the target the literature search was carried out as well as basic statistical tools were used to present and evaluate the collected data. The key sources of information were statistical data of Polish FADN.

Ewa Szafraniec-Siluta

Politechnika Koszalińska

STOPA INWESTYCJI GOSPODARSTW ROLNYCH W POLSCE W LATACH 2004-2009*

Wprowadzenie

Wyrzeczenie się bieżącej konsumpcji na rzecz przyszłych i niepewnych korzyści¹ może przesądzić o sile ekonomicznej każdego podmiotu. Inwestycje z perspektywy przedsiębiorstwa prowadzą do rozwoju, wzrostu pozycji konkurencyjnej, a także są koniecznym warunkiem reprodukcji zasobów w gospodarce.

D. Kusz wśród determinant strategii inwestycyjnej wymienia zdolność akumulacyjną. Czynniki ten nabiera szczególnego znaczenia w przypadku gospodarstw rolnych. Poziom uzyskiwanych dochodów rolniczych decyduje nie tylko o samofinansowaniu działalności także inwestycyjnej, ale o zdolności kredytowej gospodarstw rolnych². Decyzje są często ograniczone dostępem do źródeł finansowania³. Z przeprowadzonych badań wynika, iż podstawowym źródłem finansowania dla wielu gospodarstw rolnych jest kapitał własny⁴. Jest to spowodowane z jednej strony ograniczeniami w dostępie do zewnętrznych źródeł finansowania, z drugiej zaś awersją rolników do zadłużania się. Z badań W. Józwiaka i A. Kagana wynika, iż stopa inwestycji gospodarstw rolnych

* Projekt został sfinansowany ze środków Narodowego Centrum Nauki.

¹ Inwestycja jest określana jako wyrzeczenie się bieżącej konsumpcji na rzecz przyszłych i niepewnych korzyści. K. Jajuga: Elementy nauki o finansach. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007, s. 13.

² D. Kusz: Procesy inwestycyjne w praktyce gospodarstw rolniczych korzystających z funduszy strukturalnych Unii Europejskiej. Oficyna Wydawnicza Politechniki Rzeszowskiej, Rzeszów 2009, s. 46-51.

³ R. Reinikka, J. Svensson: Confronting Competition: Investment, Profit, and Risk. W: HT Uganda's Recovery: The Role of Farms, Firms, and Government THt. Red. R. Reinikka, P. Collier. The World Bank, Washington DC 2001.

⁴ Między innymi J. Ma, G. Tian: Risks, Financing Constraints, and High Savings Ratio in the Rural Economy of China: A Model Incorporating Precautionary Savings and Liquidity Constraints. „Frontiers of Economics in China” 2006, Vol. 1, January, s. 114; A. Marcysiak, A. Marcysiak: Źródła finansowania działalności bieżącej i inwestycyjnej gospodarstw rolnych. W: Problemy rolnictwa światowego. Zeszyty Naukowe SGGW t. 9 (XXIX), Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2009; E. Szymańska: Struktura kapitału w gospodarstwach trzodowych o różnej wielkości ekonomicznej. W: Zeszyty Naukowe SGGW w Warszawie, „Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej” nr 76, Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2008, s. 45-47; E. Szafraniec-Siluta: Struktura finansowania inwestycji gospodarstw rolnych Pomorza i Mazur. W: Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka. Red. B. Bernaś, A. Kopiński. Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 158, Wrocław 2011, s. 873-883.

jest dodatnio skorelowana ze wskaźnikami rentowności kapitału własnego⁵. J. Mikołajczyk dowodzi, iż zdolność inwestycyjna gospodarstw wzrasta wraz z ich wielkością ekonomiczną. Gospodarstwa najsłabsze charakteryzują się dekapitalizacją majątku produkcyjnego, co może się przyczynić do ich upadku⁶. Natomiast B. Gołębiewska wykazała, iż najwyższe nakłady inwestycyjne ponoszą gospodarstwa, które są najsilniej powiązane z otoczeniem⁷.

Celem badań jest odpowiedź na pytania: W jaki sposób specjalizacja produkcji rolnej oraz wielkość ekonomiczna wpływają na działalność inwestycyjną gospodarstw rolnych? Jaką część dochodu z rodzinnego gospodarstwa rolnego producenci rolni przeznaczają na inwestycje? Czy zjawisko dekapitalizacji majątku gospodarstw rolnych jest zależne od typu rolnego oraz osiągniętych nadwyżek ekonomicznych?

Metodyka badań

Badania przeprowadzono na podstawie raportów publikowanych w ramach Polskiego FADN (Farm Accountancy Data Network – System zbierania i wykorzystywania danych rachunkowych gospodarstw rolnych)⁸. Analizą objęto gospodarstwa rolne towarowe o wielkości ekonomicznej równej lub większej 2 ESU.⁹

W artykule dokonano analizy poziomu inwestycji gospodarstw rolnych z uwzględnieniem ich typu rolniczego oraz wielkości ekonomicznej. Zgodnie z Decyzją Komisji z 7 czerwca 1985 r. ustanawiającą wspólnotową typologię gospodarstw¹⁰, typ jest określany na podstawie wielkości udziału standardowej nadwyżki bezpośredniej poszczególnych działalności rolniczych prowadzonych w gospodarstwie w całkowitej standardowej nadwyżce bezpo-

⁵ W. Jóźwiak, A. Kagan: Gospodarstwa towarowe a gospodarstwa wielkotowarowe. *Roczniki Nauk Rolniczych*, Seria G, t. 95, z. 1, 2008, s. 28.

⁶ J. Mikołajczyk: Nakłady inwestycyjne w gospodarstwach indywidualnych według wielkości ekonomicznej w świetle Polskiego FADN. *Roczniki Nauk Rolniczych*, Seria G, t. 96, z. 3, 2009, s. 188.

⁷ B. Gołębiewska: Inwestycje i źródła ich finansowania w gospodarstwach o zróżnicowanych powiązaniach z otoczeniem. *Roczniki Naukowe SERiA*, t. XII, z. 1, Warszawa-Poznań-Wrocław 2011, s. 90.

⁸ Podstawą prawną polskiego FADN jest Ustawa o zbieraniu i wykorzystywaniu danych rachunkowych z gospodarstw rolnych z 29 listopada 2000 r. z późn. zm. (Dz.U 2011, nr 3 poz. 20), a gromadzenie i przedstawianie danych zlecono Instytutowi Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej.

⁹ Wartość ta jest określana na podstawie sumy wartości standardowych nadwyżek bezpośrednich (SGM) wszystkich działalności występujących w danym podmiocie. Standardowa nadwyżka bezpośrednia jest nadwyżką wartości produkcji danej działalności rolniczej nad wartością kosztów bezpośrednich w przeciętnych dla danego regionu warunkach produkcji. Parametrem służącym do określania wielkości ekonomicznej gospodarstwa rolnego jest Europejska Jednostka Wielkości (ESU). Jedno ESU odpowiada równowartości 1200 euro. L. Goraj, S. Mańko, D. Osuch, R. Płonka: Wyniki standardowe uzyskane przez gospodarstwa rolne uczestniczące w Polskim FADN w 2009 roku. Cz. I: Wyniki standardowe. Instytut Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej – Państwowy Instytut Badawczy, Warszawa 2010, s. 9.

¹⁰ Decyzja Komisji z dnia 7 czerwca 1985 r. ustanawiająca wspólnotową typologię gospodarstw rolnych (85/377/EWG). Miejsce publikacji: OJ L 220 17.08.1985 p. 1.

średniej gospodarstwa rolnego. Wyróżnia się następujące typy gospodarstw rolnych: uprawy polowe (uprawa zbóż, roślin oleistych i strączkowych), uprawy ogrodnicze (produkcja owoców i warzyw, orzechów i grzybów), uprawy trwałe (uprawa m.in. drzew i krzewów oraz gajów oliwnych), krowy mleczne (hodowla bydła mlecznego), zwierzęta żywione w systemie wypasowym (hodowla m.in. bydła opasowego, bydła ogółem oraz kóz), zwierzęta ziarnożerne (hodowla zwierząt żywionych paszami treściwymi), mieszane. Ze względu na wielkość ekonomiczną, która zdaniem W. Józwiaka lepiej różnicuje sytuację gospodarstw rolnych niż powierzchnia użytków rolnych¹¹, dokonuje się następującej klasyfikacji gospodarstw: bardzo małe (<4 ESU), małe (4=<8 ESU), średniomałe (8=<16 ESU), średni duże (16=<40 ESU), duże (40=<100 ESU), bardzo duże (>=100 ESU).

W badaniu przedstawiono poziom inwestycji brutto gospodarstw, które wyrażają wartość zakupionych i wytworzonych środków trwałych, pomniejszoną o wartość sprzedanych oraz przekazanych nieodpłatnie środków trwałych w roku obrachunkowym oraz zwiększoną o różnicę wartości stada podstawowego.¹² W artykule zmierzono poziom stopy inwestycji gospodarstw rolnych, którą za B. Gołębiewską oraz W. Józwiakiem i A. Kaganem przedstawiono w dwóch ujęciach¹³. Pierwsza stopa inwestycji wyraża relację inwestycji brutto do dochodu z rodzinnego gospodarstwa rolnego¹⁴, druga natomiast do kwoty amortyzacji¹⁵. Badanie obejmuje lata 2004-2009. Wszystkie dane przedstawione w opracowaniu są wartościami przeciętnymi dla rozpatrywanych grup gospodarstw rolnych.

Wyniki badań

Prowadzenie gospodarstwa rolnego w Polsce wiąże się z posiadaniem określonych zasobów majątkowych. Podstawowym czynnikiem produkcji w rolnictwie jest ziemia, która kształtuje cykl wydatków, dochodów rolniczych oraz produkcji żywności. Czynnikiem powodującym wiele inwestycji gospodarstw rolnych jest fakt, iż ziemia w rolnictwie charakteryzuje się niemobilnością. Oznacza to konieczność posiadania odpowiedniego zaplecza ma-

¹¹ W. Józwiak: Możliwości inwestycyjne polskich gospodarstw rolnych na obszarze OSN. Woda – Środowisko – Obszary Wiejskie. Instytut Melioracji i Użytków Zielonych w Falentach, 2008, t. 8, z. 2b(24), s. 52.

¹² L. Goraj, S. Mańko, D. Osuch, R. Płonka: Op. cit., s. 27.

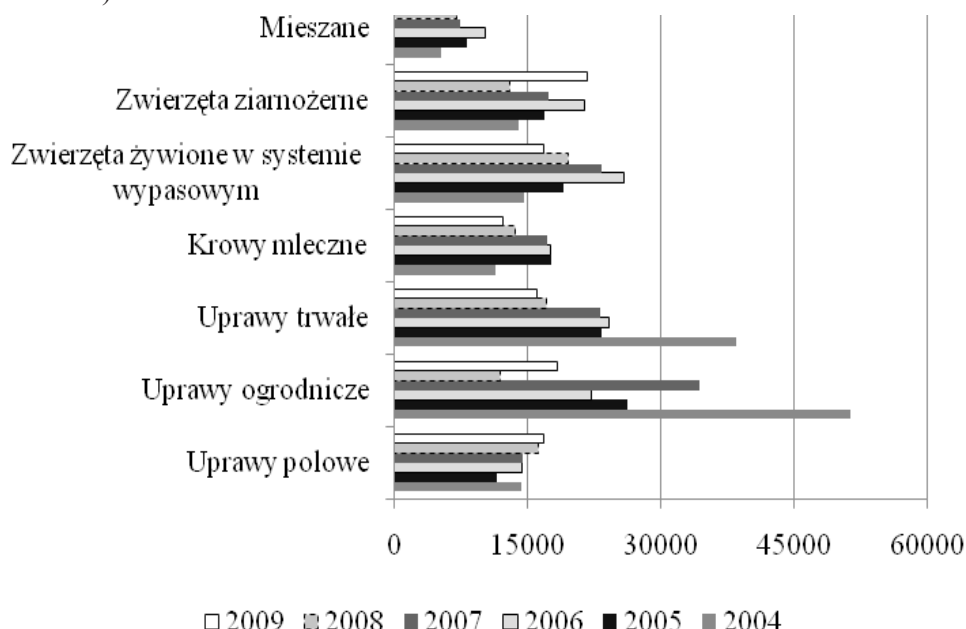
¹³ B. Gołębiewska: Op. cit., s. 90; W. Józwiak, A. Kagan: Op. cit., s. 28.

¹⁴ Dochód z rodzinnego gospodarstwa rolnego to opłata za zaangażowanie własnych czynników wytwórczych do działalności operacyjnej gospodarstwa rolnego oraz opłata za ryzyko podejmowane przez prowadzącego gospodarstwo rolne w roku obrachunkowym. L. Goraj, S. Mańko, D. Osuch, R. Płonka: Op. cit., s. 26.

¹⁵ Amortyzacja dotyczy: plantacji wieloletnich, budynków i wyposażenia trwałego, urządzeń melioracyjnych, maszyn i narzędzi. Nie oblicza się amortyzacji w przypadku ziemi, lasów, kwot i limitów produkcyjnych oraz aktywów obrotowych. L. Goraj, S. Mańko, D. Osuch, R. Płonka: Op. cit., s. 26.

terialnego służącego prowadzeniu działalności rolniczej. Produkcja roślinna wymaga dysponowania dużym arealem ziemi, a także środkami transportu, maszynami i urządzeniami rolniczymi wykorzystywanymi często na dużych przestrzeniach. Produkcja zwierzęca wymusza zaś posiadanie odpowiedniego zaplecza gospodarczego.

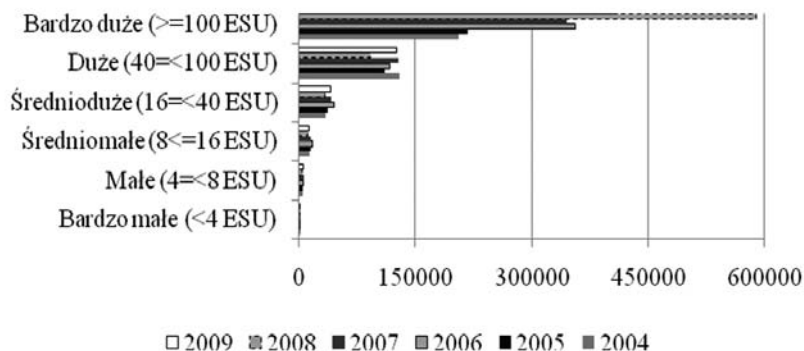
Średnia wartość inwestycji brutto gospodarstw rolnych jest zróżnicowana zarówno pod względem typu rolniczego, jak i wielkości ekonomicznej (rysunek 1 oraz 2).



Rys. 1. Wartość inwestycji brutto gospodarstw rolnych w Polsce według typów rolniczych (zł)

Źródło: Polski FADN.

Inwestycje o najwyższym średnim poziomie w badanych latach przeprowadziły gospodarstwa specjalizujące się w uprawach ogrodniczych (27 426 zł), uprawach trwałych (23 800 zł), najniższe zaś gospodarstwa o mieszanym profilu działalności (7655 zł). W przypadku klasyfikacji gospodarstw ze względu na ich wielkość ekonomiczną zauważalna jest oczywista zależność, iż wzrostowi wielkości ekonomicznej towarzyszy wzrost wartości nakładów inwestycyjnych. Średnia wartość inwestycji brutto gospodarstw bardzo dużych jest 175 razy wyższa niż nakłady gospodarstw bardzo małych. Jednakże relacja inwestycji brutto w stosunku do osiąganego dochodu z rodzinnego gospodarstwa rolnego ukazuje, iż wzrost wielkości ekonomicznej nie zawsze oznacza wzrost skłonności do inwestowania.



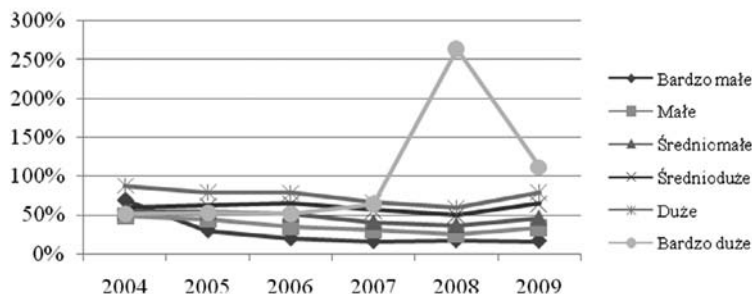
Rys. 2. Wartość inwestycji brutto gospodarstw rolnych w Polsce według wielkości ekonomicznej (zł)

Źródło: Polski FADN.

Na rysunku 3 przedstawiono udział nakładów inwestycyjnych w osiągniętych nadwyżkach ekonomicznych. Średnia stopa inwestycji bardzo dużych gospodarstw rolnych jest w badanym okresie przeciętnie 6 razy wyższa od nakładów gospodarstw o najmniejszej sile ekonomicznej. Gospodarstwa średni duże oraz duże posiadały do 2006 r. wyższą stopę inwestycji niż gospodarstwa bardzo duże. Może to wynikać z faktu, iż gospodarstwa o najwyższej sile ekonomicznej, a zatem osiągające najwyższe nadwyżki ekonomiczne, posiadają niezbędne czynniki produkcji, nie musiały zatem przeznaczać na inwestycje znacznej części osiąganego dochodu.

W 2008 r. jest zauważalny duży wzrost wartości stopy inwestycji gospodarstw bardzo dużych. Wynika to z faktu, iż w tym roku wzrostowi wartości inwestycji brutto w stosunku do roku poprzedniego o 70% towarzyszył spadek wartości dochodu o blisko 60%. Wszystkie typy gospodarstw rolnych w danym roku zanotowały spadek dochodu z rodzinnego gospodarstwa rolnego, jednakże nie tak wysoki, jak podmioty o największej sile ekonomicznej. Prawdopodobnie jest to związane z wysoką specjalizacją produkcji tych gospodarstw, która skutkuje wyższym ryzykiem poniesienia straty wynikającej ze spadku np. cen skupu, zwłaszcza w warunkach kryzysu gospodarczego. Wzrost wartości inwestycji brutto w 2008 r. prawdopodobnie był związany z realizacją inwestycji rozpoczętych w poprzednich okresach.

Relacja wydatków inwestycyjnych oraz osiąganego dochodu jest także zróżnicowana ze względu na typ gospodarstwa rolnego. Jej wartości przedstawiono na rysunku 4. Najwyższą średnią wartość stopy inwestycji posiadają gospodarstwa o typie uprawy trwałe, co powinno się przyczynić do wzrostu osiąganego dochodu w najbliższych okresach¹⁶.



Rys. 3. Stopa inwestycji (inwestycje brutto/dochód z rodzinnego gospodarstwa rolnego) gospodarstw rolnych w Polsce według wielkości ekonomicznej

Źródło: Polski FADN.

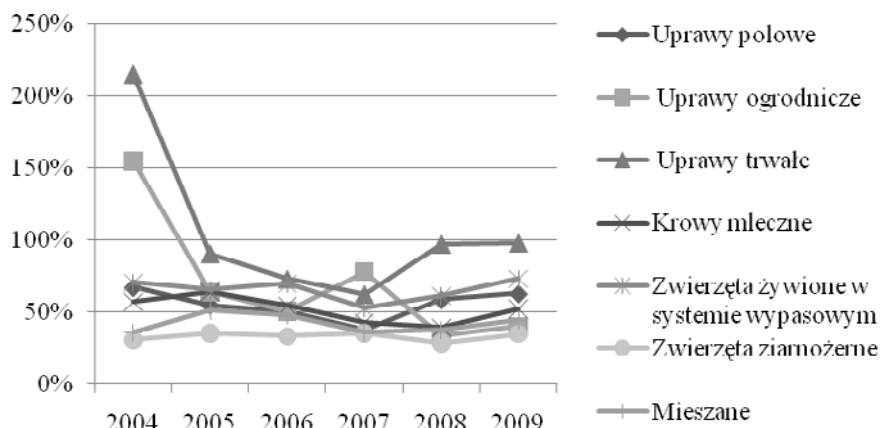
Gospodarstwa specjalizujące się w hodowli zwierząt ziarnożernych w całym badanym okresie charakteryzowały się najniższą stopą inwestycji. Może to wynikać z faktu, iż podobnie jak w przypadku gospodarstw o najwyższej wielkości ekonomicznej, podmioty te osiągnęły już poziom rozwoju pozwalający im na osiąganie wyższego dochodu z rodzinnego gospodarstwa rolnego niż w przypadku pozostałych typów produkcji.

Na podstawie analizy stanu aktywów trwałych gospodarstw rolnych oraz ich zużycia W. Poczta stwierdza, iż następuje dekapitalizacja majątku trwałego gospodarstw rolnych w Polsce¹⁷. Z badań przeprowadzonych na próbie gospodarstw rolnych prowadzących rachunkowość rolną w ramach Polskiego FADN wynika jednak, iż zjawisko to jest zróżnicowane jeśli chodzi o typ rolniczy gospodarstwa oraz jego wielkość ekonomiczną.

¹⁶ Z badań O. Stefko wynika, iż gospodarstwa typu uprawy ogrodnicze oraz zwierzęta ziarnożerne są najbardziej dynamicznie rozwijającą się grupą producentów rolnych. O. Stefko: Aktywność inwestycyjna i umiejętność pozyskiwania kapitału obcego jako warunki rozwoju i podnoszenia konkurencyjności gospodarstw indywidualnych w Polsce. „Journal of Agribusiness and Rural Development” 2008, No. 2(8), s. 135-143.

¹⁷ W. Poczta: Przemiany w rolnictwie. W: Polska wieś 2010. Raport o stanie wsi. Red. J. Wilkin, I. Nurzyńska. Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa 2010, s. 11.

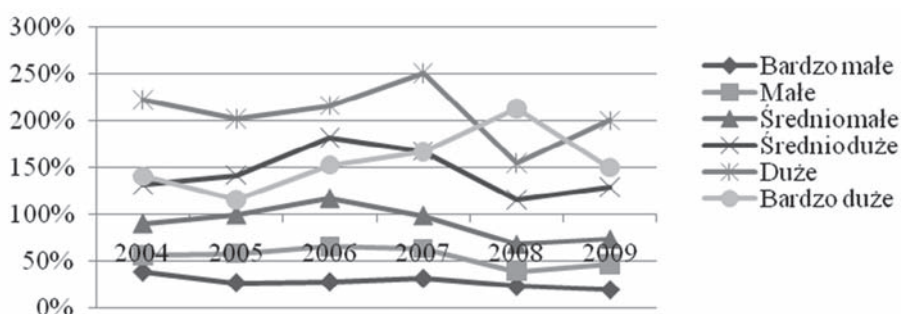
Na rysunkach 5 i 6 przedstawiono relację między poniesionymi nakładami inwestycyjnymi i wartością amortyzacji majątku gospodarstw rolnych z uwzględnieniem podziału na typ rolniczy oraz wielkość ekonomiczną gospodarstwa rolnego.



Rys. 4. Stopa inwestycji (inwestycje brutto/dochód z rodzinnego gospodarstwa rolnego) gospodarstw rolnych w Polsce według typów rolniczych

Źródło: Polski FADN.

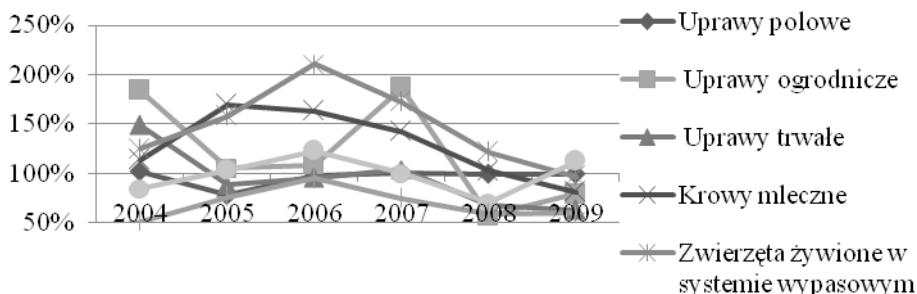
Zdecydowany wpływ na poziom dekapitalizacji majątku produkcyjnego gospodarstw rolnych wywiera wielkość ekonomiczna. Podmioty średniouduże, duże oraz bardzo duże, a zatem te, które osiągnęły wartość ESU przekraczającą 16, zwiększały wartość majątku produkcyjnego w latach 2004-2009.



Rys. 5. Stopa inwestycji (inwestycje brutto/amortyzacja) gospodarstw rolnych w Polsce według wielkości ekonomicznej

Źródło: Polski FADN.

W gospodarstwach specjalizujących się w hodowli krów mlecznych oraz zwierząt ziarnożernych w latach 2004-2008 przeprowadzone inwestycje przewyższały wartość amortyzacji ich majątku. Gospodarstwa mieszane w całym badanym okresie osiągnęły ujemny poziom inwestycji netto, co świadczy o zmniejszaniu wartości majątku produkcyjnego.



Rys. 6. Stopa inwestycji (inwestycje brutto/amortyzacja) gospodarstw rolnych w Polsce według wielkości ekonomicznej

Źródło: Polski FADN.

Choć, jak stwierdza A. Grzelak, specjalizacja produkcji nie musi oznaczać poprawy sytuacji ekonomicznej gospodarstw, to jednak powoduje silniejsze zaangażowanie w procesy rynkowe oraz pozwala na wzrost skali produkcji i wydajności produkcyjnej¹⁸. Decyzja o specjalizacji produkcji rolniczej oznacza zatem najczęściej konieczność podjęcia działań inwestycyjnych.

Wnioski końcowe

Przeprowadzone badania pozwoliły na sformułowanie następujących wniosków końcowych:

- inwestycje brutto o najwyższym średnim poziomie w badanych latach przeprowadziły gospodarstwa specjalizujące się w uprawach ogrodniczych, najniższe zaś gospodarstwa o mieszanym profilu działalności,
- wzrostowi wielkości ekonomicznej towarzyszy wzrost wartości nakładów inwestycyjnych,
- najwyższą średnią wartość stopy inwestycji posiadają gospodarstwa o typie uprawy trwałe; gospodarstwa średniouduże oraz duże posiadały do 2006 r. wyższą stopę inwestycji niż gospodarstwa bardzo duże,
- dekaptalizacja majątku gospodarstw rolnych jest zależna od typu rolniczego gospodarstwa rolnego, a także od jego wielkości ekonomicznej.

¹⁸ A. Grzelak: Związki gospodarstw rolnych z rynkiem w Polsce po roku 1990. Próba określenia intensywności i efektywności. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań 2008, s. 265.

Bibliografia

- Decyzja Komisji z dnia 7 czerwca 1985 r. ustanawiająca wspólnotową typologię gospodarstw rolnych (85/377/EWG). Miejsce publikacji: OJ L 220 17.08.1985 p. 1.
- Gołębiewska B.: Inwestycje i źródła ich finansowania w gospodarstwach o zróżnicowanych powiązaniach z otoczeniem. Roczniki Naukowe SERiA, t. XII, z. 1, Warszawa-Poznań-Wrocław 2011.
- Grzelak A.: Związki gospodarstw rolnych z rynkiem w Polsce po roku 1990. Próba określenia intensywności i efektywności. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań 2008.
- Jajuga K.: Elementy nauki o finansach. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007.
- Jóźwiak W., Kagan A.: Gospodarstwa towarowe a gospodarstwa wielkotowarowe. Roczniki Nauk Rolniczych, Seria G, t. 95, z. 1, 2008.
- Jóźwiak W.: Możliwości inwestycyjne polskich gospodarstw rolnych na obszarze OSN. Woda – Środowisko – Obszary Wiejskie. Instytut Melioracji i Użytków Zielonych w Falentach, 2008, t. 8, z. 2b(24).
- Kusz D.: Procesy inwestycyjne w praktyce gospodarstw rolniczych korzystających z funduszy strukturalnych Unii Europejskiej. Oficyna Wydawnicza Politechniki Rzeszowskiej, Rzeszów 2009.
- Ma J., Tian G.: Risks, Financing Constraints, and High Savings Ratio in the Rural Economy of China: A Model Incorporating Precautionary Savings and Liquidity Constraints. „Frontiers of Economics in China” 2006, Vol. 1, January.
- Marcysiak A., Marcysiak A.: Źródła finansowania działalności bieżącej i inwestycyjnej gospodarstw rolnych. W: Problemy rolnictwa światowego. Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego, t. 9 (XXIX), Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2009.
- Poczta W.: Przemiany w rolnictwie. W: Polska wieś 2010. Raport o stanie wsi. Red. J. Wilkin, I. Nurzyńska. Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa 2010.
- Reinikka R., Svensson J.: Confronting Competition: Investment, Profit, and Risk. W: HT Uganda's Recovery: The Role of Farms, Firms, and Government THt. Red. R. Reinikka, P. Collier. The World Bank, Washington DC 2001.
- Stefko O.: Aktywność inwestycyjna i umiejętność pozyskiwania kapitału obcego jako warunki rozwoju i podnoszenia konkurencyjności gospodarstw indywidualnych w Polsce. „Journal of Agribusiness and Rural Development” 2008, No. 2(8).

- Szafraniec-Siluta E.: Struktura finansowania inwestycji gospodarstw rolnych Pomorza i Mazur. W: Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka. Red. B. Bernaś, A. Kopiński. Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 158, Wrocław 2011.
- Szymańska E.: Struktura kapitału w gospodarstwach trzodowych o różnej wielkości ekonomicznej. W: Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego, „Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej” nr 76, Wydawnictwo Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego, Warszawa 2008.
- Ustawa o zbieraniu i wykorzystywaniu danych rachunkowych z gospodarstw rolnych z 29 listopada 2000 r. z późn. zm. Dz.U. 2001, nr 3, poz. 20).
- Wyniki standardowe uzyskane przez gospodarstwa rolne uczestniczące w Polskim FADN w 2004 (2005, 2006, 2007, 2008, 2009) roku. Część I. Wyniki standardowe. Instytut Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej – Państwowy Instytut Badawczy, Warszawa 2006 (2006, 2007, 2008, 2009, 2010).

INVESTMENT RATE OF FARMS IN POLAND IN 2004-2009

Summary

The aim of this article is the assessment of the investment activities of farms in Poland taking into consideration their specialization and economic size. Commodity farms in Poland which kept the books of agricultural account from 2004 to 2009 were examined. The paper uses empirical data from the Polish FADN (Farm Accountancy Data Network).

OCENA WYKORZYSTANIA KREDYTU HANDLOWEGO PRZEZ PRZEDSIĘBIORSTWA ROLNICZE W POLSCE*

Wprowadzenie

Kredyt handlowy dotyczy odroczenia terminu płatności za dostarczone towary i usługi w transakcjach dokonywanych między przedsiębiorstwami. Stanowi pożyczkę udzieloną odbiorcy przez dostawcę w związku ze sprzedażą towarów i usług (należności handlowe dostawcy) oraz krótkoterminowe źródło finansowania bieżących dostaw (zobowiązanie handlowe odbiorcy)¹. Decyzje dotyczące wzajemnego kredytowania kontrahentów mają konsekwencje zarówno dla sfery rzeczowej (proces wytwarzania dóbr i ich sprzedaży), jak i finansowej przedsiębiorstw. Podmioty oferujące kredyt handlowy podejmują decyzję inwestycyjną (dotyczy ona bowiem należności, co rodzi konieczność ponoszenia kosztów finansowania należności), natomiast przedsiębiorstwa podejmujące decyzję o wydłużeniu terminu realizacji zobowiązania z tytułu dostaw towarów i usług podejmują decyzję finansową. W literaturze podkreśla się, iż zapotrzebowanie na kredyt handlowy jest uwarunkowane m.in. motywami finansowymi, motywami transakcyjnymi, dążeniem odbiorców do weryfikacji jakości produktów, chęcią osiągnięcia korzyści finansowych oraz jest zdeterminowane specyfiką działalności operacyjnej przedsiębiorstw. Motywy dostawców oferujących kredyt handlowy sprowadzają się do aspektów marketingowych, motywacyjnych, informacyjnych, koordynacyjno-kontrolnych, dążenia do dyskryminacji cenowej oraz ekonomii skali². We współczesnych badaniach wskazuje się, iż wykorzystanie kredytu handlowego jest konsekwencją niedoskonałości rynku, która wiąże się z występowaniem asymetrii informacyjnej i kosztów transakcyjnych. Przedsiębiorstwa napotykające na ograniczenia w dostępie do kapitału z instytucji finansowych zastępują go źródłem finansowania uzyskanym od dostawców w drodze kredytu handlo-

* Projekt został sfinalizowany ze środków Narodowego Centrum Nauk. Projekt pt. „Wzrost i alokacja finansowych i rzeczowych rolników (przedsiębiorstw rolniczych i gospodarstw domowych) Pomorza Środkowego”. Umowa nr 3577/B/H03/2011/40.

¹ Por. D. Zawadzka: Determinanty popytu małych przedsiębiorstw na kredyt handlowy. Identyfikacja i ocena. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Poznań 2009, s. 13.

² Ibid., s. 17 i dalsze.

wego. Zapotrzebowanie na kapitał w przedsiębiorstwach rolniczych³ zależy w dużym stopniu od specyfiki ich działalności⁴. W literaturze podkreśla się, iż rolnicy napotykają na ograniczenia w dostępie do kapitału ze źródeł instytucjonalnych (formalny rynek kredytu). Jest to spowodowane m.in. wysoką asymetrią informacji dotyczącą wiarygodności kredytowej rolników⁵. Ponadto działalność rolnicza wiąże się z dużym ryzykiem operacyjnym, które wynika głównie z długiego cyklu produkcyjnego⁶, uzależnienia produkcji rolnej od czynników przyrodniczych, wysokiej kapitałochłonności w stosunku do wielkości przychodów ze sprzedaży oraz generowanej nadwyżki pieniężnej (przeciętnie mała skala działalności większości gospodarstw rolnych), niskiej elastyczności aktywów (wysoki udział ziemi w zasobie czynników produkcji), niskiej zdolności do akumulacji kapitału własnego, słabych relacji z rynkiem. Do czynników należy dodać również wysokie koszty transakcyjne⁷. W literaturze podkreśla się znaczenie samowykluczenia z rynku kredytowego, które dotyczy jednostek świadomie rezygnujących z zewnętrznego finansowania obcego na rzecz własnego finansowania przedsięwzięć gospodarczych⁸. Przy uwzględnieniu wymienionych czynników, które oczywiście nie są jedynymi barierami w dostępie rolników do kapitału instytucjonalnego, a także niskiej koncentracji rolnictwa, w konsekwencji dominacji małych podmiotów gospodarujących (indywidualnych gospodarstwach rolniczych) oraz słabo rozwiniętej infrastruktury finansowej na terenach wiejskich, nieformalny rynek kredytu (w tym kredyt handlowy) nabiera coraz większego znaczenia w

³ Przedsiębiorstwo rolnicze stanowi jednostkę gospodarczą wyodrębnioną pod względem prawnym, organizacyjnym i ekonomicznym, wytwarzającą produkty rolnicze na sprzedaż lub świadczącą usługi produkcyjne na potrzeby rolnictwa. W. Ziętara: Miary wielkości gospodarstw i przedsiębiorstw rolniczych. *Roczniki Nauk Rolniczych, Seria G*, t. 96, z. 4, 2009, s. 269. W myśl tej definicji Autor do przedsiębiorstw rolniczych zalicza również indywidualne gospodarstwa rolne produkujące na sprzedaż (towarowe), są one bowiem wydzielone pod względem organizacyjnym i ekonomicznym (funkcjonują jako samodzielne podmioty gospodarcze) oraz prawnym (przedsiębiorstwo osoby fizycznej wpisane do gminnych rejestrów).

⁴ Przedsiębiorstwa rolnicze, związane z ziemią jako głównym (obok pracy i kapitału) czynnikiem wytwórczym, cechuje m.in.: ograniczenie możliwości wzrostu produkcji, wysoka kapitałochłonność oraz brak mobilności zasobów.

⁵ Por. R. Posey, A. Reichert: A Comparison of Non-price Terms of Lending for Small Business and Farm Loans. „*The International Journal of Business and Finance Research*” 2011, Vol. 5, No. 2, s. 45-59.

⁶ Cechą charakterystyczną przedsiębiorstw rolniczych jest długi cykl produkcyjny. Powoduje on wystąpienie dużych różnic czasowych pomiędzy nabyciem czynników wytwórczych, ich zastosowaniem a uzyskaniem przychodów ze sprzedaży wytworzonych dóbr. Długi cykl produkcyjny wymaga finansowania.

⁷ D.W. Adams, G.I. Nehman: Borrowing Costs and the Demand for Rural Credit. „*Journal of Development Studies*” 1979, Vol. 15, Iss. 2, January, s. 165-177.

⁸ R. Kata: Problem wykorzystania kredytu bankowego w finansowaniu rolnictwa w Polsce i innych krajach Unii Europejskiej. „*Oeconomia*” 2010, 9 (3), s. 146. W literaturze można znaleźć dowody wskazujące na preferencje w zakresie finansowania wewnętrznego. W: *Financial Structure of Farm Business under Imperfect Markets*. Red. P.J. Barry, R.W. Bierlen, N.L. Sotomayor. „*American Journal of Agricultural Economics*” 2000, No. 82, s. 920-933.

obrocie gospodarczym przedsiębiorstw rolniczych. Celem badań zaprezentowanych w artykule jest wskazanie zależności pomiędzy kredytem handlowym oferowanym przez przedsiębiorstwa rolnicze a kredytem handlowym wykorzystywanym przez te podmioty jako źródło finansowania zakupu zapasów. W świetle przeprowadzonych badań literaturowych postawiono tezę o rosnącym znaczeniu wzajemnego kredytowania przedsiębiorstw rolniczych.

Przegląd literatury

W literaturze polskiej można odnaleźć relatywnie niewiele wyników badań odnoszących się bezpośrednio do wykorzystania kredytu handlowego przez przedsiębiorstwa rolnicze. J. Franc-Dąbrowska wykazała, iż zatory płatnicze są szczególnie odczuwalne w sektorze rolnym⁹, a zwiększający się udział należności jest częściowo skutkiem opóźniania wpływu środków należnych od odbiorców, a częściowo zwiększającej się skali przychodów ze sprzedaży¹⁰. J. Bereźnicka dokonała oceny korzyści i kosztów kredytu handlowego, przyjmując do analiz gospodarstwo rolne specjalizujące się w produkcji mleka z terenu województwa mazowieckiego, które stosowało odroczony termin płatności względem odbiorców, lecz samodzielnie dokonywało płatności gotówkowych za dostarczone towary i usługi¹¹. Autorka wykazała, iż strategia sprzedaży wraz z odroczonym terminem płatności, z uwzględnieniem kosztów wynikających z finansowania kredytu kupieckiego¹², przynosi w konsekwencji korzyści dla gospodarstwa rolnego z punktu widzenia przychodów ze sprzedaży oraz przepływów pieniężnych. A. Daniłowska przeanalizowała 91 umów dotyczących kredytów towarowych zaciągniętych przez 80 indywidualnych gospodarstw rolnych prowadzących rachunkowość pod nadzorem

⁹ Jednym z objawów kryzysu był spadek cen na płody rolne, co odczuły wszystkie przedsiębiorstwa rolnicze. Jedynie producenci trzody chlewnej zanotowali wzrost popytu. Wzrosły ceny na rynku środków do produkcji rolnej. W wyniku spadku popytu na produkty rolne przedsiębiorstwa zajmujące się ich skupem miały problem z bieżącą regulacją zobowiązań, co skutkowało narastaniem zatorów płatniczych. W. Wielicki, R. Baum: Problematyka zarządzania przedsiębiorstwami rolniczymi. Rocznik Nauk Rolniczych, Seria G, t. 97, z. 3, 2010, s. 294.

¹⁰ J. Franc-Dąbrowska: Teoretyczne i praktyczne aspekty gospodarowania zyskiem w przedsiębiorstwach rolniczych. Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2010, s. 124-125. Autorka przeprowadziła badania empiryczne opierając się na danych z tzw. „Rankingu 300”, opracowywanego przez IERiGŻ, z lat 2001-2007 oraz na danych uzyskanych w ramach badań terenowych zrealizowanych na przełomie lat 2007/2008 z zastosowaniem metody sondażu diagnostycznego i wywiadu kierowanego na próbie 79 przedsiębiorstw rolniczych.

¹¹ J. Bereźnicka: Kredyt kupiecki – koszty i korzyści w aspekcie wzrostu gospodarstwa. „Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej” 2010, nr 82, s. 161-172.

¹² W kalkulacji kosztów związanych z udzielonym kredytem kupieckim uwzględniono koszty monitoringu należności, koszty nieściągniętych należności oraz oprocentowanie zewnętrznego finansowania (kredytu krótkoterminowego).

pracowników Instytutu Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej¹³. Dowiodła, iż wśród badanych kredytów towarowych dominowały kredyty związane z bieżącą produkcją rolniczą (rzeczowe środki obrotowe do produkcji rolniczej: nawozy i pasze, oraz usługi) i inwestycjami produkcyjnymi (zakup ziemi, urządzeń specjalistycznych do produkcji rolniczej, materiały budowlane). Autorka wykazała, iż przedsiębiorstwa rolnicze mają elastyczne podejście do ceny kredytu towarowego (około 35% umów nie było oprocentowanych¹⁴) oraz stosowanych zabezpieczeń. W wynikach badań podkreśla się, iż koszty transakcyjne kredytów towarowych są niższe niż kredytów bankowych¹⁵.

Źródła danych i metodyka badania

Badania zaprezentowane w artykule zostały oparte na danych GUS opublikowanych w opracowaniu „Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych”¹⁶. Dotyczą one przedsiębiorstw¹⁷ prowadzących księgi rachunkowe, w których liczba pracujących wynosi 10 i więcej osób. Zakres przedmiotowy badania obejmuje m.in. bilans, rachunek zysków i strat, nakłady na środki trwałe. Wartości bilansowe są prezentowane według stanu na koniec roku kalendarzowego w latach 2006-2010. W publikacji dane statystyczne zaprezentowano według podstawowego rodzaju działalności prowadzonej przez przedsiębiorstwa na poziomie sekcji i wybranych działów Polskiej Klasyfikacji Działalności (PKD 2007). Do analiz przyjęto dane sekcji A – Rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo¹⁸. W celu weryfikacji postawionej w badaniach tezy wykorzystano wskaźniki struktury aktywów przedsiębiorstw rolniczych, wskaźniki struktury pasywów tychże podmiotów, ze szczególnym uwzględnieniem struktury zobowiązań krótkoter-

¹³ A. Daniłowska: Źródła, warunki i znaczenie kredytu towarowego dla gospodarstw indywidualnych. *Roczniki Nauk Rolniczych*, Seria G, t. 92, z. 2, 2006, s. 82-90.

¹⁴ Nie wyklucza to jednak uwzględnienia kosztu udzielonego kredytu handlowego w postaci wyższej ceny towaru lub usługi.

¹⁵ Por. C.R. Gustafson: Rural Small Business Trade Credit: A Paradox. „*Agricultural Finance Review*” 2005, Spring, s. 45-57.

¹⁶ Dane liczbowe badanych przedsiębiorstw GUS pozyskał z następujących sprawozdań: SP – roczna ankieta przedsiębiorstwa, F-02 – statystyczne sprawozdanie finansowe sporządzone oraz F-03 – sprawozdanie o stanie i ruchu środków trwałych.

¹⁷ W publikacji GUS przedstawiono dane przedsiębiorstw prowadzonych w formie spółek handlowych (osobowych i kapitałowych), spółek cywilnych, przedsiębiorstw państwowych, spółdzielni, oddziałów przedsiębiorców zagranicznych, państwowych jednostek organizacyjnych oraz osób fizycznych prowadzących działalność gospodarczą.

¹⁸ Sekcja A obejmuje: uprawy rolne inne niż wieloletnie, rozmnażanie roślin, uprawę roślin wieloletnich, chów i hodowlę zwierząt, uprawy rolne połączone z chowem i hodowlą zwierząt (działalność mieszana), działalność usługową wspomagającą rolnictwo i następującą po zbiorach, łowiectwo i pozyskiwanie zwierząt łownych, włączając działalność usługową, gospodarkę leśną i pozostałą działalność leśną, z wyłączeniem pozyskiwania produktów leśnych, pozyskiwanie drewna, pozyskiwanie dziko rosnących produktów leśnych, z wyłączeniem drewna, działalność usługową związaną z leśnictwem, rybactwem, chów i hodowlę ryb oraz pozostałych organizmów wodnych.

minowych, dokonano porównania wartości należności handlowych i zobowiązań krótkoterminowych z tytułu dostaw i usług w analizowanych jednostkach, a także ukazano porównawczo finansowanie bieżące przedsiębiorstw rolniczych kredytem handlowym i kredytem bankowym w okresie objętym badaniem.

Rezultaty badań i dyskusja

Przedsiębiorstwa rolnicze w Polsce w latach 2006-2010 cechował średni udział aktywów trwałych w majątku ogółem na poziomie 63,72%. Wartość wskaźnika od 2008 r. sukcesywnie malała – w stosunku do 2010 r. o 7,6 punktów procentowych (tabela 1). Może to być konsekwencją ograniczenia działalności inwestycyjnej przez przedsiębiorstwa rolnicze we wskazanym okresie.

Tabela 1

Struktura aktywów przedsiębiorstw rolniczych w Polsce w latach 2006-2010 (%)

Wyszczególnienie	2006	2007	2008	2009	2010
Udział aktywów trwałych w aktywach ogółem	65	66,7	66,4	61,7	58,8
Udział aktywów obrotowych w aktywach ogółem	35	33,3	33,6	38,3	41,2

Źródło: Opracowanie na podstawie: Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych (2006, 2007, 2008, 2009, 2010). GUS, Warszawa.

Udział aktywów obrotowych w aktywach ogółem przedsiębiorstw rolniczych sukcesywnie wzrastał. Dokonując porównania zmian w strukturze aktywów obrotowych (tabela 2), można zauważyć zmniejszający się od 2008 r. udział zapasów w aktywach obrotowych (dążenie do ograniczenia środków pieniężnych finansujących zapasy), w miarę stały udział należności krótkoterminowych z lekką tendencją wzrostową (stabilna polityka kredytowania kontrahentów) oraz wzrost udziału inwestycji krótkoterminowych w aktywach obrotowych (dążenie do utrzymywania bezpiecznego poziomu płynnych aktywów obrotowych).

Tabela 2

Struktura aktywów obrotowych przedsiębiorstw rolniczych w Polsce w latach 2006-2010 (%)

Wyszczególnienie	2006	2007	2008	2009	2010
Udział zapasów w aktywach obrotowych	24,1	25,6	27,7	26,3	22,1
Udział należności krótkoterminowych w aktywach obrotowych	37,9	37,2	35,4	36,6	36,9
Udział inwestycji krótkoterminowych w aktywach obrotowych	37,1	36,2	35,7	36,1	39,8

Źródło: Jak w tabeli 1.

W strukturze pasywów przedsiębiorstw rolniczych dominują kapitały własne (tabela 3). Przeciętny poziom samofinansowania działalności wyniósł 72,36% w analizowanym okresie. Podmioty te cechuje niska skłonność do zadłużania się¹⁹, jednakże udział zobowiązań i rezerw na zobowiązania w strukturze źródeł finansowania nieznacznie wzrasta w analizowanym okresie. W strukturze kapitału obcego przeważają zobowiązania krótkoterminowe.

Tabela 3

Struktura pasywów przedsiębiorstw rolniczych w Polsce
w latach 2006-2010 (%)

Wyszczególnienie	2006	2007	2008	2009	2010
Udział kapitału własnego w pasywach ogółem	72,2	72,5	73,1	72,5	71,5
Udział zobowiązań i rezerw na zobowiązania razem w pasywach ogółem	27,8	27,5	26,9	27,5	28,5
Udział zobowiązań długoterminowych w pasywach ogółem	7,6	7,7	8,6	8,7	8,4
Udział zobowiązań krótkoterminowych w pasywach ogółem	16,7	16,7	14,8	14,9	16,2

Źródło: Jak w tabeli 1.

W strukturze zobowiązań krótkoterminowych (tabela 4) największe znaczenie odgrywają zobowiązania z tytułu dostaw i usług²⁰ (z wyjątkiem 2006 r. i 2007 r.), co wstępnie potwierdza tezę o rosnącym znaczeniu kredytu handlowego w finansowaniu dostaw przedsiębiorstw rolniczych. Należy podkreślić, iż wartość kredytów i pożyczek krótkoterminowych cechuje od 2008 r., przeciwnie do wartości zobowiązań krótkoterminowych z tytułu dostaw i usług, ujemna dynamika.

Tabela 4

Struktura zobowiązań krótkoterminowych przedsiębiorstw rolniczych w Polsce
w latach 2006-2010 (%)

Wyszczególnienie	2006	2007	2008	2009	2010
Udział kredytów i pożyczek w zobowiązaniach krótkoterminowych	17,7	16,1	20,5	20	16,1
Udział zobowiązań krótkoterminowych z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych w zobowiązaniach krótkoterminowych	-	0	0	0	0,0
Udział zobowiązań krótkoterminowych z tytułu dostaw i usług w zobowiązaniach krótkoterminowych	27,1	28,1	32	34,6	33,4
Udział zobowiązań krótkoterminowych z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń i innych świadczeń w zobowiązaniach krótkoterminowych	40,5	31,8	31,3	27,7	31,3
Udział zobowiązań krótkoterminowych z tytułu wynagrodzeń w zobowiązaniach krótkoterminowych	2,6	2,5	3,8	4,1	4,5
Udział rozliczeń międzyokresowych w zobowiązaniach krótkoterminowych	4,1	3,3	3,4	4,5	4,3

Źródło: Jak w tabeli 1.

¹⁹ Podobna tendencja dotyczy indywidualnych gospodarstw rolnych. Por. R. Ryś-Jurek: Produkcja, dochody i relacje majątkowo-kapitałowe w gospodarstwach indywidualnych. „Journal of Agribusiness and Rural Development” 2009, No. 1(11), s. 6.

²⁰ Por. D. Zawadzka: Znaczenie zobowiązań krótkoterminowych w finansowaniu przedsiębiorstw w Polsce – analiza porównawcza według sekcji PKD. „Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej” 2009, nr 76, s. 89-93.

Porównując wartość należności handlowych i zobowiązań krótkoterminowych z tytułu dostaw i usług w przedsiębiorstwach rolniczych w Polsce, można stwierdzić, iż podmioty te w większym stopniu kredytują kontrahentów, niż same korzystają z odroczonej płatności oferowanych przez swoich dostawców. Zobowiązania handlowe stanowią przeciętnie 48,57% wartości należności krótkoterminowych z tytułu dostaw towarów i usług.

Tabela 5

Należności handlowe a zobowiązania krótkoterminowe z tytułu dostaw i usług w przedsiębiorstwach rolniczych w Polsce w latach 2006-2010

Lata	Należności krótkoterminowe z tytułu dostaw i usług [mln PLN]	Zobowiązania krótkoterminowe z tytułu dostaw i usług [mln PLN]	Zobowiązania krótkoterminowe z tytułu dostaw i usług / Należności krótkoterminowe z tytułu dostaw i usług [%]
2006	2778,3	1265,4	45,55
2007	3118,9	1562	50,08
2008	2960,4	1549,8	52,35
2009	3296,6	1586,2	48,12
2010	3851,3	1799,8	46,73

Źródło: Jak w tabeli 1.

Podsumowanie

Przeprowadzone badania umożliwiły sformułowanie wniosków ogólnych:

- działalność przedsiębiorstw rolniczych z uwagi na swoją specyfikę wymaga dużych nakładów finansowych oraz jest narażona na wysokie ryzyko operacyjne,
- przedsiębiorstwa rolnicze wykazują skłonność do samofinansowania działalności,
- w strukturze kapitału obcego dominują zobowiązania krótkoterminowe,
- większe znaczenie w strukturze źródeł finansowania krótkoterminowego odgrywają zobowiązania z tytułu dostaw towarów i usług niż kredyty bankowe,
- przedsiębiorstwa rolnicze w większym zakresie kredytują kontrahentów, niż same korzystają z zaciągniętego u dostawców kredytu na rynku towarowym.

W świetle wyników przeprowadzonych badań można uznać, iż postawiona na wstępie badań teza została udowodniona.

Bibliografia

- Adams D.W., Nehman G.I.: Borrowing Costs and the Demand for Rural Credit. „Journal of Development Studies” 1979, Vol. 15, Iss. 2, January.
- Barry P.J., Bierlen R.W., Sotomayor N.L.: Financial Structure of Farm Business under Imperfect Markets. „American Journal of Agricultural Economics” 2000, No. 82.
- Bereźnicka J.: Kredyt kupiecki – koszty i korzyści w aspekcie wzrostu gospodarstwa, „Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej” 2010, nr 82.
- Daniłowska A.: Źródła, warunki i znaczenie kredytu towarowego dla gospodarstw indywidualnych. Roczniki Nauk Rolniczych, Seria G, t. 92, z. 2, 2006.
- Franc-Dąbrowska J.: Teoretyczne i praktyczne aspekty gospodarowania zyskiem w przedsiębiorstwach rolniczych. Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2010.
- Gustafson C.R.: Rural Small Business Trade Credit: A Paradox. „Agricultural Finance Review” 2005, Spring, s. 45-57.
- Kata R.: Problem wykorzystania kredytu bankowego w finansowaniu rolnictwa w Polsce i innych krajach Unii Europejskiej. „Oeconomia” 2010, 9 (3).
- Posey R., Reichert A.: A Comparison of Non-price Terms of Lending for Small Business and Farm Loans. „The International Journal of Business and Finance Research” 2011, Vol. 5, No. 2.
- Ryś-Jurek R.: Produkcja, dochody i relacje majątkowo-kapitałowe w gospodarstwach indywidualnych. „Journal of Agribusiness and Rural Development” 2009, No. 1(11).
- Wielicki W., Baum R.: Problematyka zarządzania przedsiębiorstwami rolniczymi. Rocznik Nauk Rolniczych, Seria G, t. 97, z. 3, 2010.
- Zawadzka D.: Determinanty popytu małych przedsiębiorstw na kredyt handlowy. Identyfikacja i ocena. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Poznań 2009.
- Zawadzka D.: Znaczenie zobowiązań krótkoterminowych w finansowaniu przedsiębiorstw w Polsce – analiza porównawcza według sekcji PKD. „Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej” 2009, nr 76, Warszawa.
- Ziętara W.: Miary wielkości gospodarstw i przedsiębiorstw rolniczych. Roczniki Nauk Rolniczych, Seria G, t. 96, z. 4, 2009.

THE EVALUATION OF TRADE CREDIT USE BY AGRICULTURE ENTERPRISES IN POLAND**Summary**

The aim of the research presented in the article is to evaluate the use of trade credit by agricultural enterprises in Poland. The study was based on GUS data published in the elaboration „Balance sheet financial results of enterprises”. It's assumed the entities in which the number of employees is 10 or more people. In order to verify the research thesis, the indicators used in the paper are: the structure of agricultural enterprises assets, the structure of liabilities of such entities, with particular emphasis on the structure of liabilities, as well as a comparison of trade receivables value and current liabilities for goods and services in the analyzed units, and also there is shown in the paper the use of trade credit in comparison with the range of current bank loan financing.

**PROJEKT DOFINANSOWANY ZE ŚRODKÓW
NARODOWEGO BANKU POLSKIEGO
ORAZ
MARSZAŁKA WOJEWÓDZTWA ŚLĄSKIEGO:**

NBP

N a r o d o w y B a n k P o l s k i



Marszałek Województwa Śląskiego

BRANŻOWY SPONSOR MERYTORYCZNY:



SPONSOR GŁÓWNY:



SPONSORZY OFICJALNI:



SPONSORZY I PARTNERZY:



GŁÓWNY PATRON MEDIALNY:



PATRONI MEDIALNI:

