

Uniwersytet
Ekonomiczny
w Krakowie

Zeszyty Naukowe

Cracow Review
of Economics
and Management

913

Finanse

Kraków 2013

Rada Naukowa

*Andrzej Antoszewski (Polska), Slavko Arsovski (Serbia), Josef Arlt (Czechy),
Daniel Baier (Niemcy), Hans-Hermann Bock (Niemcy), Ryszard Borowiecki (Polska),
Giovanni Lagioia (Włochy), Tadeusz Markowski (Polska), Martin Mizla (Słowacja),
David Ost (USA), Józef Pociecha (Polska)*

Komitet Redakcyjny

*Czesław Bywalec, Bogusława Gnela, Maria Kosek-Wojnar, Andrzej Staboń,
Grzegorz Strupczewski (sekretarz), Wanda Sułkowska (redaktor naczelna), Andrzej Woźniak*

Redaktor statystyczny

Stanisław Wanat

Redaktor Wydawnictwa

Janina Ziarkowska

Projekt okładki i układ graficzny tekstu

Marcin Sokołowski

Streszczenia artykułów są dostępne w międzynarodowej bazie danych
The Central European Journal of Social Sciences and Humanities
<http://cejsh.icm.edu.pl> oraz w Central and Eastern Europe Online Library
www.ceeol.com, a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych
i pokrewnych BazEkon http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Kraków 2013

ISSN 1898-6447

Wersja pierwotna: publikacja drukowana
Publikacja jest dostępna w bazie CEEOL (www.ceeol.com)
oraz w czytelni on-line [ibuk.pl](http://www.ibuk.pl) (www.ibuk.pl)

Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie
31-510 Kraków, ul. Rakowicka 27, tel. 12 293 57 42, e-mail: wydaw@uek.krakow.pl
www.zeszyty-naukowe.uek.krakow.pl

Zakład Poligraficzny Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie
31-510 Kraków, ul. Rakowicka 27

Objętość 10,1 ark. wyd.
Zam. 95/2013

Spis treści

Ewa Wiktoria Babuška	
Kontrola wewnętrzna w środowisku informatycznym według modelu COSO	5
Patrycja Brańka, Artur Hołuj	
Gospodarka przestrzenna Krakowa. Ocena stanu oraz dotychczasowych działań w zakresie planowania przestrzennego w świetle badań ankietowych	21
Bogusława Bek-Gaik	
Sprawozdanie z całkowitych dochodów w świetle regulacji FASB/IASB	43
Halina Guzik, Barbara Ostrowska	
Ekonomiczne aspekty gospodarowania przestrzenią turystyczną	57
Anna Rybka	
Zastosowanie obligacji zamiennych do obniżania kosztu kapitału w przedsiębiorstwie na podstawie analizy wybranych instrumentów notowanych na rynku Catalyst	77
Anna Staszal	
Sprawozdawczość finansowa w globalnym kryzysie finansowym – analiza podjętych działań naprawczych	93
Grzegorz Strupczewski	
Ubezpieczenie odpowiedzialności cywilnej członków władz spółki kapitałowej	107
Joanna Węgrzyn	
Przesłanki podejmowania inicjatyw partnerstwa publiczno-prywatnego – analiza porównawcza na przykładzie wybranych gmin województwa małopolskiego	125

Joanna Wyrobek

**Wpływ eksportowania na strukturę kapitałową przedsiębiorstw
w świetle badań empirycznych 137**

Andrzej Zyguła

**Szacowanie kosztu kapitału własnego na przykładzie polskiego
sektora bankowego 159**

Ewa Wiktoria Babuška

Katedra Rachunkowości Finansowej
Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Kontrola wewnętrzna w środowisku informatycznym według modelu COSO

1. Wprowadzenie

Kontrola wewnętrzna jest jednym z powszechnie uznanych narzędzi pomagających przedsiębiorstwom utrzymać się na rynku i kontynuować działalność w warunkach zaostrzającej się konkurencji. Wzrastająca konkurencja jest m.in. wynikiem szybkiego rozwoju cyfrowej technologii przepływu informacji i standaryzacji technicznej w skali ogólnoświatowej, które w dążeniu do dostarczania informacji w czasie rzeczywistym radykalnie zmieniają sposoby komunikacji i działalności przedsiębiorstw.

Prezentacja kontroli wewnętrznej w środowisku informatycznym musi nawiązywać do znanych modeli tej kontroli, takich jak np. opracowany w USA model COSO, który odegrał dominującą rolę w zidentyfikowaniu i opisanu pięciu elementów struktury kontroli wewnętrznej¹. Komponenty tego modelu przyjęte zostały w standardach kontroli wewnętrznej Generalnego Biura Rachunkowości Kongresu Amerykańskiego (*General Accounting Office* – GAO), w których wymienia się pięć powiązanych, głównych elementów kontroli wewnętrznej

¹ Komponenty te, obejmujące środowisko kontroli, oszacowanie ryzyka, działania kontrolne, informację i jej przekazywanie, monitorowanie, przedstawiono w publikacji zamieszczonej w Zeszytach Naukowych Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, nr 883, Kraków 2012, tytuł artykułu: *Model kontroli wewnętrznej COSO*, s. 5–18, wraz z czynnikami kształtującymi i opisującymi każdy z nich z osobna.

tworzących jej strukturę, a wywodzących się ze sposobu, w jaki zarząd kieruje przedsiębiorstwem. Będą one rozważane ze względu na technologię informacji (IT)². Elementy modelu COSO stanowią podstawę oceny skuteczności i wydajności każdego systemu kontroli wewnętrznej. Współdziałają one ze sobą dla osiągnięcia ustanowionych celów jednostki. Celem artykułu jest ukazanie aspektów IT w modelu COSO oraz podkreślenie znaczenia kontroli informatycznych w systemach kontroli wewnętrznej współczesnych przedsiębiorstw, w których coraz więcej kontroli przejmowanych jest przez urządzenia techniczne.

2. Elementy kontroli wewnętrznej w modelu COSO z wykorzystaniem IT

Tabela 1 zawiera zbiorcze zestawienie podstawowych elementów tworzących ramy kontroli wewnętrznej w modelu COSO, z opisem ich charakterystycznych cech oraz głównych czynników odnoszących się do poszczególnych komponentów, w tym też ważnych czynników dotyczących IT. Rozważając wpływ IT na elementy i procedury kontroli wewnętrznej, należy stwierdzić, że wprowadzenie systemów informacji (*information systems – IS*) pociąga za sobą poważne skutki dla jej funkcjonowania.

Kontrole IT mają wspierać osiągnięcie celów jednostki, przeciwdziałać oszustwom, błędom i zagrożeniom rozumianym jako okoliczności i zdarzenia mogące przynieść jednostce szkody. Aby zadanie to było wykonalne, zarząd ustala wiele zasad i procedur kontroli przewidzianych do realizacji ręcznej przez personel obsługujący system IT lub z nim współpracujący, bądź użytkowników systemu, albo do realizacji automatycznej spełnianej samoczynnie przez aplikacyjne oprogramowanie komputera. Na tradycyjne (ręczne) i automatyczne (komputerowe) procedury kontroli składają się kontrole ogólne, obejmujące nadzór nad stosowaniem technologii informacji i warunkujące poprawne działanie systemu informacyjnego jako całości oraz kontrole zastosowania, tj. szczegółowe kontrole programów w systemach informacji i procesów przetwarzania w poszczególnych aplikacjach [Boynton, Johnson i Kell 2001, s. 337–338; Moeller, 2006, s. 461–494 i 513–556]. Ważniejsze kontrole komputerowe przedstawiono na rys. 1.

Kontrole ogólne i kontrole zastosowania wchodzi w skład kontroli przetwarzania danych skierowanych na ryzyko związane z autoryzacją, kompletnością i dokładnością transakcji, a szczególnie z audytem sprawozdań finansowych.

² Technologia informacji (*information technology – IT*) – zautomatyzowane środki służące tworzeniu, przetwarzaniu, przechowywaniu i przekazywaniu informacji. Obejmuje ona urządzenia do nagrywania, systemy komunikacyjne, systemy komputerowe (w tym sprzęt i oprogramowanie oraz dane), jak też inne urządzenia elektroniczne [MSRF 315 2005, s. 370].

Tabela 1. Elementy kontroli wewnętrznej według modelu COSO z uwzględnieniem aspektów IT

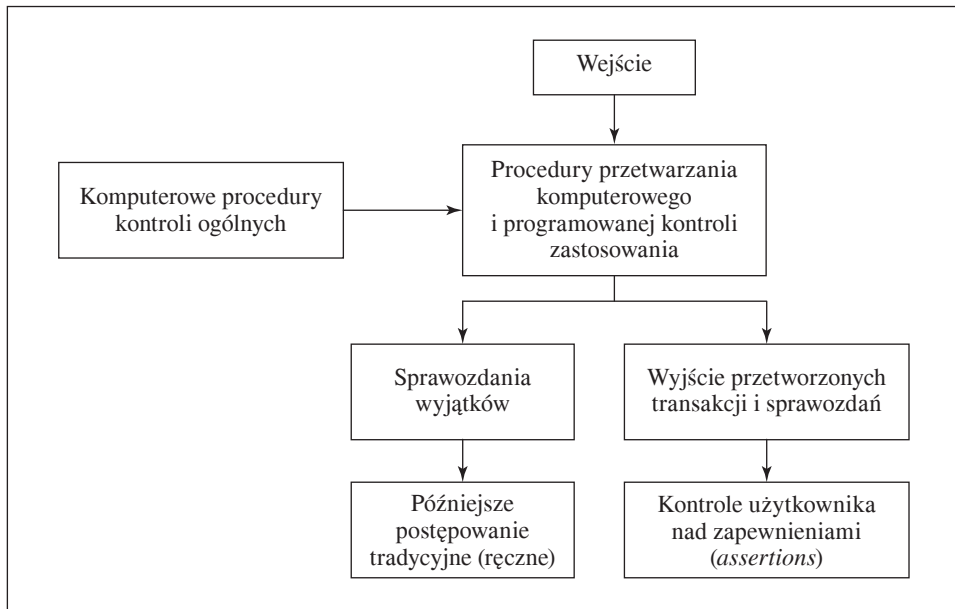
Komponent kontroli wewnętrznej	Opis odpowiedni do sprawozdawczości finansowej	Kluczowe czynniki	Ważne czynniki IT
Środowisko kontroli	Nadaje ton organizacji; wpływa na świadomość kontroli ludzi, jest podstawą wszystkich innych komponentów kontroli wewnętrznej	Czynniki środowiska kontroli: – uczciwość i wartości etyczne – odniesienie się do kompetencji – rada dyrektorów i komitet audytu – filozofia zarządu i styl działania – struktura organizacyjna – przydział uprawnień i odpowiedzialności – polityka zasobami ludzkimi i procedury	Zaangażowanie zarządu w ustanawianie zasad rozwoju, modyfikacji i stosowania programów komputerowych i danych, i w zrozumienie ryzyka IT Forma struktury organizacyjnej przetwarzanych danych (pionu IT i rachunkowości informatycznej) Metody przyznawania uprawnień i odpowiedzialności nad dokumentacją systemów komputerowych, łącznie z procedurami dla autoryzowania transakcji i zatwierdzania zmian systemów
Oszacowanie ryzyka	Identyfikacja jednostki, analiza i zarządzanie ryzykiem odpowiednio do przygotowania sprawozdań finansowych, które są rzetelnie prezentowane z dostosowaniem do GAAP	Proces szacowania ryzyka: – realacje ryzyka w stosunku do specyficznych ustaleń sprawozdań finansowych i powiązanych czynności zapisu, przetwarzania, streszczenia i raportowania danych finansowych – wewnętrzne i zewnętrzne wydarzenia i okoliczności – specjalne rozważenie zmian w okolicznościach, podobnie do audytorskiego oszacowania ryzyka niesodłącznego	Oszacowanie ryzyka: – ślad transakcji może być dostępny tylko częściowo i przez krótki okres (utrata ścieżki rewizyjnej) – zredukowana ewidencja dokumentująca dokonania kontroli – pliki i zapisy zwykle nie mogą być odczytane bez komputera – zmniejszona ingerencja ludzka w przetwarzaniu komputerowym może przysłać błędy możliwe do zaobserwowania w systemach ręcznych – podatność systemu IT na katastrofy fizyczne, nieupoważnione manipulacje oraz mechaniczne dysfunkcje – systemy IT mogą redukować tradycyjny podział obowiązków – zmiany w systemach są trudniejsze do wdrożenia i kontroli

cd. tabeli 1

Komponent kontroli wewnętrznej	Opis odpowiedzialności finansowej	Kluczowe czynniki	Ważne czynniki IT
Informacja i komunikacja	System informacyjny obejmuje system rachunkowości i składa się z metod i zapisów ustalonych do identyfikacji, gromadzenia, analizy, klasyfikacji, zapisu i sprawozdawczości jednostki oraz utrzymuje zdolność do rozliczeń dla powiązanych aktywów i zobowiązań; komunikacja zakłada zapewnienie jasnego zrozumienia indywidualnych ról i odpowiedzialności odnoszących się do kontroli wewnętrznej nad sprawozdawczością finansową	System rachunkowości powinien zapewniać: – sposób prowadzenia transakcji, który zapobiegłby niewłaściwym stwierdzeniom w sprawozdaniach finansowych zarządu – kompletny ślad audytu lub transakcji Zawiera podreźniki zasad postępowania, wykresy kont i memoranda	Transakcje mogą być inicjowane przez komputer Ślad audytu może być w formie elektronicznej W jaki sposób dane są przekazywane z dokumentów źródłowych na formę sensowną dla maszyny W jaki sposób pliki komputerowe są udostępniane i uaktualniane Zaangażowanie przetwarzania komputerowego od rozpoczęcia transakcji do włączenia w sprawozdania finansowe Zaangażowanie komputera w procesie sprawozdawczym używane do przygotowania sprawozdań finansowych
Czynności kontrolne	Zasady postępowania i procedury, które pomagają zapewnić, że dyrektywy zarządu są przekazywane i że podejmowane są konieczne działania, aby przeciwstawić się ryzyku przy osiągnięciu celów jednostki; mają różnicowane cele i są stosowane na różnorodnych szczeblach organizacyjnych i funkcjonalnych	Kategorie: – podział obowiązków – kontrole przetwarzania informacji: kontrole ogólne, kontrole zastosowania – kontrole fizyczne – przeglądy działalności	Kontrole ogólne: – kontrola organizacyjna i operacyjna – kontrola rozwoju systemów i dokumentacji – kontrole hardware i software – kontrole dostępu – kontrole danych i proceduralne Kontrole zastosowania: – wejścia – przetwarzania – wyjścia

Komponent kontroli wewnętrznej	Opis odpowiedni do sprawozdawczości finansowej	Kluczowe czynniki	Ważne czynniki IT
Monitorowanie	Procesy prowadzone przez odpowiedni personel, który ocenia jakość kontroli wewnętrznej w czasie; zawiera oszacowanie i projektowanie, czy działa zgodnie z zamierzeniami oraz czy była modyfikowana odpowiednio do zmienionych warunków	Może przejawiać się przez: – bieżące czynności – oddzielne oceny okresowe Może obejmować dane wejściowe ze: – źródeł wewnętrznych, takich jak zarząd oraz audytorzy wewnętrzni – źródeł zewnętrznych, jak klienci, dostawcy, regulatorzy i zewnętrzni audytorzy	IT może być monitorowane w podobny sposób, jak inne kontrole wewnętrzne

Źródło: [Boynton, Johnson i Kell 2001, s. 349–350].



Rys. 1. Przegląd kontroli komputerowych

Źródło: [Boynton, Johnson i Kell 2001, s. 372].

Kontrole ogólne (*general controls*) ustanawiane są na poziomie jednostki w odniesieniu do wszystkich eksploatowanych w niej systemów użytkowych (aplikacji). Kontrole zastosowania (*application controls*) odnoszone są do poszczególnych systemów użytkowych, w tym do IS rachunkowości [Boynton, Johnson i Kell 2001, s. 337–338]. Rys. 1 ilustruje wagę kontroli komputerowych niezależnie od metod na wejściu, organizacji danych, ich przetwarzania lub innych urządzeń na wyjściu, np. gdy zlecenie sprzedaży zostaje wprowadzone do komputera, program akceptuje dane i poddaje je wielu różnym kontrolom edycyjnym (m.in. kontroli ważności numeru pozycji, danych klienta, osiągnięcia limitu kredytowego przez klienta). Przeznaczeniem kontroli zastosowania jest dostarczanie kierownictwu racjonalnej pewności, że w technologii informacji (IT) zapisuje się, przetwarza i raportuje dane, stosownie do specyficznych zastosowań. Różne kontrole zastosowania są zazwyczaj używane do operacji sprzedaży, w tym dokumentowanej paragonami gotówkowymi, zakupów, kontroli inwentaryzacyjnych, wypłat. Rezultat przetwarzania komputerowego i kontroli aplikacji jest podwójny: 1) komputer generuje na wyjściu transakcje i sprawozdania, które w niektórych systemach po przetworzeniu będą przedmiotem kontroli ręcznych, np. przegląd nadzorczy przez użytkownika systemu, 2) system wytwarza raporty wyjątków, z których jedne mogą się ukazywać na ekranie, np. sprawdzenie edycyjne ważności numeru

klienta, inne mogą być drukowane, np. transakcje w zbiorze, w którym klienci przekroczyli limit kredytowy. W każdym z tych przypadków należy zwrócić uwagę na wyjątki odnotowane przez komputer. Skuteczność kontroli zależy od zaprogramowanych kontroli aplikacji i następujących po nich czynności manualnych. Ważne są również kontrole ogólne rozwoju i zmian w programie, operacji komputerowych, dostępu do programów i danych. Reprezentują one wyższy poziom kontroli zapewniających o konsekwentnym i skutecznym działaniu indywidualnych aplikacji komputerowych [Boynton, Johnson i Kell 2001, s. 372–373].

3. Wpływ technologii informacji na elementy kontroli wewnętrznej w modelu COSO

Przegląd kontroli komputerowych ułatwia zrozumienie aspektów IT każdego z pięciu elementów kontroli wewnętrznej rozróżnianych w modelu COSO. Środowisko kontroli jest specyficznym składnikiem tak dla ręcznego, jak i komputerowego przetwarzania danych, a jego komponenty są niezależne od technicznych środków wprowadzonych do systemu informacyjnego jednostki. Ocena ryzyka odgrywa szczególną rolę w środowisku informatycznym ze względu na liczne zagrożenia, którym należy stawić czoła. Systemy IT niosą z sobą wiele korzyści i ryzyko, a ich uświadomienie pozwala lepiej zrozumieć wagę kontroli wewnętrznej w środowisku IT. Ważniejsze rodzaje ryzyka ujęto w tabeli 1. Główne korzyści systemów IT i zarządzania nimi polegają na tym, że mogą zapewnić większą precyzję w przetwarzaniu niż systemy ręczne, gdyż jednakowo poddają wszystkie transakcje takim samym kontrolom i mogą dostarczyć kierownictwu skuteczniejszych środków do nadzoru, przeglądu i analiz działalności w postaci szybciej sporządzanych sprawozdań finansowych [Boynton, Johnson i Kell 2001, s. 370–372 oraz MSRF 315 2005, s. 381]. Wiele rodzajów ryzyka jest kontrolowanych przez nawarstwiające się procedury kontrolne, tj. takie, w których jeden zestaw jest przeznaczony do kontroli przetwarzania transakcji, podczas gdy inny do kontroli systemów i programów kontrolujących i przetwarzających te transakcje. Ocena ryzyka powinna objąć rozważenie różnych jego rodzajów powiązanych z IT. Zarząd powinien zaprojektować systemy informacji i kontroli, które złagodzą problemy związane z udziałem IT w redukowaniu tradycyjnego podziału obowiązków. Jeśli ustanowi i wdroży dobry system ogólnych kontroli, wiele rodzajów ryzyka będzie zmniejszonych do poziomu możliwego do opanowania. W oszacowaniu ryzyka zarząd powinien wykazać się specjalnym podejściem do ryzyka powstałego wskutek zmienionych okoliczności, np.: zmian w środowisku operacyjnym, nowego personelu, nowych i odnowionych systemów informacji, szybkiego wzrostu, nowych technologii, linii, wyrobów, działań,

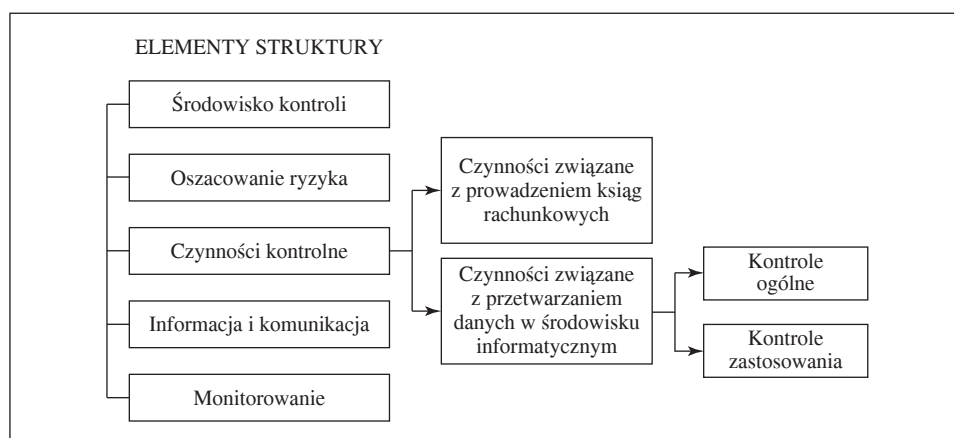
restrukturyzacji, operacji zagranicznych i sprawozdań finansowych w rachunkowości [Boynton, Johnson i Kell 2001, s. 334].

Wpływ IT na systemy informacji i komunikacji uwidocznił się w zmianie formy przechowywania i przekazywania wiedzy i danych. Przepływające przez systemy informacyjne zbiory informacji są w rzeczywistości niematerialnymi elementami tych systemów, ich materialną postacią są nośniki, na których dane są utrwalone. Należą do nich wydruki, dyski, taśmy magnetyczne. Informacje muszą być przyjęte, przetworzone i przekazywane tak, aby ich wewnętrzni i zewnętrzni użytkownicy mogli z nich w pełni skorzystać. Ważne jest zapewnienie przejrzystego śladu transakcji w systemach IT, gdzie ewidencja dokumentująca zdarzenia może być zatrzymywana przez krótki czas. Np. systemy on-line zwykle stwarzają unikalny numer transakcji, który może być użyty do ustalenia śladu transakcji³. Audytorzy używają go w dochodzeniu oraz zapewnianiu o istnieniu transakcji [Boynton, Johnson i Kell 2001, s. 335]. W ramach monitorowania członkowie zarządu, komitetu audytu i kierownictwa rachunkowości świadomi różnego ryzyka związanego z IT powinni na bieżąco śledzić dokonania kontroli w środowisku IT. Komitet audytu może też obciążyć audyt wewnętrzny okresowymi przeglądami ryzyka IT i obowiązkowymi ich kontrolami [Boynton, Johnson i Kell 2001, s. 348].

W najsilniejszym stopniu wpłynęła technologia informacji na czynności kontrolne wiążące się z przetwarzaniem danych w tym środowisku. Czynności te składają się z zasad i procedur dostarczających określonych zapewnień odnośnie do wykonywania dyrektyw zarządu. Wpływ IT jest na tyle duży, że uzasadnia rozpatrywanie struktury kontroli wewnętrznej w środowisku informatycznym, szczególnie rachunkowości, tylko pod kątem tego jednego elementu, co może prowadzić do pewnej modyfikacji struktury, efektem której jest podział na kontrole ogólne i zastosowań jako pochodnych działań związanych z przetwarzaniem danych w środowisku IT. Działania te, obok czynności związanych z prowadzeniem ksiąg rachunkowych, stanowią jeden z dwóch rodzajów działań kontrolnych wyróżnianych w środowisku IT. Czynności kontrolne dotyczące prowadzenia ksiąg odnoszą się do zasad i procedur powiązanych z systemem rachunkowości i jej podstawowym celem, tj. sporządzaniem sprawozdań finansowych. Należą do nich znane w systemach ręcznych praktyki, np.: opracowanie i właściwe prowadzenie dokumentacji i ksiąg, rozdzielenie funkcji niezgodnych, stosowanie upoważnień do przeprowadzania i zatwierdzania operacji, odpowiednie zabezpieczenie zasobów, prawidłowa wycena pozycji sprawozdań finansowych [Idzi-

³ „Ślad rewizyjny (*audit trail*) jest to zdolność prześledzenia, na podstawie dokumentacji, wszystkich zapisów dotyczących danej transakcji, aż do jej początkowego salda lub źródła; umożliwiającą stwierdzenie, w jaki sposób powstały obecne salda, ścieżka rewizyjna stanowi podstawowy element kontroli wewnętrznej” [Patterson 2002, s. 433].

kowska 2002, s. 112–113]. Zastosowanie technologii informacji w rachunkowości narzuca konieczność wprowadzenia radykalnych zmian w powiązonym z nią systemie kontroli wewnętrznej, o czym przesądają ilościowe i jakościowe zwiększenia elementów informacyjnych i proceduralnych rachunkowości, co oznacza wzrost stopnia złożoności nie tylko samych elementów systemu kontroli, ale też związków i zależności występujących między nimi. Zmodyfikowany schemat kontroli wewnętrznej w środowisku IT, z wyeksponowaniem czynności kontrolnych jako głównego elementu, i dalszym ich podziałem na czynności związane z prowadzeniem ksiąg rachunkowych i przetwarzaniem danych w środowisku IT wraz z końcowym podziałem tych ostatnich na kontrole ogólne i zastosowania przedstawia rys. 2.



Rys. 2. Struktura systemu kontroli wewnętrznej w środowisku informatycznym rachunkowości

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Idzikowska 2002, s. 113].

Ukazana zmiana struktury kontroli wewnętrznej w środowisku informatycznym rachunkowości jest konsekwencją specyficznych cech tego środowiska i szczególnego zagrożenia wiarygodności danych wymagających znaczącego rozbudowania czynności kontrolnych, a w ślad za tym zastosowanych rodzajów i metod kontroli. Czynności kontroli w środowisku IT powinny być poprzedzone właściwym podziałem obowiązków uważanym za krytyczny aspekt kontroli ogólnych. Kontrole ogólne prezentuje tabela 2.

Wśród kontroli ogólnych wyróżnia się zazwyczaj: kontrole organizacyjne i operacyjne (w nich mieści się podział obowiązków), kontrole rozwoju systemów i dokumentacji, kontrole *hardware* (sprzętu) i systemów *software* (oprogramowania), kontrole dostępu, kontrole danych i kontrole procedur. Podział

Tabela 2. Ogólne kontrole nad komputerowymi systemami informacyjnymi

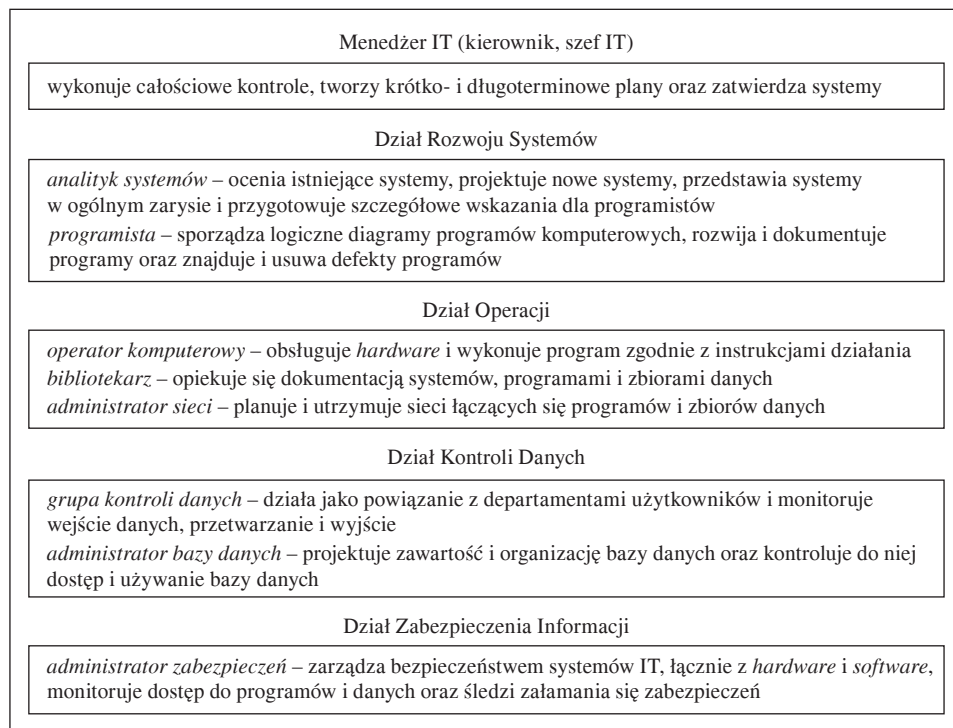
Rodzaj kontroli	Cel (przeznaczenie) kontroli	Zakres kontroli (obszary zagadnień)
Kontrole organizacyjne i operacyjne (zarządcze)	określenie organizacyjnych ram działania systemów informacyjnych (IS), tj. zorganizowanie i zarządzanie tymi systemami	<ul style="list-style-type: none"> – zasady i procedury wykonywania funkcji kontrolnych – odpowiedni podział niekompatybilnych funkcji (np. sporządzanie danych wejściowych dotyczących transakcji, programowanie oraz operacje komputerowe)
Kontrole rozwoju systemów i dokumentacji	<p>dostarczenie wystarczającej pewności, że:</p> <ul style="list-style-type: none"> – oprogramowanie systemowe jest opracowywane lub używane za odpowiednią zgodą i następuje to w sposób efektywny – systemy użytkowe są opracowywane i serwisowane pod nadzorem i działają wydajnie 	<ul style="list-style-type: none"> – autoryzowanie, zatwierdzanie, testowanie, wdrażanie, dokumentowanie nowego oprogramowania systemowego oraz jego modyfikacji – testowanie, konwersja, wdrażanie, dokumentowanie nowych lub zaktualizowanych systemów użytkowych – zmiany programowe (użytkowe) – zakup systemów użytkowych od stron trzecich
Kontrole <i>hardware</i> i systemów <i>software</i> programów (eksploatacji systemów)	<p>dostarczenie wystarczającej pewności, że:</p> <ul style="list-style-type: none"> – wykrywa się błędy w działaniu urządzeń (aparatury) – programy są wykorzystywane wyłącznie do zatwierdzonych celów – używa się tylko zatwierdzonych programów 	<ul style="list-style-type: none"> – podwójny odczyt (<i>dual read</i>) – sprawdzenie częściowe (<i>parity check</i>) – sprawdzenie echowce (<i>echo check</i>) – czytanie po pisaniu (<i>read after write</i>) – autoryzowanie celów i programów
Kontrole dostępu	<p>dostarczenie wystarczającej pewności, że:</p> <ul style="list-style-type: none"> – dostęp do danych i programów mają wyłącznie upoważnieni pracownicy – dostęp do operacji komputerowych mają wyłącznie upoważnieni pracownicy 	<ul style="list-style-type: none"> – dostęp do sprzętu komputerowego – dostęp do oprogramowania systemowego – dostęp do dokumentacji systemów – dostęp do danych i programów – dostęp do operacji komputerowych
Kontrole wprowadzania danych i operacji komputerowych	<p>dostarczenie wystarczającej pewności, że:</p> <ul style="list-style-type: none"> – do systemu wprowadza się wyłącznie autoryzowane transakcje – wykrywa się i koryguje błędy w przetwarzaniu – zapewnia się ciągłość operacji w przypadku fizycznej katastrofy lub uszkodzenia (zepsucia się) komputera 	<ul style="list-style-type: none"> – autoryzowanie transakcji – operacje komputerowe (obsługa komputerów), otrzymywanie i wyświetlanie wszystkich danych, które mają być przetworzone, księgowanie wszystkich danych wejściowych, wyśledzenie błędów przetwarzania, weryfikowanie odpowiedniej dystrybucji na wyjściu – kontynuacja operacji komputera przez: użycie pamięci <i>off-premise</i> dla ważnych plików, programów i dokumentacji, fizyczne zabezpieczenia przeciwko zagrożeniom środowiskowym, plany

cd. tabeli 2

Rodzaj kontroli	Cel (przeznaczenie) kontroli	Zakres kontroli (obszary zagadnień)
		zatrzymywania formalnego zapisu i odzyskiwania danych, użycia urządzeń wspomagających zlokalizowanych w innym miejscu; zabezpieczenia ciągłości przetwarzania polegają m.in. na przechowywaniu poza siedzibą kopii zapasowych danych i programów, możliwości przetwarzania poza siedzibą na wypadek zdarzeń losowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Boynton, Johnson i Kell 2001, s. 338–342].

obowiązków w organizacji IT powinien zapewniać wyraźne linie głównych uprawnień i odpowiedzialności dla każdego stanowiska, co ukazuje rys. 3.



Rys. 3. Główne odpowiedzialności dla każdego stanowiska w ramach departamentu (działu) IT

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Boynton, Johnson i Kell 2001, s. 339].

Tabela 3. Kontrole zastosowania (aplikacyjne)

Grupy kontroli	Cele (przeznaczenie) kontroli	Zakres (obszar) kontroli i szczegółowe rodzaje kontroli
Kontrole wejścia (wprowadzania danych) <i>input controls</i>	Dostarczanie wystarczającej pewności, że są wykrywane i zgłaszane błędy w danych wejściowych wprowadzanych do komputera; tj. że dane są zatwierdzane, przekształcane i zapisywane w plikach, nie są pomijane, dodawane jako fikcyjne, dwukrotnie wprowadzane, zmieniane oraz że niewłaściwe dane są odrzucane, poprawiane, a w razie potrzeby na nowo niezwłocznie wprowadzane do systemu	Kontrole poprawnej autoryzacji (<i>authorization</i>) generalnej i szczególnej przy przetwarzaniu bezpośrednim i wsadowym (<i>on-line data processing, batch processing</i>) Kontrole nad przekształceniem danych wejściowych (<i>conversion of input data</i>) obejmujące: 1) kontrole weryfikacyjne (<i>verification controls</i>) 2) edycję komputerową (<i>computer editing</i>) w tym: – sprawdzenie braku danych (<i>missing data check</i>) – sprawdzenie ważności charakteru zapisu (<i>valid character check</i>) – sprawdzenie (wystarczalności) limitu (<i>limit [reasonableness] check</i>) – sprawdzenie ważności znaku (<i>valid sign check</i>) – sprawdzenie ważności kodu (<i>valid code check</i>) – cyfra sprawdzająca (<i>check digit</i>), 3) poprawa błędu (<i>error correction</i>)
Kontrole przetwarzania (i zbiorów danych) <i>processing controls</i>	Dostarczanie wystarczającej pewności, że przetwarzanie komputerowe zostało dokonane zgodnie z intencją dla poszczególnych aplikacji, tj. że dane są chronione przed zagubieniem, przeoczeniem, dodawaniem czegoś do nich, duplikowaniem i zmianą podczas przetwarzania	Kontrole programowane włączone w <i>software</i> indywidualnych zastosowań obejmujące: – liczby kontrolne (<i>control totals</i>) – etykiety identyfikacyjne plików (<i>file identification labels</i>) – sprawdzenie limitu i racjonalności (<i>limit and reasonableness check</i>) – raport przed-i-po (<i>before-and-after report</i>) – testy następstwa (sekwencji) (<i>sequence tests</i>) – dane przedstawiające ślad procesu przetwarzania (<i>process tracing data</i>)
Kontrole wyjścia (informacji wynikowych) <i>output controls</i>	Dostarczanie wystarczającej pewności, że rezultaty przetwarzania są poprawne i że tylko upoważnieni pracownicy otrzymują dane wyjściowe w ustalonych terminach; kontrole dotyczą adekwatności uzyskanych informacji względem danych wejściowych i weryfikacji uprawnień do odczytu i korzystania z informacji	Dokładność rezultatu przetwarzania dotyczy uaktualnionych plików czytelnych komputerowo i wydruków wyjścia; cel ten spełniany jest poprzez: – uzgodnienie liczb (kwot, sum) (<i>reconciliation of totals</i>) – porównanie z dokumentami źródłowymi (<i>comparison to source documents</i>) – wizualne skanowanie (<i>visual scanning</i>), osoby kontrolujące zazwyczaj utrzymują kontrole nad udostępnianiem danych wyjściowych; aby ułatwić kontrolę nad dysponowaniem danymi wyjściowymi dokumentacja systemów powinna zawierać sprawozdawczą kartę dystrybucji

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Boynton, Johnson i Kell 2001, s. 344–346].

Podział obowiązków w ramach komórki IT oraz pomiędzy nią a komórkami użytkownikami powinien być poprawny. Wiele funkcji, jak: rozwój systemów, operacje, kontrole danych, administracja zabezpieczeń, powinno być podzielonych. Dział IT nie może poprawiać danych przekazanych przez działy użytkujące i musi być od nich organizacyjnie niezależny. Słabości ogólnych kontroli organizacyjnych i operacyjnych zazwyczaj wpływają na wszystkie zastosowania (aplikacje) IT. Kontrole zastosowania odnoszą się do programów działających w komputerowych systemach informacyjnych lub do przebiegu aplikacyjnych procesów przetwarzania, w tym również zastosowanych w środowisku informatycznym rachunkowości. Kontrola wewnętrzna ma w tym wypadku posłużyć się metodami i procedurami kontrolnymi w odniesieniu do przebiegu procesów „wejścia”, „przetwarzania” i „wyjścia”. Odpowiednio do tego wśród kontroli zastosowania wyróżnia się trzy grupy znanych kontroli ukazanych w tabeli 3.

Można również wskazać, że ustalenie zasad i procedur związanych z kontrolami na poziomie jednostki (ogólnymi) i z kontrolami systemów użytkowych (aplikacyjnymi) oraz z bezpieczeństwem zasobów informatycznych jest zdeterminowane możliwymi do wyodrębnienia funkcjami, celami i zadaniami kontroli w środowisku IT.

4. Funkcje, cele i zadania kontroli w środowisku IT

Funkcje, cele i zadania kontroli w środowisku IT są uwzględniane we wszystkich mniej lub bardziej rozbudowanych klasyfikacjach kontroli dokonywanych w tym środowisku (tabela 4).

Wyszczególnione w tabeli 4 funkcje, cele i zadania kontroli rozstrzygają o ustalaniu zasad i procedur odnoszących się do kontroli ogólnych realizowanych na poziomie jednostki oraz do kontroli zastosowania dotyczących systemu użytkowego. Można też wskazać, wynikające z innych sposobów klasyfikacji, różne typy i rodzaje kontroli możliwe i warte wprowadzenia w ramach kontroli wewnętrznej systemów informatycznych, jak np. podział: według celów – na kontrole finansowe i niefinansowe, według relacji do zagrożeń – na prewencyjne, detekcyjne i korekcyjne, a według architektury systemu – na kontrole przetwarzania wsadowego, przetwarzania bezpośredniego, baz danych, sieci komputerowych i stanowisk autonomicznych. Jednak podział na kontrole ogólne i kontrole zastosowania, dokonany z punktu widzenia usytuowania w jednostce procedur kontrolno-rewizyjnych, jest dominujący. Jest to podział dwupoziomowy obejmujący kontrole ustanawiane na poziomie jednostki gospodarczej oraz kontrole występujące na poziomie systemu informatycznego rachunkowości. Podział ten umożliwia charakterystykę obu rodzajów kontroli i dobrze odzwierciedla istotę

Tabela 4. Funkcje, cele i zadania kontroli w środowisku informatycznym

Funkcje	Cele i zadania
Odpowiedzialność za kontrolę	– wykonywanie nadzoru nad tworzeniem i dystrybucją informacji oraz zasobami systemu informacyjnego
Rozwój i reprodukcja zasobów systemu informatycznego	– zaspokajanie potrzeb jednostki przez system informatyczny – zapewnienie sprawnego wdrażania systemu informatycznego – zapewnienie sprawnego użytkowania systemu – zapewnienie sprawności procesu rozwoju i reprodukcji zasobów systemu
Przetwarzanie danych i wykorzystywanie zasobów systemu informatycznego	– zaspokajanie bieżących i przyszłych potrzeb użytkowników informacji – zapewnienie sprawnego wykorzystania zasobów systemu – zapewnienie wiarygodności systemu informatycznego
Zabezpieczenie systemu	– zapewnienie należytego podziału niekompatybilnych funkcji wewnątrz jednostki – zapewnienie wyłącznie uprawnionego dostępu do zasobów systemu informatycznego – zapewnienie fizycznego zabezpieczenia zasobów systemu informatycznego przed nieupoważnionym dostępem oraz przypadkowymi lub rozmyślnymi uszkodzeniami lub stratami – zapewnienie możliwości odzyskiwania lub odtwarzania procesów przetwarzania w przypadku ich przerwania – zapewnienie możliwości podtrzymania i odtworzenia najważniejszych dla użytkownika procesów przetwarzania, które uległy przerwaniu
Kontrola wewnętrzna w ramach systemu informatycznego	– zapewnienie właściwego przebiegu procesu wprowadzania danych, przetwarzania i generowania informacji – zapewnienie właściwego przetwarzania danych stałych i technologicznych oraz przechowywania danych

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Idzikowska 2002, s. 117].

funkcjonowania rachunkowości w środowisku informatycznym, a także ułatwia biegłym rewidentom badanie kontroli wewnętrznej w tym środowisku [Idzikowska 2002, s. 114–116]. Podobne zagadnienia traktowane są jako nieodzowne przy opracowywaniu planów kontroli w środowisku IT i mogą posłużyć za wzorce do ich tworzenia w danej jednostce.

5. Zakończenie

Kontrola wewnętrzna w środowisku informatycznym została przedstawiona głównie z wykorzystaniem aspektów IT wkomponowanych w elementy kontroli wewnętrznej modelu COSO, ze względu wiodącą jego rolę w tworzeniu ogół-

nych ram kontroli wewnętrznej. Zaprezentowanie ujęcia IT w modelu COSO nie wyczerpuje wielu innych projektów i propozycji podziału kontroli wewnętrznej istniejących w środowisku informatycznym, w tym specyficznych modeli odnoszących się wyłącznie do kontroli informatycznych, takich jak modele SAC i eSAC (IIA), model COBIT (ISACA), czy model SysTrust (AICPA i CICA). Przedstawiony podział kontroli w środowisku IT na kontrole ogólne i kontrole zastosowania ukazuje rangę i wzrastające znaczenie kontroli informatycznych w ramach systemów kontroli wewnętrznej każdej jednostki.

Literatura

- Boynton W.C., Johnson R.N., Kell W.G. [2001], *Modern Auditing*, 7th ed., John Wiley & Sons, Inc., New York–Toronto.
- Idzikowska G. [2002], *Wiarygodność danych a bezpieczeństwo zasobów w środowisku informatycznym rachunkowości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Moeller R. [2005], *Brink's Modern Internal Auditing*, 6th ed., Wiley, Inc., Hoboken, New Jersey, USA.
- MSRF 315 [2005], *Poznanie jednostki i jej środowiska oraz oszacowanie ryzyka wystąpienia istotnej nieprawidłowości*, Międzynarodowe Standardy Rewizji Finansowej 2005, KIBR, SKwP, Warszawa.
- Patterson R. [2002], *Kompendium terminów z zakresu rachunkowości i finansów po polsku i po angielsku*, PricewaterhouseCoopers, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.

Streszczenie

W artykule przedstawiono kontrolę wewnętrzną w środowisku informatycznym zgodnie z modelem COSO i podkreślono znaczenie tej kontroli dla systemów kontroli wewnętrznej jednostek. Kontrola ta została ukazana na podstawie aspektów IT występujących w elementach kontroli wewnętrznej. Wyjaśniono też kontrole ogólne i kontrole zastosowania jako główne kontrole przetwarzania informacji. Na końcu przedstawiono funkcje, cele i zadania kontroli w środowisku IT.

Słowa kluczowe: technologia informacyjna, systemy informacyjne, kontrola wewnętrzna, kontrole procesu przetwarzania, kontrole ogólne, kontrole zastosowania.

COSO Model-based Control of an IT Environment

The article presents internal control in an IT environment done in accordance with the COSO model and emphasises the importance of the control to an entity's internal control systems. The paper describes the key components of internal control including relevant IT aspects. It also explains general and application controls employed as the main infor-

mation processing controls. The final section characterises the functions, objectives and control tasks in the IT environment.

Keywords: information technology, information systems, internal control, information processing controls, general controls, application controls.

Patrycja Brańska

Artur Hołuj

Katedra Gospodarki Regionalnej
Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Gospodarka przestrzenna Krakowa. Ocena stanu oraz dotychczasowych działań w zakresie planowania przestrzennego w świetle badań ankietowych

1. Wprowadzenie

Gospodarowanie przestrzenią jest procesem długoterminowym, kosztownym i w obecnych czasach niezwykle złożonym. Długoterminowość wiąże się z tym, że proces planowania przestrzennego, a następnie realizacja inwestycji mających na celu uporządkowanie przestrzeni i nadanie jej określonych funkcji zajmuje wiele lat. Jednocześnie opracowanie, uchwalenie oraz wdrażanie dokumentów planistycznych służących zarządzaniu rozwojem przestrzennym generuje ogromne koszty (w krótkim, ale przede wszystkim długim okresie), które są pokrywane ze środków publicznych. O złożoności procesu gospodarowania przestrzenią decyduje kilka faktów.

Po pierwsze, planowanie przestrzenne, w myśl obowiązującej ustawy o planowaniu i zagospodarowaniu przestrzennym, odbywa się na wszystkich szczeblach administracji terytorialnej kraju (należy jednak uwzględnić tu bardzo znikomą

rolę samorządu powiatowego w projektowaniu zagospodarowania przestrzennego, gdyż jego zakres obowiązków jest niewielki). Ustawa jasno określa kompetencje poszczególnych władz, jednak wymóg uchwalania i realizacji planów zagospodarowania przestrzennego na szczeblu krajowym (*Koncepcja przestrzennego zagospodarowania kraju 2030*), wojewódzkim oraz gminnym może prowadzić do licznych konfliktów [Niewiadomski 2011]. Wymaga to prowadzenia przez władze publiczne zintegrowanej i w pełni kontrolowanej polityki.

Po drugie, planowanie przestrzenne jest procesem niezwykle konfliktogennym na poziomie użytkowników przestrzeni. Jest to problem znany na wszystkich obszarach, który w znacznej mierze spowalnia i utrudnia realizację tej polityki.

Po trzecie, gospodarowanie przestrzenią, aby było efektywne wymaga integracji działań z zakresu wielu innych rodzajów polityki, np.: ochrony środowiska, polityki regionalnej [Hołuj i Hołuj 2010, s. 280–288], polityki społecznej, rozwoju kultury, rozwoju przedsiębiorczości [Kresl 2010, s. 13–24].

Biorąc pod uwagę przedstawione fakty oraz to, że jakość zagospodarowania przestrzennego [Steiner i Butler 2007, s. 6–13], na którą składa się zarówno funkcjonalność przestrzeni, jak również jej estetyka, determinuje rozwój społeczno-gospodarczy jednostek terytorialnych, planowanie przestrzenne zajmuje ważne miejsce w polityce prowadzonej przez najbardziej rozwinięte kraje na świecie [Szymańska 2007].

Planowanie przestrzenne to nie tylko zagadnienie i jego problematyka w wymiarze krajowym, ale także międzynarodowym, czego przykładem mogą być liczne działania o charakterze monitorującym i doradczym podejmowane przez instytucje Unii Europejskiej [Newman i Thornley 1996].

Okres planowania centralnego w Polsce spowodował, że zaniechano licznych istotnych działań na szczeblu lokalnym, takich jak np. planowanie przestrzenne rozumiane jako działanie zmierzające do zrównoważonego zagospodarowania zgodnego m.in. z kanonami proekologicznymi. Ponadto planowanie przestrzenne w tym okresie w ogóle nie znajdowało odpowiedniego, dążącego do uzyskania na obszarze Polski szeroko pojmowanego ładu przestrzennego, zainteresowania ze strony władz państwowych. Efektem tego jest w dalszym ciągu relatywnie duży chaos obniżający zarówno jakość życia mieszkańców, jak również jej atrakcyjność dla potencjalnych inwestorów.

Pomimo że polityka przestrzenna od kilkunastu lat jest ważnym zagadnieniem dla władz, to długoterminowość, wysokie koszty jej prowadzenia, złożoność procesu, jak również wciąż niewykształcone rozwiązania instytucjonalne powodują, że w Polsce problem zagospodarowania przestrzennego nadal stanowi poważny czynnik utrudniający prowadzenie efektywnej polityki społeczno-gospodarczej [Sosnowski 2011].

Problem ten nabiera szczególnego znaczenia w przypadku obszarów zurbanizowanych, pełniących wiele funkcji będących często wizytówką regionu, stanowiących siłę napędową dla jego rozwoju. Wspomniany wcześniej chaos przestrzenny dotyczy przede wszystkim obszarów zurbanizowanych, gęsto zabudowanych, gdzie wprowadzenie nowych rozwiązań podnoszących jakość przestrzeni jest trudne, a w krótkim okresie często niemożliwe.

Ponadto pojawiają się nowe problemy związane z gospodarką przestrzenną. Jednym z nich jest niekontrolowane rozprzestrzenianie się zabudowy [Leoński, Szewczyk i Kruś 2012]. Jest to zjawisko nazywane *urban sprawl*, które w przyszłości będzie generować dodatkowe koszty dla samorządów terytorialnych związane z zapewnieniem funkcjonalności infrastruktury technicznej niezbędnej do zamieszkania w danej przestrzeni [Couch, Petschel-Held i Leontidou 2007].

Wpływ zagospodarowania przestrzennego na rozwój społeczno-gospodarczy wydaje się oczywisty, jednak problem jakiego dostarcza zmierzenie stanu zagospodarowania przestrzennego w znaczny sposób utrudnia jego dowiedzenie poprzez wykorzystanie metod ilościowych¹.

Autorzy niniejszego artykułu podjęli próbę weryfikacji tezy na podstawie badań ankietowych, że planowanie przestrzenne w znacznym stopniu determinuje procesy rozwoju społeczno-gospodarczego². Celem przeprowadzonych badań było ponadto rozpoznanie priorytetów rozwoju dzielnicy wśród mieszkańców oraz wśród osób odpowiedzialnych za jej rozwój, poznanie ich zdania na temat dotychczas przeprowadzanych inwestycji na terenie dzielnicy, jak również identyfikacja aktywności mieszkańców w obszarze problemów planowania przestrzennego oraz ich zdania na temat efektywności stosowanych w ramach polityki przestrzennej wybranych narzędzi (planów miejscowych oraz decyzji o warunkach zabudowy). Badania o podobnym charakterze, jednak poświęcone głównie problematyce planowania przestrzennego – ekonomicznym jego skutkom, gospodarki przestrzennej, czy funkcjonowania jednostek samorządu terytorialnego – realizowano już wcześniej w Polsce (m.in.: P. Śleszyński i P. Fogel).

Ankiety przeprowadzono wśród członków zarządów dzielnic, ponieważ opinia osób bezpośrednio zaangażowanych w problemy rozwoju społeczno-gospodarczego dzielnic, jak również problemy związane z zagospodarowaniem

¹ Decyduje o tym zarówno złożoność elementów składających się na zagospodarowanie przestrzenne, w znaczącej mierze subiektywność oceny, jak również brak dostępu do wielu informacji.

² Badania ankietowe realizowano w granicach administracyjnych Krakowa w okresie: styczeń–luty 2012 r. Respondentami byli mieszkańcy (900 ankiet – po 50 w każdej dzielnicy – składających się z 21 pytań otwartych i zamkniętych) oraz pracownicy różnych urzędów, instytucji oraz pracownicy wszystkich Rad Dzielnic Krakowa (200 ankiet, składających się z 38 pytań otwartych i zamkniętych). Po weryfikacji udzielonych odpowiedzi, odrzuceniu ankiet wypełnionych w sposób niepełny, analizę w przypadku pierwszym, oparto na wywiadach udzielonych przez 845 respondentów. Ankiety w drugim przypadku w 90% posłużyły do dalszych prac badawczych.

przestrzennym, wydają się znaczące w świetle prowadzonych badań. Drugą z ankietowanych grup byli mieszkańcy Krakowa. Dobór próby badawczej miał charakter warstwowy z alokacją równomierną próby w warstwie. W celu uzyskania odpowiedzi z całego obszaru Krakowa zdecydowano się przeprowadzić badania wśród losowo wybranych pięćdziesięciu mieszkańców każdej z dzielnic. Nie zdecydowano się na proporcjonalny dobór próby w celu uniknięcia nadreprezentatywności największych dzielnic Krakowa zwłaszcza tych, gdzie znajdują się duże skupiska bloków mieszkalnych.

2. Profil społeczno-gospodarczy Krakowa

Kraków stanowi zarówno w skali krajowej, jak i europejskiej znaczący ośrodek rozwoju. Jako stolica regionu małopolskiego spełnia wiele funkcji. Do najważniejszych z nich, stanowiących o jego rozwoju oraz roli jaką odgrywa, należą funkcje: gospodarcza, naukowa oraz kulturowa. Według raportu „Financial Times” *European Cities and Regions of the Future 209/2010*, Kraków znajduje się na szóstym miejscu wśród miast Europy Środkowo-Wschodniej pod względem atrakcyjności gospodarczej. W grudniu 2010 r. Kraków liczył 756 183 mieszkańców, co stanowiło prawie 23% ogółu mieszkańców województwa małopolskiego. Pod względem liczby mieszkańców plasował się na drugim miejscu w Polsce³.

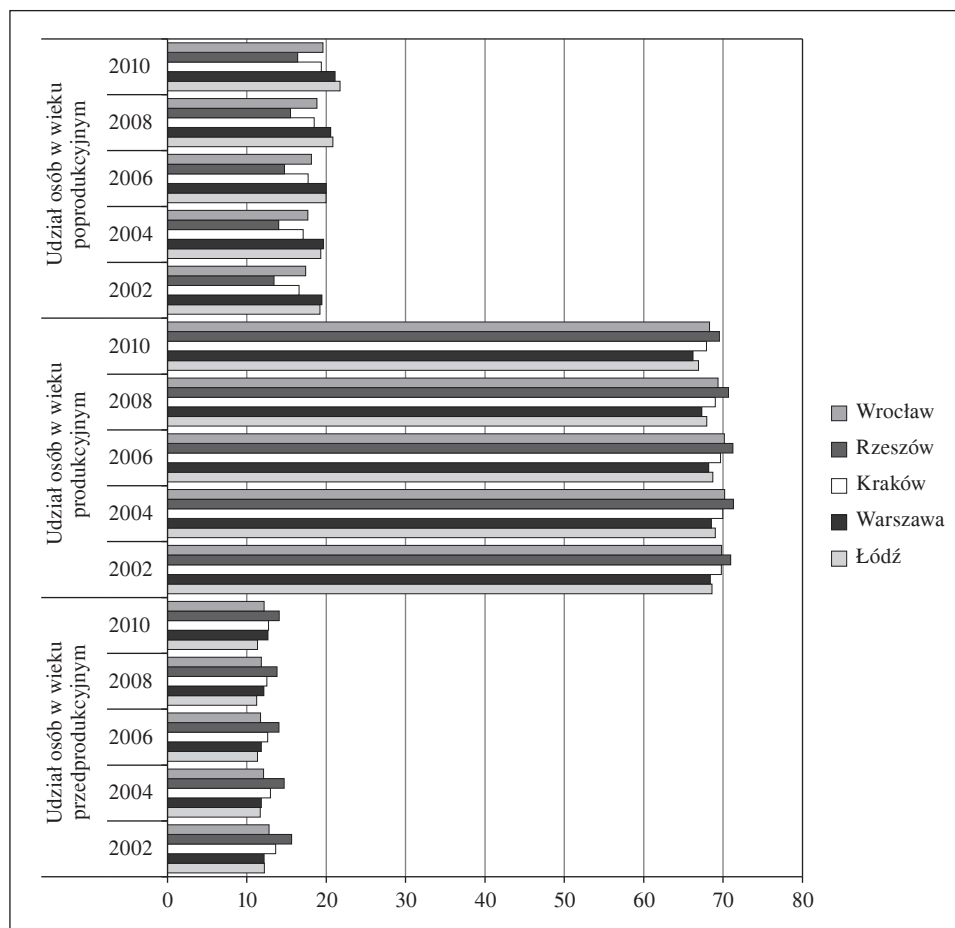
Od 2008 r. w Krakowie notowany jest dodatni przyrost naturalny, jednak w ostatnich latach wzrasta udział osób w wieku poprodukcyjnym. Sytuacja ta dotyczy także innych miast wojewódzkich w Polsce. W 2010 r. w Krakowie udział ten wyniósł 19,3% i był niższy niż w Łodzi (21,7%) i Warszawie (21,1%) oraz Wrocławiu (19,5%), natomiast w Rzeszowie wyniósł (16,4%). Udział osób w wieku produkcyjnym od 2002 r. utrzymuje się na podobnym poziomie i jest zbliżony do innych miast wojewódzkich w Polsce (rys. 1).

W skali Krakowa do obszarów charakteryzujących się wysokim odsetkiem osób w wieku produkcyjnym zaliczają się: Mistrzejowice, Prądnik Czerwony, północna część Czyżyn, a także Podgórze Duchackie oraz Bieżanów-Prokocim.

Od kilku lat widoczne jest stałe dodatnie saldo migracji w gminach ościennych (np. Zielonki, Zabierzów, Michałowice, Kocmyrzów-Luborzyca, Czernichów). Świadczyć to może o postępujących procesach suburbanizacji, a więc rozrastania się terenów zurbanizowanych na obszary przyległe do granic miasta. Jest to tendencja charakterystyczna dla większości dużych aglomeracji na świecie, pociągająca za sobą potrzebę prowadzenia przez władze samorządowe odpowiedniej polityki przestrzennej, opartej na jasno sformułowanych celach rozwoju. W opra-

³ Na podstawie danych GUS, Bank Danych Lokalnych 2012, www.stat.gov.pl/bdl/app/dane_podgrup.hier?p_id=1242398p_token=1093726933.

cowaniach UE dotyczących polityki przestrzennej Kraków, ze względu na swój potencjał ludnościowy, zaliczany jest do ośrodków „mega”.



Rys. 1. Struktura wieku ludności w wybranych miastach Polski

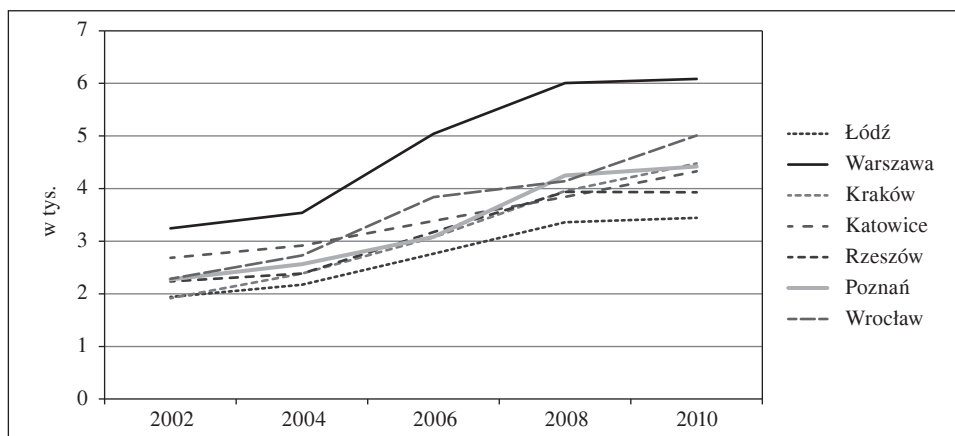
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS, Bank Danych Lokalnych.

Wysokość dochodów budżetu Krakowa na mieszkańca w 2010 r. wyniosła 4479,95 zł i w porównaniu z 2002 r. zwiększyła się o ponad 133%⁴.

Spośród innych miast wojewódzkich wyższy poziom dochodów na mieszkańca w latach 2002–2010 odnotowały Warszawa oraz Wrocław (rys. 2). W 2010 r.

⁴ Na podstawie danych GUS, BDL 2012 r. oraz Raportów o stanie miasta 2003–2011 r. Biuletyn informacji publicznej Miasta Krakowa (www.bip.krakow.pl).

w Krakowie było zarejestrowanych 115 687 przedsiębiorstw. Liczba ta stanowiła prawie 35% ogółu przedsiębiorstw zarejestrowanych w woj. małopolskim. Ponad 95% to przedsiębiorstwa mikro. Największe przedsiębiorstwa (zatrudniające przynajmniej 250 osób) stanowiły w 2010 r. 0,18% ogółu. W tym czasie na terenie Krakowa działało 2670 spółek handlowych z udziałem kapitału zagranicznego. W porównaniu z 2005 r. liczba tych podmiotów wzrosła o 48%; dynamika ta była najwyższa w kraju.



Rys. 2. Dochód budżetu miasta na 1 mieszkańca w wybranych miastach Polski

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS, Bank Danych Lokalnych.

Dzięki rozwiniętej działalności akademickiej Kraków może przyciągać inwestorów poszukujących wykwalifikowanych pracowników. Obecnie jest coraz częściej określany jako „dolina usług” dla Europy. W Krakowie dynamicznie rozwija się sektor BPO (Business Process Offshoring), SCS (Support Computer System), R&D (Research and Development) oraz IT (Information Technology).

Do najważniejszych atutów Krakowa przyciągających inwestorów można zaliczyć:

- położenie geograficzne – na południu kraju, w pobliżu aglomeracji śląskiej; w promieniu 100 km od Krakowa mieszka ponad 8 mln ludzi,
- dobrą dostępność komunikacyjną Krakowa,
- wysoką podaż wykwalifikowanej kadry.

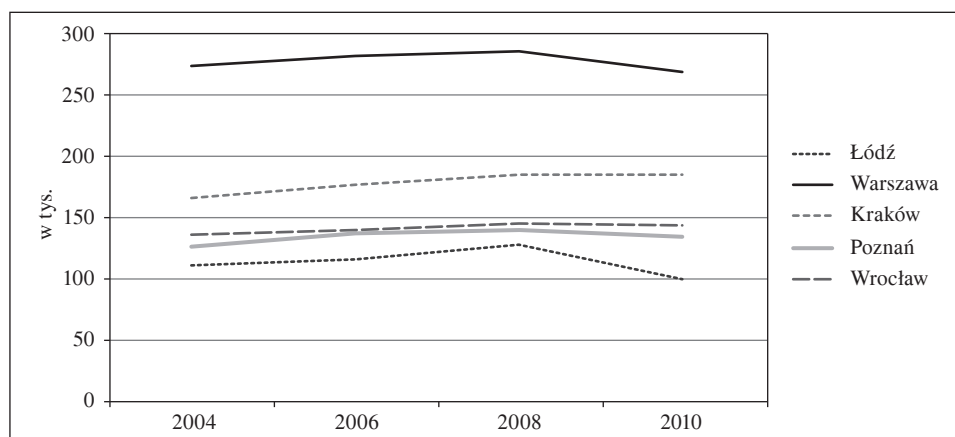
Kraków, stanowiąc znaczący w skali Europy Środkowo-Wschodniej ośrodek gospodarczy, posiada atrakcyjny rynek nieruchomości. W 2010 r. dysponował 388 030 m² powierzchni biurowej. Pod tym względem w skali Polski znajdował się na drugim miejscu po Warszawie. Nowoczesne biurowce są skupione w takich miejscach Krakowa, jak:

- obrzeża Starego Miasta,
 - północno-zachodnia część – Bronowice, Prądnik Biały,
 - południowa część – (Łagiewniki-Borek Fałęcki, Podgórze Duchackie)
- obszar na zachód od ul. Zakopiańskiej, ul. Wadowicka, ul. Wielicka oraz ul. Kamieńskiego, teren Zabłocia,
- Czyżyny (Krakowski Park Technologiczny).

Popyt na powierzchnie biurowe w Krakowie generuje przede wszystkim sektor BPO (Business Process Outsourcing). W 2010 r. w Krakowie oddano do użytku 4710 nowych mieszkań. Przynależność dzielnicy do określonej strefy cenowej wydaje się uzależniona od odległości od starego centrum miasta. Wydzieliła się następujące strefy cenowe:

- I (Stare Miasto),
- II (Krowodrza, Zwierzyniec, Bronowice, Grzegórzki, Podgórze),
- III (Mistrzejowice, Podgórze Duchackie, Prądnik Biały, Prądnik Czerwony, Dębniki, Czyżyny, Łagiewniki-Borek Fałęcki,
- IV (Bieżanów-Prokocim, Bieńczyce, Swoszowice, Nowa Huta, Wzgórze Krzesławickie).

Kraków stanowi jedno z najczęściej odwiedzanych przez turystów miast w Polsce. Turystyka stanowi obecnie jeden filarów rozwoju miasta. W 2010 r. do Krakowa przyjechało 6050 tys. turystów, z czego turyści krajowi stanowili 67% natomiast zagraniczni 33%. Zarówno w skali krajowej, jak i europejskiej Kraków jest ważnym ośrodkiem rozwoju nauki i kultury. Pod względem liczby studentów studiów wyższych znajduje się na drugim (po Warszawie) miejscu w Polsce (rys. 3). Kraków pełni zarówno w skali krajowej, jak i europejskiej wiele



Rys. 3. Liczba studentów w wybranych miastach Polski

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS, Bank Danych Lokalnych.

istotnych funkcji, co stawia przed jego władzami (kreującymi politykę społeczną, gospodarczą, w tym także przestrzenną) istotne wyzwania.

Dzielnice Krakowa jako jego jednostki pomocnicze działają na podstawie Statutu Dzielnic Krakowa z 1996 r. W związku ze zmianami granic Krakowa i włączaniem do niego coraz to nowych podmiejskich miejscowości liczba dzielnic zwiększa się. Organami dzielnic są rady i zarządy. W kompetencjach władz dzielnic leżą sprawy publiczne o znaczeniu lokalnym, a także działania służące zaspokajaniu potrzeb zbiorowych oraz poprawie jakości życia mieszkańców powierzone przez Radę Miasta. W sprawach szczególnie ważnych dla rozwoju dzielnicy jej władze mogą wnioskować do organów Miasta, prezydenta, jednostek komunalnych.

W Krakowie wyodrębniono 18 dzielnic (<http://www.bip.krakow.pl>, 21.05.2012 r.):

I	Stare Miasto	X	Swoszowice
II	Grzegórzki	XI	Podgórze Duchackie
III	Prądnik Czerwony	XII	Bieżanów-Prokocim
IV	Prądnik Biały	XIII	Podgórze
V	Krowodrza	XIV	Czyżyny
VI	Bronowice	XV	Mistrzejowice
VII	Zwierzyniec	XVI	Bieńczyce
VIII	Dębniki	XVII	Wzgórze Krzesławickie
IX	Łagiewniki-Borek Fałęcki	XVIII	Nowa Huta

3. Rozwój i zagospodarowanie przestrzenne dzielnic Krakowa w opinii ich mieszkańców

Do zadań istotnych ze względu na zagospodarowanie przestrzenne do kompetencji władz dzielnicy należy opiniowanie na wniosek mieszkańców lub z własnej inicjatywy studium uwarunkowań i kierunków zagospodarowania przestrzennego oraz projektów miejscowych planów zagospodarowania przestrzennego dotyczących jej obszaru, inwestycji infrastrukturalnych, w tym dotyczących połączeń komunikacyjnych, a także innych przepisów (np. dotyczących funkcjonowania parkingów, targowisk) [Statut Dzielnicy I Miasta Krakowa, 1996].

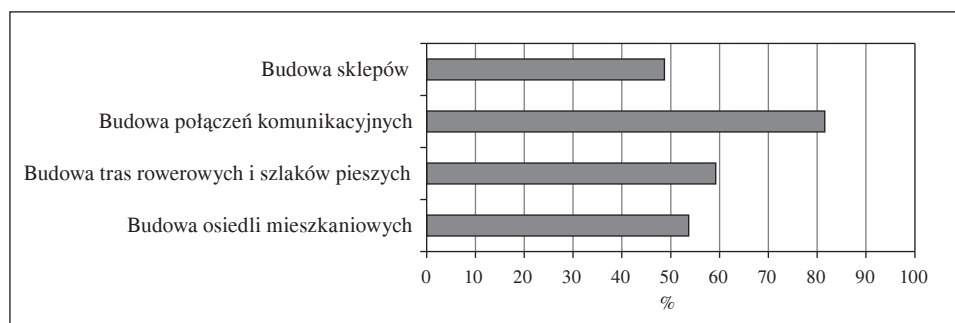
Obecne osiemnaście dzielnic Krakowa charakteryzuje znaczne zróżnicowanie pod względem gęstości zabudowy, jak również gęstości zaludnienia. Przykładowo do najgęściej zaludnionych należą: Bieńczyce (11 887 osób/km²), Mistrzejowice (9812), Prądnik Czerwony (7485) oraz Stare Miasto (7357). Najniższy wskaźnik

zaludnienia charakteryzuje dzielnice: Zwierzyniec (710), Wzgórza Krzesławickie (787), Nowa Huta (816)⁵.

Głównym celem badań ankietowych przeprowadzonych wśród mieszkańców Krakowa było rozpoznanie ich opinii na temat stanu zagospodarowania przestrzennego (przynajmniej niektórych jego aspektów). Ponadto celem badania było rozpoznanie tych działań, które w opinii mieszkańców w dużym stopniu wpłynęły na rozwój dzielnicy. Analizę przeprowadzono z podziałem na poszczególne dzielnice, a w przypadkach, gdy podjęte działania okazywały się ważne, pokazano różnice.

Według ankietowanych mieszkańców kwestiami priorytetowymi dla władz Krakowa są: usługi komunalne (71%), kultura i ochrona dóbr kultury (69%), edukacja publiczna (69%), turystyka i promocja (68%) oraz zagospodarowanie przestrzenne i polityka przestrzenna (66%).

Większość ankietowanych osób uważa, że do najważniejszych inwestycji ostatnich 20 lat w dzielnicy, które znacząco przyczyniły się do jej rozwoju należą te z zakresu rozbudowy infrastruktury komunikacyjnej. Mieszkańcy takich dzielnic, jak: Łagiewniki-Borek Fałęcki, Czyżyny, Grzegórzki, Prądnik Biały, czyli tych dzielnic na obszarze, których powstały w ostatnich latach znaczące obiekty handlowo-usługowe wskazywali, że o rozwoju ich dzielnicy decydowały inwestycje o charakterze komercyjnym (rys. 4).



Rys. 4. Najważniejsze dla rozwoju dzielnicy inwestycje przeprowadzone w ciągu ostatnich 20 lat

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań ankietowych.

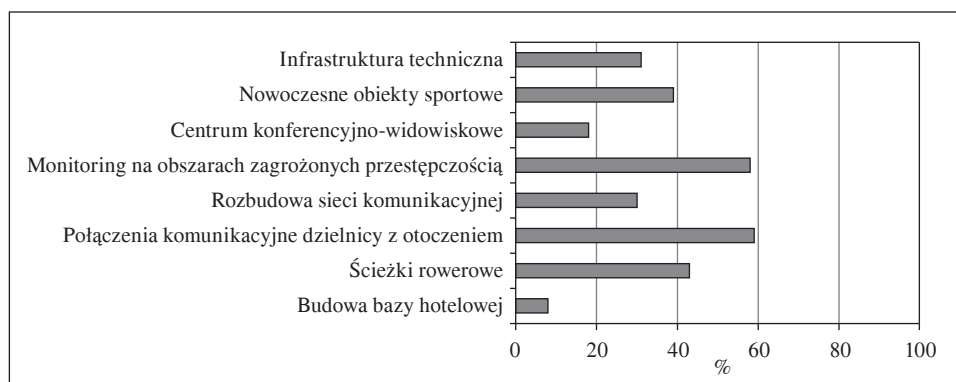
Do najważniejszych ze względu na rozwój dzielnicy, które zostały wymienione przez respondentów, należą miejsca i obiekty użyteczności publicznej (ogrody zabaw dla dzieci, obiekty sportowe, szkoły i przedszkola, parki) co świadczy, że dla mieszkańców rozwój związany jest z jakością życia, o której decyduje stan

⁵ BIP, Liczba mieszkańców w poszczególnych dzielnicach, stan na dzień 31.12.2007.

przestrzeni publicznej. Nieco mniej osób wskazało na inwestycje z zakresu infrastruktury komunikacyjnej (głównie linie tramwajowe, szlaki pieszych, ścieżki rowerowe oraz parkingi).

Według ankietowanych mieszkańców Krakowa do najważniejszych potrzeb inwestycyjnych w ich dzielnicy należą: rozbudowa połączeń komunikacyjnych zarówno wewnątrz dzielnicy, jak również lepsze skomunikowanie samej dzielnicy z innymi częściami miasta.

Oprócz infrastruktury komunikacyjnej istotne znaczenie w opinii mieszkańców ma monitorowanie obszarów zagrożonych przestępczością (rys. 5).



Rys. 5. Największe potrzeby inwestycyjne w Krakowie według jego mieszkańców

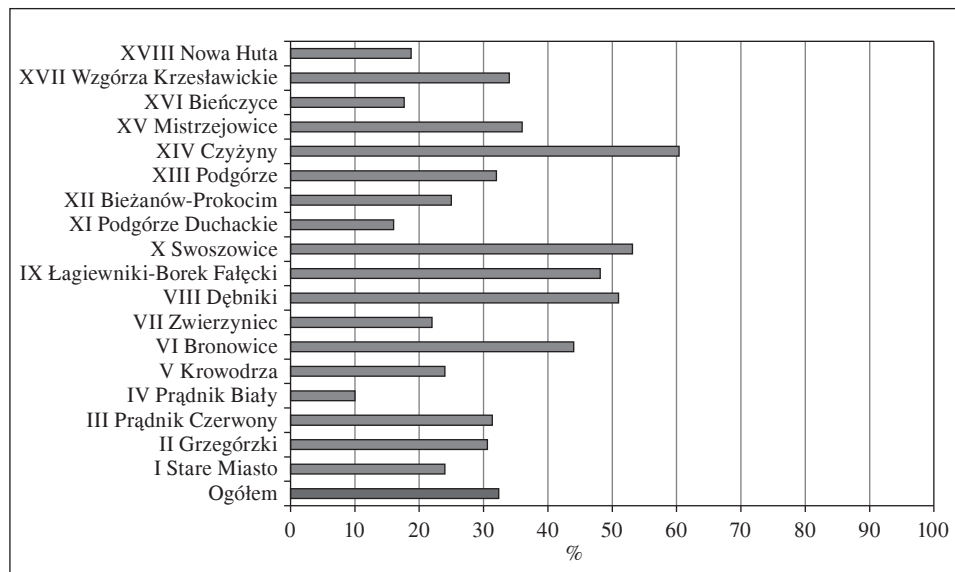
Źródło: opracowanie własne na podstawie badań ankietowych.

Znaczące dysproporcje w odpowiedziach udzielanych przez respondentów w zależności od miejsca zamieszkania dotyczą rozwoju infrastruktury technicznej. Stanowi on priorytet dla mieszkańców takich dzielnic, jak: Czyżyny (60%), Swoszowice (53%) oraz Dębniki (51%). Mieszkańcy dzielnic Prądnik Biały, Bieńczyce, Nowa Huta rzadziej wskazywali na rozwój infrastruktury technicznej jako działania priorytetowego dla rozwoju ich dzielnic (rys. 6).

Na komfort życia mieszkańców związanych z szeroko rozumianym zagospodarowaniem przestrzennym oprócz takich aspektów, jak: dobrze rozwinięta infrastruktura techniczna i społeczna, atrakcyjna przestrzeń publiczna składa się poczucie bezpieczeństwa. Zależy ono od wielu czynników, z których najważniejszy jest poziom stopy życiowej mieszkańców. Można jednak założyć, że organizacja przestrzeni także wpływa na liczbę zdarzeń z użyciem przemocy. Takie elementy, jak oświetlenie ulic oraz tras pieszych, sieć monitoringu, brak tzw. ciemnych zaułków mogą skutecznie eliminować chuligańskie zachowania.

Najmniej bezpiecznie w Krakowie czują się mieszkańcy takich dzielnic, jak: Swoszowice (65%), Dębniki (63%), Grzegórzki (61%), Krowodrza (58%) oraz

Mistrzejowice (56%). Najmniej zagrożeni czują się mieszkańcy: Podgórze Duchackiego (18%), Bieńczyce (21%), Nowej Huty (25%) oraz Zwierzyńca (30%) (rys. 7).



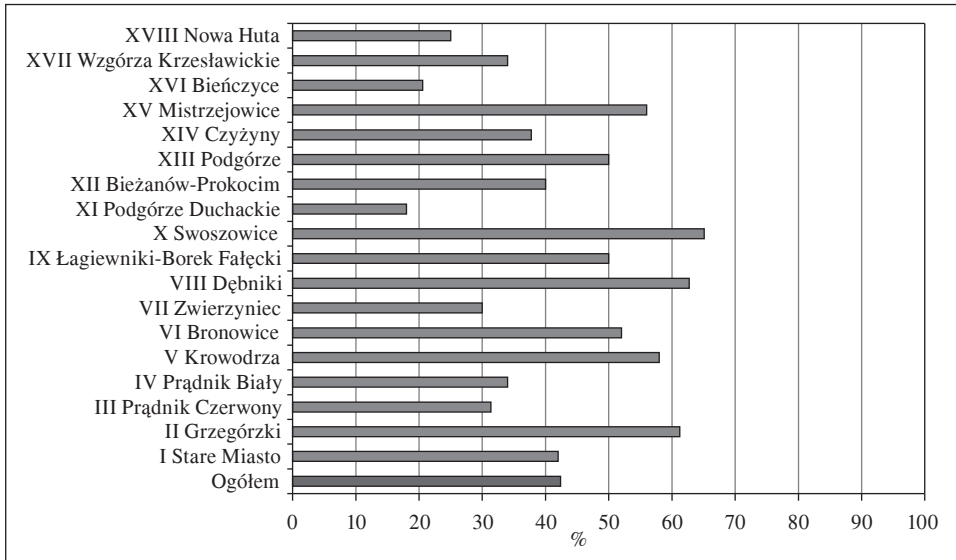
Rys. 6. Infrastruktura techniczna jako priorytet rozwoju dla poszczególnych dzielnic w opinii ich mieszkańców

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań ankietowych.

Istotnym elementem zagospodarowania przestrzennego jest estetyka budynków oraz czystość i porządek w miejscach publicznych, które składają się na szeroko rozumiany ład przestrzenny. Z tego powodu mieszkańców poszczególnych dzielnic poproszono o ocenę estetyki elementów zagospodarowania przestrzennego Krakowa (rys. 8).

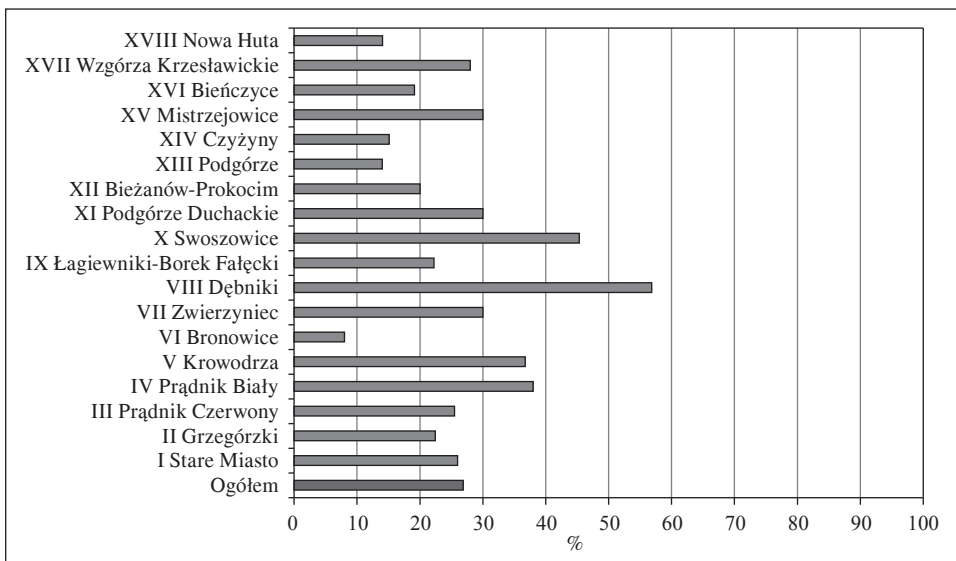
Ogólnie ankietowani nisko oceniają estetykę przestrzeni w Krakowie. Najlepiej postrzegają ją mieszkańcy takich dzielnic, jak: Dębniki (57%), Swoszowice (45%), Prądnik Biały (38%) oraz Krowodrza (37%). Mieszkańcy najprawdopodobniej oceniali estetykę miejskiej przestrzeni przez pryzmat swoich dzielnic, gdyż należą one do jednych z najatrakcyjniej zagospodarowanych miejsc w Krakowie. Najbardziej estetykę przestrzeni Krakowa oceniają mieszkańcy: Bronowic (8%), Podgórze (14%), Nowej Huty (14%) oraz Bieńczyce (15%).

Mieszkańcy poszczególnych dzielnic różnie oceniają jakość życia w Krakowie. Ogólny poziom zadowolenia kształtuje się na średnim poziomie (rys. 9). Najwyżej oceniają ją mieszkańcy Grzegórzki (73% ankietowanych wskazało pozytywną ocenę), Swoszowic (58%) oraz Prądnika Białego (57%). Najniżej jakość życia



Rys. 7. Poczucie bezpieczeństwa w dzielnicach Krakowa w opinii ich mieszkańców (% udział odpowiedzi negatywnych)

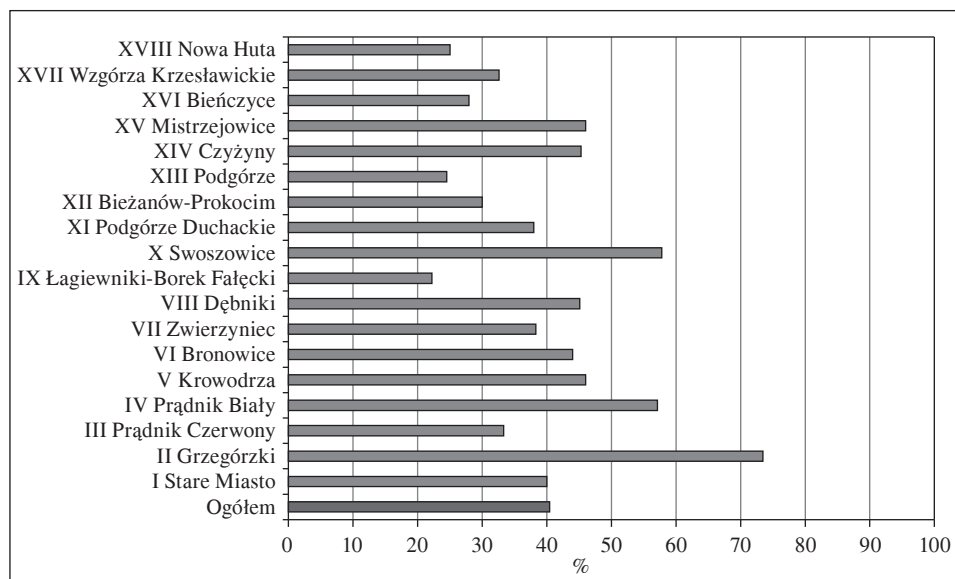
Źródło: opracowanie własne na podstawie badań ankietowych.



Rys. 8. Estetyka zagospodarowania przestrzennego w poszczególnych dzielnicach Krakowa w opinii ich mieszkańców (% udział odpowiedzi pozytywnych)

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań ankietowych.

oceniają mieszkańcy Łagiewnik i Borku Fałęckiego (22% ankietowanych wskazało pozytywną ocenę), Podgórze (24%) oraz Nowej Huty (25%).

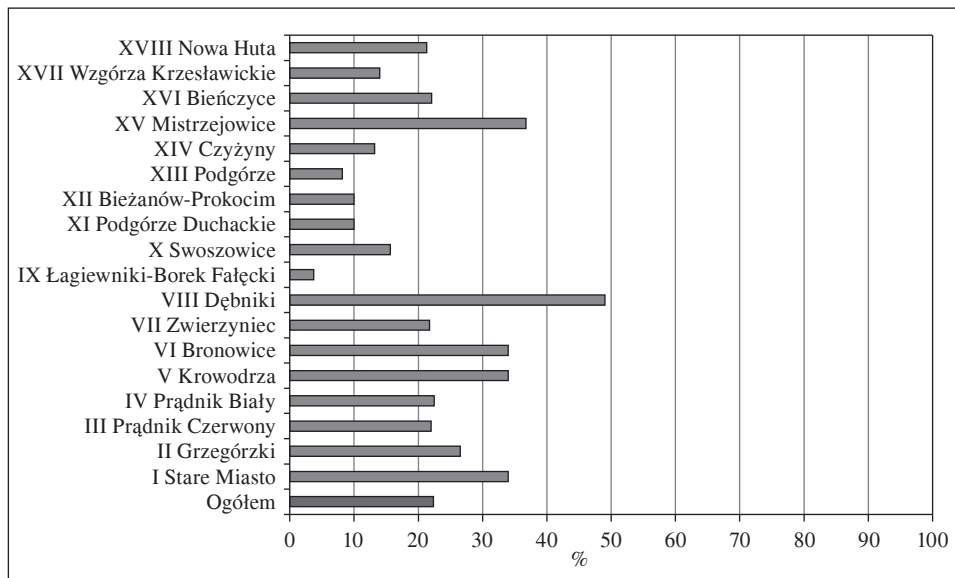


Rys. 9. Jakość życia w Krakowie w opinii jego mieszkańców (% udział odpowiedzi pozytywnych)

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań ankietowych.

Stan zagospodarowania przestrzennego stanowi przede wszystkim efekt prowadzonej przez władze lokalne polityki przestrzennej. System planowania przestrzennego narzucony jest przez ustawę z 27 marca 2003 r., która dała władzom lokalnym narzędzia za pomocą, których mogą prowadzić politykę zagospodarowania przestrzennego [Ustawa z dnia 27 marca 2003 r. o planowaniu i zagospodarowaniu przestrzennym]. Należą do nich m.in. miejscowe plany zagospodarowania przestrzennego, decyzje o pozwoleniu na budowę oraz decyzje o warunkach zabudowy i zagospodarowania terenu. O jakości polityki przestrzennej decyduje efektywność wykorzystania tych narzędzi, natomiast ocena zagospodarowania przestrzennego jest często oparta na subiektywnych odczuciach użytkowników przestrzeni (mieszkańców, turystów). Są one związane zarówno z estetyką przestrzeni (np. dopasowaniem nowo powstających obiektów do otoczenia, modernizacją czy rewitalizacją istniejących), jak również komfortem funkcjonowania w tej przestrzeni (np. dostępnością komunikacyjną, dostępem do różnego rodzaju usług, możliwością wypoczynku). Zagospodarowanie przestrzenne jest procesem długoterminowym, na jego jakość składa się wiele decyzji

podejmowanych na przestrzeni wielu lat przez różnych jej użytkowników. Od dawna, również za granicą [Gurran 2011], toczą się dyskusje o niskiej jakości przestrzeni w Polsce. Sytuacja ta stawia przed władzami lokalnymi, a także regionalnymi i krajowymi duże wyzwanie. Większość ankietowanych (78%) nisko ocenia planowanie przestrzenne w Krakowie. Pozytywnie ocenia planowanie przestrzenne 22% respondentów (rys. 10).



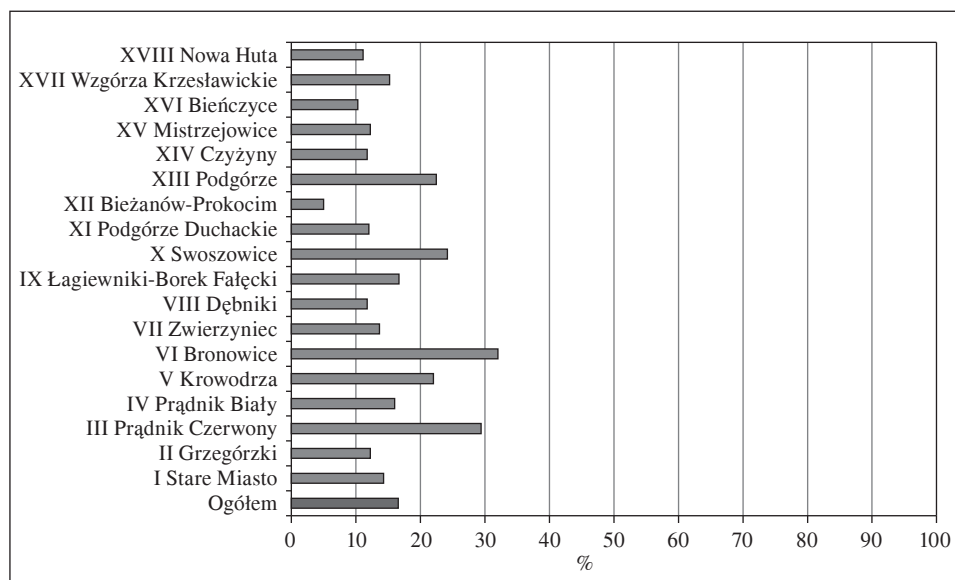
Rys. 10. Efektywność planowania przestrzennego w Krakowie w opinii jego mieszkańców (% udział odpowiedzi pozytywnych)

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań ankietowych.

Najwięcej pozytywnych ocen zostało wskazanych przez mieszkańców Dębnik (49%), Mistrzejowic (37%), Starego Miasta, Krowodrzy oraz Bronowic (po 34%). Najmniej pozytywnych ocen wskazali mieszkańcy Łagiewnik i Borku Fałęckiego (4%), Podgórza (8%), Podgórza Duchackiego oraz Dzielnicy Bieżanów Prokocim (po 10%).

Proces planowania przestrzennego w Polsce posiada charakter uspołeczniony. Oznacza to, że społeczeństwo na różnych etapach planowania może mieć wpływ na ostateczną treść dokumentów planistycznych, na podstawie których władze lokalne zarządzają przestrzenią. Możliwość ta ma, z jednej strony, łagodzić konflikty, jakie zazwyczaj rodzą się na etapie przeprowadzania różnego rodzaju inwestycji. Z drugiej strony, ma pomóc w zagospodarowywaniu przestrzeni w sposób efektywny oraz komfortowy z punktu widzenia jej użytkowników

(z poszanowaniem wymogów ochrony jej wartości). Jednak niewielki odsetek ankietowanych mieszkańców Krakowa interesuje się dokumentacją planistyczną. W przypadku większości dzielnic odsetek osób interesujących się planowaniem przestrzennym wynosi kilkanaście procent. Wyjątek stanowią: Bronowice (32%), Prądnik Biały (29%), Swoszowice (24%), Krowodrza i Podgórze (po 22%). Najmniejsze zainteresowanie dokumentacją planistyczną wykazali mieszkańcy Bieżanowa (5%), Bieńczyce (10%), Nowej Huty (11%), Czyżyn oraz Mistrzejowic (po 12%). Są to dzielnice, w których dominuje zabudowa wielorodzinna, co zazwyczaj powoduje mniejszą liczbę konfliktów przestrzennych, a tym samym mniejsze zainteresowanie procesem planowania przestrzennego niż w przypadku osób mieszkających w domach jednorodzinnych (rys. 11).



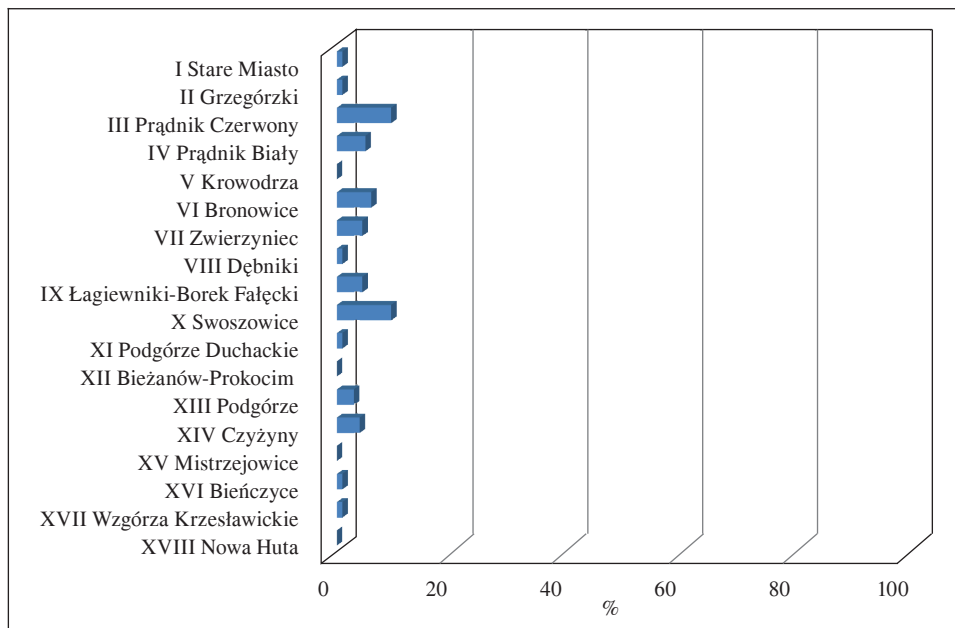
Rys. 11. Zainteresowanie dokumentacją planistyczną przez mieszkańców Krakowa (% udział odpowiedzi pozytywnej)

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań ankietowych.

Dalszy ciąg kwestii zainteresowania dokumentacją planistyczną stanowi pytanie o to, czy ankietowany złożył kiedykolwiek uwagę do projektu miejscowego planu zagospodarowania przestrzennego.

Spośród ankietowanych mieszkańców Krakowa uwagę do projektu planu złożyły 24 osoby, co stanowi 2,6%. Najwięcej uwag do projektu planu miejscowego złożyli ankietowani mieszkańcy takich dzielnic, jak: Swoszowice (9%), Prądnik Czerwony (9%) oraz Bronowice (6%). W przypadku Nowej Huty,

Mistrzejowic, Bieżanowa-Prokocimia oraz Krowodrzy żaden z ankietyowanych mieszkańców nie złożył wniosku do projektu planu miejscowego (rys. 12).



Rys. 12. Odsetek mieszkańców Krakowa, którzy złożyli uwagę do projektu planu miejscowego (według dzielnic)

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań ankietowych.

Celem przeprowadzonych badań ankietowych była próba rozpoznania zależności pomiędzy stanem zagospodarowania przestrzennego (różnych jego elementów), a jakością życia w dzielnicach Krakowa. Analizy wykazały, że stopień zależności pomiędzy nimi jest duży (tabela 1).

Tabela 1. Rozkład odpowiedzi na pytania 14 i 15

		P 15. Jak Pan/Pani ocenia planowanie przestrzenne w Krakowie	
		0	1
P14 Jak Pan/Pani ocenia jakość życia w Krakowie?	0	463	78
	1	243	125

Źródło: opracowanie własne.

Na podstawie przeprowadzonej analizy można stwierdzić występowanie istotnej współzależności pomiędzy odpowiedziami na pytanie dotyczące oceny jakości życia w Krakowie a pytaniem o efektywność planowania przestrzennego. Prawdopodobieństwo testowe (*p-Value*) w zastosowanym teście wynosiło $p = 0,000$.

Tabela 2. Rozkłady brzegowe odpowiedzi na pytania 14 i 15

		P14 Jak Pan/Pani ocenia jakość życia w Krakowie	
		0	1
P15 Jak Pan/Pani ocenia planowanie przestrzenne w Krakowie	0	65,58%	34,42%
	1	38,42%	61,58%

		P15 Jak Pan/Pani ocenia planowanie przestrzenne w Krakowie	
		0	1
P 14 Jak Pan/Pani ocenia jakość życia w Krakowie	0	85,58%	14,42%
	1	66,03%	33,97%

Źródło: opracowanie własne.

Z wyników analizy zamieszczonych w tabeli 2 wynika, że prawie 66% respondentów, którzy negatywnie ocenili planowanie przestrzenne w Krakowie ma negatywne zdanie na temat jakości życia w mieście. Około 62% respondentów, którzy pozytywnie ocenili planowanie przestrzenne, ma pozytywne zdanie na temat jakości życia w mieście. Około 86% respondentów oceniających negatywnie jakość życia w mieście również negatywnie ocenia proces planowania przestrzennego.

4. Wnioski

Począwszy od 1994 r. władze lokalne na mocy ustawy o zagospodarowaniu przestrzennym otrzymały własne narzędzia prowadzenia polityki przestrzennej swojego obszaru, które pozwoliły na wdrażanie zdecentralizowanych rozwiązań zgodnych z faktycznymi potrzebami jednostek samorządowych szczebla najniższego. Pomimo że od tego czasu upłynęło osiemnaście lat (w tym czasie uchwalono kolejną, obowiązującą ustawę o planowaniu i zagospodarowaniu przestrzennym), w dalszym ciągu wielu ekspertów efektywność funkcjonujących obecnie narzędzi oraz rozwiązań dla polityki przestrzennej kraju postrzega jako słabą. Biorąc pod uwagę ogólnoswiatową tendencję stałego wzrostu konkurencyjności terytorialnej,

na którą przede wszystkim składa się stan zagospodarowania przestrzennego, stawia przed władzami publicznymi ważne zadanie [Kolipiński 2011, s. 82–99]. Obszary zurbanizowane, a w szczególności duże miasta, pełniące wiele różnorodnych funkcji i stanowiące w skali regionów ośrodki rozwoju społeczno-gospodarczego, wymagają w aspekcie planowania przestrzennego (prowadzonego także na szczeblu międzynarodowym, np. przez Unię Europejską) skupienia uwagi. Istotnym problemem dla władz lokalnych, jak również wszystkich mieszkańców jest wspomniany wcześniej, postulowany przez wielu specjalistów, brak efektywnych narzędzi prowadzenia polityki przestrzennej [*Rekomendowane zasady i zakres...* 2010].

Kraków jako ważny ośrodek rozwoju nie tylko Małopolski, ale także i kraju, stoi przed istotnym zadaniem podniesienia konkurencyjności swojej przestrzeni. Przeprowadzone wśród przedstawicieli poszczególnych dzielnic oraz mieszkańców miasta badania ankietowe pozwoliły na identyfikację wielu postulatów, które mogą posiadać istotne znaczenie w procesie kreowania polityki rozwoju przestrzennego.

Wyniki przeprowadzonych wśród władz dzielnic Krakowa badań ankietowych pozwalają na sformułowanie kilku najważniejszych wniosków [Brańska i Hołuj 2012]:

- planowanie przestrzenne powinno stanowić jeden z priorytetów działań podejmowanych przez władze samorządowe Krakowa,
- do najważniejszych ze względu na rozwój miasta elementów zagospodarowania przestrzennego należą połączenia transportowe oraz rozbudowa infrastruktury społecznej,
- w opinii przedstawicieli władz poszczególnych dzielnic planowanie przestrzenne w ich obszarze jest niedostateczne,
- w opinii zdecydowanej większości plany miejscowe stanowią efektywne narzędzie polityki przestrzennej władz,
- jednak prawie połowa respondentów uważa, że uchwalone na terenie dzielnicy plany miejscowe nie są zgodne z polityką prowadzoną przez władze dzielnicy,
- ponad połowa respondentów uważa, że decyzje o warunkach zabudowy i zagospodarowania terenu nie stanowią efektywnego narzędzia polityki przestrzennej,
- do najpoważniejszych barier rozwoju miasta związanych z zagospodarowaniem przestrzennym ankietowani zaliczyli zintensyfikowaną i chaotyczną zabudowę mieszkalną, szczególnie tam, gdzie nie przewidziano odpowiedniej infrastruktury komunikacyjnej (w tym miejsc parkingowych).

Analiza ankiet przeprowadzonych wśród mieszkańców Krakowa pozwoliła na sformułowanie następujących najważniejszych wniosków:

– do najważniejszych inwestycji, które w ostatnich latach przyczyniły się do rozwoju dzielnicy w opinii większości mieszkańców należy rozbudowa infrastruktury społecznej oraz lepszej organizacji przestrzeni publicznej (np. parków, ogrodów jordanowskich),

– ponad połowa ankietowanych mieszkańców nisko ocenia jakość przestrzeni w mieście, w tym estetykę zabudowy, ulic, czystość i porządek w miejscach publicznych, stan nawierzchni ulic i szlaków pieszych,

– znaczna większość ankietowanych mieszkańców nisko ocenia jakość polityki przestrzennej prowadzonej przez władze miasta, jednak niewielki odsetek osób jest zainteresowany dokumentacją planistyczną (14%), jeszcze mniej osób (2,6%) zdecydowało się kiedykolwiek złożyć uwagę w procesie przygotowywania planu miejscowego,

– zdecydowana większość osób oceniających jako słabą jakość życia w Krakowie również jako słabą ocenia efektywność prowadzonej w nim polityki przestrzennej,

– zdecydowana większość osób interesujących się dokumentacją planistyczną w Krakowie jakość polityki przestrzennej ocenia jako słabą.

Nasuwa się zatem kilka konkluzji związanych z partycypacją władz, mieszkańców oraz inwestorów w procesie zagospodarowania przestrzennego, które mają duże znaczenie dla dalszego rozwoju i zmian w przestrzeni Krakowa. Osiągnięcie stanu, w którym wszyscy uczestnicy tego procesu będą traktować jako priorytet zrównoważony rozwój i ład przestrzenny w najbliższym czasie nie jest możliwe. Dlatego też należy zachęcić ich na szerszą skalę do współpracy poprzez aktywną formę polegającą w pierwszej kolejności na doinformowaniu o prowadzonych pracach służących poprawie jakości przestrzeni w mieście (w tym o tworzonych opracowaniach planistycznych).

Efektom traktowania przestrzeni Krakowa przez mieszkańców jako dobra niczyjego jest m.in. pogarszająca się funkcjonalność niektórych jego obszarów. Pozornie osiągnięcie „punktu krytycznego” jest w czasie mocno przesunięte. Można uważać, że takie podejście do faktografii, która jest destymulantą wielu procesów prorozwojowych będzie niepoprawne [*Opinia Głównej Komisji...* 2008]. Plany miejscowe mają niebagatelne znaczenie w kreowaniu funkcjonalnej przestrzeni, dlatego należy dążyć do uchwalenia wszystkich MPZP obecnie opracowywanych. Brak planów miejscowych często pozwala na bezkrytyczne zagospodarowywanie wolnych przestrzeni w Krakowie. Procedura oparta na decyzjach administracyjnych (warunki zabudowy) jest ułomna, a efekty niedoskonałości można obserwować w wielu miejscach miasta. Inwestor powinien znać konkretne uwarunkowania wpisane w plan miejscowy pozwalające na zagospodarowanie. Należy chronić przestrzeń miasta, wykorzystując do tego celu MPZP

oraz dążyć do stanu, w którym cała „wartościowa” przestrzeń Krakowa będzie opisana planami miejscowymi [Hołuj 2012, s. 385–388].

Ważnym zagadnieniem jest należyta współpraca różnych instytucji, władz, organów, która ma prowadzić do konsensusu, a nie do prowadzenia np. „rozgrywek politycznych”. Ponadto proces zagospodarowania przestrzennego jest korupcyjny. Może należy wprowadzić nowe rozwiązania w zakresie realizowanych procedur planistycznych służące poprawie zaufania społeczności lokalnej do władz.

Analizując przestrzeń Krakowa pod kątem jej zagospodarowywania nasuwa się pytanie, czy jeszcze warto, czy nie jest za późno. Kraków jako jednostka „długiego trwania” wymaga poszanowania przez wszystkich, także przez współczesnych decydentów.

Literatura

- Brańska P., Hołuj A. [2012], *Zagospodarowanie przestrzenne jako czynnik rozwoju społeczno-gospodarczego na przykładzie miasta Krakowa*. Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Badania Młodych Naukowców, Kraków (umowa nr 192/KGR/2 i 3/2011/MN/021).
- Couch C., Petschel-Held G., Leontidou L. [2007], *Urban Sprawl in Europe: Landscape, Land-Use Change and Policy*, Blackwell Publishing Ltd, Oxford, UK.
- Fogel P. [2012], *Wskaźniki oceny polityki i gospodarki przestrzennej w gminach*, Biuletyn KPZK PAN, Zeszyt 250, Warszawa.
- Gurran N. [2011], *Australian Urban Land Use Planning. Principles, System and Practice*, 7 ed., University Press, Sydney.
- Hołuj A. [2012], *Problemy i dylematy planowania przestrzennego w różnych typach jednostek terytorialnych*. STUDIA KPZK PAN nr CXL, cz. II, red. A. Harańczyk, Polska Akademia Nauk, Komitet Przestrzennego Zagospodarowania Kraju, Warszawa.
- Hołuj A., Hołuj D. [2010], *Dylematy zarządzania obszarami metropolitalnymi w Polsce jako element polityki regionalnej*, STUDIA KPZK PAN nr CXXXI, red. T. Kudłacz, Polska Akademia Nauk, Komitet Przestrzennego Zagospodarowania Kraju, Warszawa.
- Kolipiński B. [2011], *Planowanie przestrzenne w Polsce – analiza krytyczna*, STUDIA KPZK PAN nr CXXXIX, red. T. Markowski, P. Żuber, Polska Akademia Nauk, Komitet Przestrzennego Zagospodarowania Kraju, Warszawa.
- Koncepcja przestrzennego zagospodarowania kraju 2030*, Monitor Polski z 27 kwietnia 2012 r., poz. 252.
- Kresl P.K. [2007], *Planning Cities for the Future: The Successes and Failures of Urban Economic Strategies in Europe*, Edward Elgar Publishing Limited, United Kingdom.
- Leoński Z., Szewczyk M., Kruś M. [2012], *Prawo zagospodarowania przestrzeni*, LEX, Warszawa.
- Niewiadomski Z. [2011], *Planowanie i zagospodarowanie przestrzenne, Komentarz*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.

- Newman P., Thornley A. [1996], *Urban Planning in Europe: International Competition, National Systems, and Planning Project*, Routledge, London.
- Opinia Głównej Komisji Urbanistyczno-Architektonicznej, o projekcie Ustawy o zmianie ustawy o planowaniu i zagospodarowaniu przestrzennym oraz niektórych ustaw, Nadzwyczajnej Komisji Sejmowej „Przyjazne Państwo”* (druk sejmowy), uchwalona 1 października 2008 r., Warszawa 2008, GKUA/27/2008.
- Rekomendowane zasady i zakres reformy praw gospodarki przestrzennej jako elementu zintegrowanego planowania kraju*, Stanowisko Głównej Komisji Urbanistyczno-Architektonicznej, przyjęte na XV posiedzeniu Komisji 26 listopada 2010 r., Warszawa, GKUA/29/2010, wersja elektroniczna.
- Sosnowski P. [2011], *Gminne planowanie przestrzenne a administracja rządowa*, Lexis-Nexis, Warszawa.
- Steiner R.F., Butler K. [2007], *Planning and Urban Design Standards*, American Planning Association, New Jersey.
- Śleszyński P. [2006a], *Raport o stanie i uwarunkowaniach prac planistycznych w gminach na koniec 2005 roku*. Na zlecenie Departamentu Ładu Przestrzennego w Ministerstwie Transportu i Budownictwa, Instytut Geografii i Przestrzennego Zagospodarowania PAN, Warszawa.
- Śleszyński P. [2006b], *Szczegółowa interpretacja stanu zagospodarowania prac planistycznych w gminach na koniec 2004 roku wraz z analizą możliwych czynników wpływających na ten stan*. Na zlecenie Departamentu Ładu Przestrzennego w Ministerstwie Transportu i Budownictwa, Instytut Geografii i Przestrzennego Zagospodarowania PAN, Warszawa.
- Śleszyński P. [2007], *Raport o stanie i uwarunkowaniach prac planistycznych w gminach na koniec 2006 roku*. Na zlecenie Departamentu Ładu Przestrzennego i Architektury, w Ministerstwie Budownictwa, Instytut Geografii i Przestrzennego Zagospodarowania PAN, Warszawa.
- Śleszyński P. (koordynacja) [2012], *Analiza stanu i uwarunkowań prac planistycznych w gminach na koniec 2010 r.*, Instytut Geografii i Przestrzennego Zagospodarowania PAN dla Departamentu Gospodarki Przestrzennej i Budownictwa, Ministerstwo Transportu, Budownictwa i Gospodarki Morskiej, Warszawa.
- Szymańska D. [2007], *Urbanizacja na świecie*, Wydawnictwo Naukowe PWE, Warszawa.
- Ustawa z dnia 27 marca 2003 r. o planowaniu i zagospodarowaniu przestrzennym, Dz.U. 2012, poz. 647, t.j.

Streszczenie

Gospodarowanie przestrzenią w dużym mieście jest procesem skomplikowanym, gdyż uczestniczy w nim wielu aktorów. Pojawiają się problemy przestrzenne i ekologiczne, które wywoływane są głównie przez zdywersyfikowane pojmowanie dostępnej przestrzeni. Autorzy poprzez analizę wybranych aspektów potencjału Krakowa pokazali jego miejsce w Polsce. Ponadto poddano analizie uzyskane informacje w granicach administracyjnych Miasta Krakowa podczas badań ankietowych. Końcowa ocena wypukła stanowisko przedstawicieli władz poszczególnych dzielnic dotyczące sposobów i jakości zagospodarowania przestrzennego w mieście. Przeciwwstawiono także „rozumie-

nie” mieszkańców Krakowa oraz ich zainteresowanie zmianą w przestrzeni wynikającą bezpośrednio z opracowań planistycznych oraz decyzji administracyjnych.

Słowa kluczowe: planowanie przestrzenne, gospodarka przestrzenna, dokumentacja planistyczna, zmiana gospodarcza.

Spatial Planning in Cracow – An Evaluation of the State of and Current Activities in the Field of Spatial Planning in the Light of a Survey

Given the numerous actors involved, spatial planning in metropolitan areas is a complex and sophisticated process. Spatial as well as ecological conflicts arise from the different ways of perceiving and understanding space and its resources. As one of Poland's largest cities, Cracow's specific role in this domain is illustrated. The main aim of the survey, which was conducted among local authorities and inhabitants alike, shows the opinions of the two groups on the role of spatial planning, its impact on local development, and the quality of spatial policy in Cracow. Another objective of the study was to identify the involvement of the inhabitants of Cracow in the process of spatial planning.

Keywords: spatial planning, planning documentation, local planning, economic change.

Bogusława Bek-Gaik

Katedra Rachunkowości Finansowej
Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Sprawozdanie z całkowitych dochodów w świetle regulacji FASB/IASB

1. Wprowadzenie

Podstawowym sprawozdaniem finansowym zawierającym informacje o łącznej kwocie osiągniętego przez jednostkę wyniku finansowego jest rachunek zysków i strat, który przedstawia w sposób syntetyczny finansowe rezultaty działalności gospodarczej. Treść rachunku wyników oraz forma jego prezentacji na przestrzeni lat zmieniały się, a zmiany te miały na celu dostosowanie się do wymogów informacyjnych użytkowników sprawozdań finansowych.

Dokonania jednostki w ostatnich kilku latach były przedmiotem szczególnego zainteresowania Rady Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (IASB – *International Accounting Standards Board*), która 1 stycznia 2009 r. wprowadziła do swoich regulacji koncepcję wyniku całościowego. Ustalany zgodnie z nią wynik jednostki jest obecnie prezentowany w nowym sprawozdaniu finansowym – sprawozdaniu z całkowitych dochodów¹.

Wynik (dochód, zysk) całościowy (całkowity), określany w języku angielskim terminem *comprehensive income*², to zmiana w kapitale własnym jednostki gospodarczej w ciągu okresu, wywołana przez transakcje oraz inne zdarzenia

¹ W USA wynik całościowy jest stosowany w regulacjach FASB (*Financial Accounting Standards Board*) o wiele dłużej – został wprowadzony w 1997 r.

² Kategoria *comprehensive income* została zdefiniowana w 1980 r. w amerykańskich ramach konceptualnych rachunkowości finansowej pt. *Statement of Financial Accounting Concepts*

wynikające ze źródeł nienależących do jej właściciela. Kategoria wyniku całościowego dotyczy zatem zmian w kapitale własnym, z wyjątkiem zmian będących rezultatem inwestycji dokonanych przez właścicieli.

Uzasadnieniem wprowadzenia sprawozdania z całkowitych dochodów była potrzeba oddzielenia zmian w kapitale własnym wynikających z rozliczeń z właścicielami występującymi w roli udziałowców od zmian niebędących wynikiem rozliczeń z właścicielami (*non-owner changes in equity*) oraz wykazania zysków i strat, które spółka uzyskała w ciągu okresu jako rezultat wszystkich działań i okoliczności, bez względu na miejsce ich ujęcia (wynik okresu lub inne pozycje kapitałów własnych).

W niniejszym artykule skoncentrowano się na wymogach i formie prezentacji sprawozdania z całkowitych dochodów według regulacji międzynarodowych – Standard Rachunkowości Finansowej nr 130 „Sprawozdawczość dotycząca wyniku całościowego” (*Statement Financial Accounting Standards No. 130 „Reporting Comprehensive Income”*)³ i Międzynarodowy Standard Rachunkowości nr 1 „Prezentacja sprawozdań finansowych” (*International Accounting Standard No 1 „Presentation of Financial Statements”*)⁴. Wskazano podobieństwa i różnice między nimi oraz przedstawiono kontrowersje wokół koncepcji wyniku całościowego przed jej wprowadzeniem jako obligatoryjnej do sporządzania rachunku wyników.

2. Początki wyniku całościowego w sprawozdawczości finansowej

Wprowadzenie sprawozdania z całkowitych dochodów jest efektem prac promujących międzynarodową harmonizację rachunkowości trwającą już kilkadziesiąt lat. Rada FASB (*Financial Accounting Standards Board*) dyskutowała raportowanie całkowitych dochodów z ASB (*Accounting Standards Board*) oraz ze stanowiącymi standardy członkami Komitetu Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (*International Accounting Standards Committee – IASC*), Kanadyjskim Instytutem Kwalifikowanych Księgowych (*The Canadian Institute of Chartered Accountants*), Australijską Fundacją Badań Rachunkowości (*The Australian Accounting Research Foundation*) oraz Nowozelandzkim Stowarzyszeniem Księgowych (*New Zealand Society of Accountants*) [FAS 130, § 43].

Głównym czynnikiem wprowadzenia sprawozdania z całkowitych dochodów był projekt o instrumentach finansowych (szczególnie ich wycena w wartości

No. 3, tj. w SFAC nr 3, który zastąpiony został w 1985 r. przez SFAC nr 6, *Elements of Financial Accounting* [Szychta 2010, s. 125].

³ Zwany dalej FAS 130.

⁴ Zwany dalej MSR 1.

godziwej, która uwidoczniła problem przychodów/kosztów ujmowanych kapitałowo). Należy zaznaczyć, że poglądy na temat zasadności prezentowania wyniku całościowego były niejednolite [FAS 130, zał. A]. Wątpliwości dotyczyły ustalania i prezentowania dwóch miar wyników finansowych (zysku netto i całkowitego dochodu), co może wprowadzać w błąd użytkowników sprawozdań finansowych. Uważano, że nie będą oni mogli określić, która z tych miar jest właściwa do podejmowania decyzji inwestycyjnych, decyzji kredytowych czy też alokacji środków. Wskazywano również, że całkowity dochód może być zmienny z okresu na okres i ta zmienność będzie związana z siłami rynkowymi, które są poza kontrolą kierownictwa. Twierdzono, że dochód całkowity to bardziej miara wyników przedsiębiorstwa niż miara osiągnięć jego kierownictwa. Rada rozważała następujące kwestie w zakresie raportowania całkowitych dochodów:

- czy wszystkie pozycje, uznane zgodnie z bieżącymi i przyszłymi standardami rachunkowości jako pozycje całkowitych dochodów powinny być raportowane w sprawozdaniu o wynikach finansowych,
- czy łączna kwota całkowitych dochodów powinna być prezentowana,
- jak łączna kwota całkowitych dochodów powinna być nazwana,
- czy kwota dochodów całkowitych na akcję powinna być prezentowana.

Rada rozważała trzy podejścia do prezentacji wyniku całościowego. Pierwsze podejście – ujawnianie całkowitych dochodów w notach do sprawozdania finansowego (brak prezentacji w rachunku wyników, czy sprawozdaniu ze zmian w kapitale własnym). Drugie podejście – prezentacja całkowitych dochodów i jego komponentów w sprawozdaniu ze zmian w kapitale własnym. Trzecie podejście – raportowanie całkowitych dochodów i ich komponentów w odrębnym sprawozdaniu finansowym z dokonań jednostki. Ostatecznie sama koncepcja wyniku całościowego po raz pierwszy znalazła zastosowanie w regulacjach rachunkowości w USA w 1980 r.⁵ W praktyce rachunkowości jest stosowana od 1997 r.⁶

Kluczowym celem raportowania całkowitych dochodów było zachęcanie użytkowników sprawozdań finansowych do skupienia się na komponentach, które składają się na całkowity dochód, a nie na ograniczaniu analizy wyłącznie do kwot raportowanych w ramach zysku netto i zysku na akcję [FAS 130, § 14]. Uznano, że raportowanie wyniku całościowego wraz z przedstawieniem jego komponentów jest konieczne dla użytkowników sprawozdań finansowych w celu pełnego zrozumienia i poprawnej analizy ekonomicznych oraz finansowych

⁵ Termin całkowitych dochodów był po raz pierwszy wprowadzony w SFAC nr 3, wydanym w grudniu 1980 r. Należy jednak zauważyć, że termin całkowitych dochodów pojawił się już w SFAC nr 1 (FASB) „Cele raportowania finansowego”, który był wydany w listopadzie 1978 r. [FAS 130, zał. A, § 36].

⁶ Standard jest stosowany dla lat finansowych (obrotowych) rozpoczynających się po 15 grudnia 1997 r.

wyników przedsiębiorstwa. Stwierdzono, że informacje zawarte w sprawozdaniu z całkowitych dochodów powinny być pomocne inwestorom, kredytodawcom i innym odbiorcom w ocenie działań przedsiębiorstwa, terminowości i wielkości jego przyszłych przepływów pieniężnych. Dlatego też ostatecznie wybrano wariant jego ustalania i prezentacji w odrębnym sprawozdaniu z dokonań, czyli rachunku wyników całościowych.

3. Rachunek wyników całkowitych według FAS 130

FAS 130 ma zastosowanie we wszystkich przedsiębiorstwach, które sporządzają pełen zestaw sprawozdań finansowych, co oznacza obowiązek raportowania sytuacji finansowej, wyników działalności (dokonań) oraz przepływów pieniężnych. Standard dotyczący tego sprawozdania, czyli FAS 130⁷, określił wymogi dla raportowania, prezentacji całkowitych dochodów oraz ich komponentów (przychodów, kosztów, zysków i strat) w zakresie pełnego sprawozdania finansowego ogólnego zastosowania.

Standard wymaga, by wszystkie pozycje, które powinny być rozpoznawane zgodnie z postanowieniami innych standardów rachunkowości jako składniki całkowitych dochodów, były raportowane w sprawozdaniu finansowym z całkowitych dochodów z taką samą starannością, z jaką sporządzane są pozostałe składniki sprawozdania finansowego. Standard nie wymaga ściśle określonego formatu tego sprawozdania, natomiast wymaga, by jednostka ujawniała w nim wszystkie istotne kwoty składające się na całkowity dochód danego okresu.

FAS 130 w sprawozdaniu z całkowitych dochodów wymaga klasyfikacji innych całkowitych dochodów zgodnie z ich naturą (istotą ekonomiczną), natomiast w sekcji kapitałów w sprawozdaniu z sytuacji finansowej ujawniania skumulowanego salda innych całkowitych dochodów oddzielnie od zysków zatrzymanych i oddzielnie od wpłaconego kapitału. FAS 130 podkreśla, że pozycje innych całkowitych dochodów mogą być znaczące dla pomiaru ekonomicznych i finansowych wyników jednostki tak samo jak pozycje całkowitych dochodów, które determinują pomiar zysku netto, co oznacza, że jeżeli niektóre pozycje całkowitych dochodów zostaną pominięte w raportowaniu ekonomicznych i finansowych wyników może to niekorzystnie wpłynąć na porównywalność oraz neutralność raportowanych informacji finansowych (zob. szerzej: [FAS 130, § 13]).

Całkowity dochód jest definiowany w koncepcji Statement of Financial Accounting Concepts (SFAC) No. 6 „Elements of Financial Statements”⁸ jako „zmiana

⁷ Financial Accounting Standard No. 130 „Reporting Comprehensive income” został wydany w 1997 r.

⁸ Zwany dalej SFAC 6.

w kapitale (aktywach netto) przedsiębiorstwa podczas danego okresu obrachunkowego wynikająca z transakcji i innych zdarzeń i okoliczności związanych ze źródłami innymi niż właściciele (ze źródłami niewłaścicielskimi). Zawiera on wszystkie zmiany w kapitale podczas danego okresu obrachunkowego z wyjątkiem tych, które są rezultatem inwestycji (wpłat) właścicieli oraz wypłat dla właścicieli” (zob. szerzej: [SFAC 6, § 70])⁹.

W FAS 130 wyraźnie podkreśla się, że chociaż łączny dochód całkowity jest użyteczną miarą, informacje o komponentach, składających się na dochód całkowity są również potrzebne. Prezentowanie i skupienie się wyłącznie na łącznym dochodzie całkowitym skutkuje ograniczonymi możliwościami zrozumienia działań przedsiębiorstwa (może wprowadzić w błąd użytkowników informacji sprawozdawczych i doprowadzić do błędnej interpretacji dokonań jednostki).

Wszystkie komponenty całkowitych dochodów powinny być raportowane w sprawozdaniu finansowym okresu, w którym są uznane. Według standardu całkowite dochody dzielone są na zysk (wynik) netto oraz inne dochody całkowite¹⁰. Zgodnie ze standardem, jeśli jest to konieczne, ujawniane są korekty rekłasyfikacyjne. Korekty są konieczne, aby uniknąć podwójnego ujęcia w dochodzie całkowitym pozycji, które zostały już pokazane jako część wyniku netto dla danego okresu i także zostały pokazane w innych całkowitych dochodach danego okresu lub okresów wcześniejszych¹¹.

⁹ W Concepts Statement No. 5 „Recognition and Measurement in Financial Statements of Business Enterprises” (zwanym dalej SFAC 5), Rada stwierdziła, że: „pełne sprawozdanie finansowe dla danego okresu powinno pokazywać: sytuację finansową na koniec okresu, dochody (zysk netto) osiągnięte w okresie, całkowite dochody (wszystkie zmiany kapitału niezwiązane z właścicielami) osiągnięte w okresie, przepływy pieniężne podczas danego okresu, oraz inwestycje (wpłaty) i wypłaty związane z właścicielami podczas okresu obrachunkowego” [SFAC 5, § 13]. Przed wydaniem tego standardu Rada nigdy nie wymagała, by jednostka raportowała dochód całkowity, ani nie rekomendowała też formatu (schematu) prezentacji całkowitych dochodów. W standardzie posłużono się terminem całkowitych dochodów, aby opisać łącznie wszystkie komponenty całkowitych dochodów, w tym także zysk netto. Standard używa terminu innych całkowitych dochodów w odniesieniu do przychodów, kosztów, zysków i strat, które zgodnie z generalnie akceptowanymi zasadami rachunkowości są włączone do całkowitych dochodów, ale są wyłączone z zysku netto.

¹⁰ Na przykład zgodnie z aktualnymi standardami pozostałe dochody całkowite powinny być klasyfikowane oddzielnie na pozycje w walutach obcych, korektę minimalnych zobowiązań pracowniczych z tytułu emerytur, niezrealizowane zyski i straty na inwestycjach w papiery dłużne i instrumenty kapitałowe. Dodatkowe kategorie czy dodatkowe pozycje w ramach bieżących klasyfikacji mogą być rezultatem wydania w przyszłości kolejnych standardów rachunkowości.

¹¹ Na przykład zyski z inwestycji w papiery wartościowe, które były zrealizowane i włączone w zysk netto bieżącego okresu, były włączone też w inne całkowite dochody jako niezrealizowane zyski zatrzymane w okresie, kiedy ich wartość wzrosła, w takim przypadku należy odjąć tę wartość z pozostałych całkowitych dochodów w okresie, w którym zostały włączone do zysku netto w celu uniknięcia podwójnego liczenia całkowitych dochodów. Jednostka powinna określić korekty rekłasyfikacyjne dla każdej klasy pozostałych dochodów, z wyjątkiem korekty minimalnych zobowiązań pracowniczych z tytułu emerytur.

Przedsiębiorstwo może wykazywać korekty reklasyfikacyjne bezpośrednio w sprawozdaniu finansowym dotyczącym całkowitego dochodu lub może prezentować korekty reklasyfikacyjne w notach do sprawozdania finansowego.

FAS 130 reguluje również sprawy związane z raportowaniem pozostałych dochodów w sekcji kapitałów w sprawozdaniu z sytuacji finansowej [FAS 130, § 26]. Łączny inny dochód całkowity dla okresu powinien być przeniesiony do składników kapitału, które są przedstawiane oddzielnie od zysków zatrzymanych i wpłaconego kapitału w sprawozdaniu z sytuacji finansowej na koniec okresu obrotowego. Określenie skumulowany inny dochód całkowity powinien być używany jako składnik (komponent) kapitałów¹².

Tabela 1. Sprawozdanie z dochodów i całkowitych dochodów jako jedno sprawozdanie według FAS 130

Przychody
Koszty
Inne zyski i straty
Zysk na sprzedaży papierów wartościowych
Zysk operacyjny przed opodatkowaniem
Podatek dochodowy
Zysk przed pozycjami nadzwyczajnymi i skumulowanym efektem zmian rachunkowości
Pozycje nadzwyczajne po podatku ^a
Wynik przed skumulowanym efektem zmian rachunkowości
Skumulowany efekt zmian rachunkowości po podatku
Wynik netto
Inne całkowite dochody po podatku dochodowym
Korekty dotyczące wyceny transakcji w walutach obcych
Niezrealizowane zyski na papierach wartościowych
Niezrealizowane zyski podczas okresu
minus: korekty reklasyfikacyjne dla zysków włączonych w wynik netto
Korekty z tytułu emerytur
Inne całkowite dochody
Całkowity dochód ogółem

^a FAS 130 bazuje na koncepcji dochodu *all inclusive*, zgodnie z którą wszystkie przychody, koszty, zyski i straty rozpoznane w ciągu okresu obrachunkowego są zawarte w wyniku, bez względu na to czy są wynikiem operacji danego okresu. Historycznie koncepcje dochodu były określane zasadniczo w terminach kontrastujących ze sobą, pierwsza koncepcja to tzw. bieżące operacyjne wyniki działalności, a druga koncepcja *all inclusive* (zawierająca wszystkie składniki dochodów). Zgodnie z koncepcją bieżących wyników operacyjnych, zyski i straty nadzwyczajne oraz jednorazowe są wyłączone z dochodu.

Źródło: [FAS 130, 1997, zał. B].

¹² Jednostka powinna przedstawiać skumulowane saldo dla każdej kategorii wydzielonej w kapitale własnym w sprawozdaniu z sytuacji finansowej, w sprawozdaniu zmian w kapitale, czy też w notach do sprawozdania finansowego. Kategorie powinny odpowiadać klasyfikacji używanej w innych częściach sprawozdania finansowego dla przedstawianych składników innych całkowitych dochodów [FAS 130, § 26].

FAS 130 zezwala na stosowanie dwóch form sprawozdania z całkowitych dochodów: jako jedno sprawozdanie i jako dwa oddzielne sprawozdania (tabela 1). Dodatkowo istnieją dwa możliwe podejścia do prezentacji skutków podatkowych innych całkowitych dochodów.

W tabeli 1 zastosowano podejście „netto” do prezentacji podatku dochodowego, tzn. inne całkowite dochody (przychody, koszty) ujmowane są w wartościach po odliczeniu podatku dochodowego. Alternatywnie komponenty innych całkowitych dochodów mogą być przedstawiane przed podatkiem z jedną kwotą pokazaną dla zagregowanego kosztu lub korzyści z tytułu podatku dochodowego (tabela 2).

Tabela 2. Komponenty innych całkowitych dochodów według FAS 130

Inne całkowite dochody przez podatkiem dochodowym:
Korekty dotyczące wyceny transakcji w walutach obcych
Niezrealizowane zyski na papierach wartościowych
Niezrealizowane zyski podczas okresu
minus: korekty reklasifikacyjne dla zysków włączonych w zysk netto
Korekty z tytułu emerytur
Inne całkowite dochody przed podatkiem
Podatek dochodowy związany z pozycjami innych całkowitych dochodów
Inne całkowite dochody po podatku

Źródło: [FAS 130, 1997, zał. B].

4. Rachunek całkowitych dochodów według MSR 1

Według MSR 1 [*Międzynarodowe standardy...*, 2011] całkowite dochody¹³ ogółem „to zmiana w kapitale własnym, która nastąpiła w ciągu okresu na skutek transakcji oraz innych zdarzeń, inna niż zmiany wynikające z transakcji dokonywanych z właścicielami występującymi w charakterze udziałowców”. Zysk

¹³ 16 czerwca 2011 r. Rada Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (RMSR) opublikowała dokument pt. *Prezentacja składników innych całkowitych dochodów* (zmiany do MSR 1). Zmiany te zostały opracowane we współpracy z amerykańską Radą Standardów Sprawozdawczości Finansowej (FASB) i miały dostarczyć wytycznych w zakresie prezentacji i klasyfikacji pozycji pozostałych całkowitych dochodów. Na tej podstawie wydano Rozporządzenie Komisji (UE) nr 475/2012 z 5 czerwca 2012 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1126/2008 przyjmujące określone międzynarodowe standardy rachunkowości zgodnie z rozporządzeniem (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do Międzynarodowego Standardu Rachunkowości (MSR) 1 oraz Międzynarodowego Standardu Rachunkowości (MSR) 19, zgodnie z którym przedsiębiorstwa stosują zmiany standardów, o których mowa w art. 1 pkt 3 i 4, najpóźniej wraz z rozpoczęciem swojego pierwszego roku obrotowego rozpoczynającego się 1 stycznia 2013 r. lub później.

całkowity (*total comprehensive income*) przedstawia zmiany w kapitale własnym w trakcie okresu, wynikające z transakcji i innych zdarzeń, inne niż zmiany wynikające z transakcji dokonywanych z właścicielami kapitału własnego działającymi w ramach uprawnień przysługujących właścicielom kapitału własnego.

Pozostałe składniki całościowego wyniku finansowego, czyli inne całkowite dochody – obejmują pozycje przychodów i kosztów (w tym korekty wynikające z przeklasyfikowania), które nie zostały ujęte jako zyski lub straty zgodnie z tym, jak tego wymagają lub na co zezwalają inne Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej – to w szczególności [Walińska i in. 2011, s. 241]:

- zmiany w nadwyżce z przeszacowania środków trwałych i wartości niematerialnych i prawnych (zgodnie z MSR 16 „Rzeczowe aktywa trwałe” oraz MSR 38 „Wartości niematerialne”),

- zyski i straty aktuarialne z tytułu programu określonych świadczeń (ujmowanych zgodnie MSR 19 „Świadczenia pracownicze”),

- zyski lub straty wynikające z przeliczenia pozycji sprawozdania finansowego jednostki działającej za granicą (zgodnie z MSR 21 „Efekty zmian kursów walut”),

- zyski lub straty z tytułu przeszacowania aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży inwestycji (zgodnie z MSR 39 „Instrumenty finansowe: ujmowanie i wycena”),

- efektywna część zysków lub strat instrumentów zabezpieczających w ramach zabezpieczania przepływów pieniężnych (zgodnie z MSR 39 „Instrumenty finansowe: ujmowanie i wycena”) [MSR 1, 2008, § 7].

MSR 1 nakłada również obowiązek ujawniania korekt wynikających z przeklasyfikowania, które odnoszą się do składników innych całkowitych dochodów. Jednostka zgodnie z zaleceniami MSR 1 może wybrać jedną z dwóch form prezentacji sprawozdania z całościowego wyniku finansowego. Pierwszy dopuszczalny sposób prezentacji przewiduje zastąpienie rachunku zysków i strat sprawozdaniem uwzględniającym oprócz pozycji dotychczas wykazywanych w rachunku zysków i strat również pozostałe składniki całościowego wyniku finansowego, czyli inne całkowite dochody. Drugi wariant to możliwość zaprezentowania oddzielnego rachunku zysków i strat, a następnie przedstawienia przez jednostkę sprawozdania z całościowego wyniku finansowego rozpoczynającego się je od zysku bądź straty netto okresu.

Kolejny wybór w MSR 1 dotyczy sposobu prezentacji pozostałych składników całościowego wyniku finansowego. Jednostka może je prezentować:

- *per saldo* – po uwzględnieniu skutków podatkowych,

– przed ujęciem skutków podatkowych, prezentując jednocześnie jedną kwotę w sprawozdaniu z całkowitych dochodów będącą sumą podatku dochodowego dla pozycji innych całkowitych dochodów¹⁴.

Przykładowa prezentacja zestawienia zysku całkowitego zgodnie z wymogami MSR 1 została przedstawiona w tabeli 3.

Tabela 3. Rachunek wyników całościowych według MSR 1

Rachunek zysków i strat
Przychody ze sprzedaży
Zużycie surowców i materiałów
Świadczenia pracownicze
Amortyzacja
Usługi obce
Koszt wytworzenia świadczeń na własne potrzeby
Pozostałe koszty operacyjne
Koszty operacyjne razem
Zysk/Strata przed opodatkowaniem
Podatek dochodowy
Zysk/Strata netto
Zestawienie innych komponentów wyniku całościowego
Zysk/Strata netto
Różnice kursowe z przeliczenia jednostek zagranicznych
Wycena instrumentów zabezpieczających
Wycena instrumentów finansowych
Podatek odroczony dotyczący innych całkowitych dochodów
Inne
Inne całkowite dochody netto
Całkowite dochody razem

Źródło: opracowanie na podstawie [Raport finansowy PGNiG 2009].

Ostatnie prace obu Rad doprowadziły do modyfikacji [*Presentation of Items...* 2011] zarówno międzynarodowych standardów sprawozdawczości finansowej,

¹⁴ Problemem głównym zrozumienia sprawozdania z całkowitych dochodów są korekty reklasyfikacyjne. Wszystkie pozycje innych całkowitych dochodów rekasyfikowane do zysku/straty, zgodnie z wymogami także innych MSSF, powinny być reklasyfikowane do tej samej kategorii jak aktywa lub zobowiązania w sprawozdaniu z sytuacji finansowej, które były przyczyną ich powstania. Jednostka powinna ujawnić korekty reklasyfikacyjne dotyczące każdej pozycji innych całkowitych dochodów (MSR 1.92). Wszystkie składniki innych całkowitych dochodów, które będą podlegać reklasyfikacji do zysku lub straty powinny być reklasyfikowane do tej samej kategorii co aktywa lub zobowiązania, które były podstawą powstania poszczególnych składników innych całkowitych dochodów.

jak i amerykańskich standardów rachunkowości, polegającej na wprowadzeniu obowiązku prezentacji innych całkowitych dochodów w dwóch sekcjach (tabela 4):

- sekcja pierwsza – pozycje pozostałych całkowitych dochodów, które nie zostaną przeniesione na wynik w późniejszych okresach,
- sekcja druga – pozycje pozostałych całkowitych dochodów, które zostaną przeniesione na wynik w późniejszych okresach.

Na tej samej zasadzie alokuje się podatek od pozostałych całkowitych dochodów (szerzej na ten temat zob. [Szychta 2012, s. 83–84]).

Jeżeli jednostka prezentuje pozostałe całkowite dochody przed odnośnymi skutkami podatkowymi, będzie musiała alokować podatek między elementami, które mogą zostać przeniesione do wyniku oraz te, które nie zostaną przeniesione do wyniku [*Naprzeciw standardom* 2011, s. 15]. W odniesieniu do prezentacji sprawozdania z całkowitych dochodów pozostaje nadal możliwość sporządzania jednego sprawozdania lub w formie dwóch oddzielnych.

Wprowadzone w 2011 r. zmiany w MSR 1 nie mają wpływu na wycenę i ujmowanie wyniku oraz pozostałych całkowitych dochodów. Dotyczą jedynie sposobu ich prezentacji i obowiązują w odniesieniu do okresów sprawozdawczych rozpoczynających się 1 lipca 2012 r. lub później z możliwością wcześniejszego zastosowania.

Tabela 4. Przykładowa struktura innych całkowitych dochodów po zmianie MSR 1 z 2011 r.

Sekcja A Pozycje pozostałych całkowitych dochodów, które nie zostaną przeniesione na wynik w późniejszych okresach	Sekcja B Pozycje pozostałych całkowitych dochodów, które zostaną przeniesione na wynik w późniejszych okresach
Zyski / straty z tytułu przeszacowania środków trwałych i wartości niematerialnych i prawnych	zyski / straty z tytułu zabezpieczenia przepływów pieniężnych
Zyski i straty aktuarialne z tytułu programu określonych świadczeń	zyski lub straty wynikające z przeliczenia pozycji sprawozdania finansowego jednostki działającej zagranicą
Inne pozycje	przeszacowanie aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży
Podatek dochodowy od ww. pozycji	podatek dochodowy od ww. pozycji

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [*Presentation of Items...* 2011].

Wprowadzona w 2011 r. zmiana do MSR 1 dotycząca struktury innych całkowitych dochodów w sposób zasadniczy rozszerza zakres informacji o tych pozycjach i pozwala na lepszą predykcję wyniku finansowego w przyszłości. Oznacza to, że zwiększa się istotnie pojemność informacyjną i przejrzystość sprawozdania z całkowitych dochodów.

Analiza FAS 130 i MSR 1 pozwala uznać, że co do zasady są one podobne zarówno koncepcyjnie, jak i w płaszczyźnie prezentacyjnej. W obu standardach sprawozdanie z całkowitych dochodów jest integralną częścią pełnego sprawozdania finansowego. Wszystkie komponenty całkowitych dochodów powinny być raportowane w sprawozdaniu finansowym okresu, w którym są uznane. Całkowite dochody są podzielone na zysk (wynik) netto i inne całkowite dochody.

Zarówno FAS 130, jak i MSR 1 dopuszczają dwa warianty prezentacji sprawozdania z dochodów całkowitych. Jednostka może prezentować sprawozdanie z całkowitych dochodów w dwóch wariantach: pojedynczym sprawozdaniu z całkowitych dochodów lub dwóch sprawozdaniach: sprawozdaniu przedstawiającym składniki zysków i strat oraz w drugim sprawozdaniu, które rozpoczyna się od zysku lub straty netto i przedstawia składniki innych całkowitych dochodów.

MSR 1 określa także minimalne wymagania dotyczące pozycji, jakie powinny się znaleźć w sprawozdaniu z całkowitych dochodów zarówno w odniesieniu do tradycyjnego rachunku wyników, jak i innych całkowitych dochodów. FAS 130 nie ingeruje, w odróżnieniu od MSR 1, w tradycyjny rachunek wyników, a zajmuje się tylko innymi całkowitymi dochodami. W FAS 130 stwierdza się jedynie, że „pozycje włączone do wyniku (zysku) netto są przedstawiane w różnych kategoriach (klasyfikacjach). Te kategorie mogą zawierać dochody z działalności kontynuowanych, działalności zaniechanych (niekontynuowanych), pozycji nadzwyczajnych i skumulowany efekt zmian zasad rachunkowości”. FAS 130 prezentuje w załączniku przykładowe wzory sprawozdania z dochodów całkowitych, a MSR 1 określa jedynie minimalny zakres pozycji prezentowanych w tym sprawozdaniu.

MSR 1 określa pozycje innych całkowitych dochodów w treści standardu, a FAS 130 pozycje innych całkowitych dochodów wymienia w załączniku A do standardu [FAS 130, § 39]. Oba standardy nie określają formatu sprawozdania z dochodów całkowitych. W FAS 130 zaprezentowane są przykładowe wzory sprawozdań w załączniku B, natomiast MSR 1 nie podaje żadnego przykładowego wzoru tego sprawozdania.

Zarówno MSR 1, jak i FAS 130 wymagają ujawniania korekt reklasyfikacyjnych. W obu standardach podobnie rozwiązane są kwestie związane z ujmowaniem kwot podatku dochodowego od innych całkowitych dochodów, jednostka może przedstawiać te dochody w kwocie netto lub brutto z ujawnieniem na końcu sprawozdania całkowitej wartości podatku dochodowego, który koryguje wykazane kwoty brutto.

To, co różni rozwiązania przyjęte w MSR 1 i FAS 130, to zakres postanowień obu standardów, co wynika z innej konstrukcji tych regulacji. Należy podkreślić, że FAS 130 jest w całości poświęcony tylko i wyłącznie raportowaniu wyników całkowitych, stąd też reguluje kwestie związane nie tylko ze sprawozdaniem

z całkowitych dochodów, ale również z raportowaniem wyniku całościowego w innych elementach sprawozdania, tj. w bilansie, zestawieniu zmian w kapitale własnym czy notach. MSR 1 dotyczy wszystkich składników sprawozdania finansowego, w tym również sprawozdania z całkowitych dochodów, stąd też nie koncentruje się tak bardzo, jak FAS 130, tylko na raportowaniu wyniku całościowego, reguluje bowiem dodatkowo zasady prezentacji informacji w innych elementach sprawozdania finansowego.

Analiza porównawcza obu standardów potwierdza, że FAS 130 (obowiązujący od 1997 r.) stał się bazą dla Międzynarodowego Standardu Rachunkowości nr 1: *Prezentacja sprawozdań finansowych* wprowadzonego w życie w 2009 r. Był to pierwszy bardzo widoczny i istotny skutek konwergencji rachunkowości – IASB przyjęła rozwiązania stosowane w regulacjach amerykańskich (FASB).

5. Zakończenie

Sprawozdanie z całkowitych dochodów jest nowym elementem sprawozdania finansowego. Sprawozdanie to miało na celu zwiększenie przejrzystości informacji na temat dokonań jednostki. Powstaje jednak pytanie, czy rzeczywiście zwiększa ono zakres informacji o dokonaniach jednostki. Z uwagi na to, że FAS 130 i MSR 1 pozostawiają jednostkom wiele swobody – zarówno co do formy samego sprawozdania, jak i jego wewnętrznej struktury – nie wypracowano w praktyce jednolitego standardu sprawozdawczego dla tego sprawozdania¹⁵. Należałoby dążyć zatem do wypracowania standardu sprawozdawczego, który w jasny i wyrazisty sposób przedstawiałby całkowite dochody, a jednocześnie umożliwiałby weryfikację prezentowanych w nim danych.

Może należy zadać pytanie, jakie rozwiązanie byłoby korzystniejsze z punktu widzenia użytkownika sprawozdania finansowego: czy wzrastająca liczba pozycji w rachunku wyników czy może szczupły (*lean*) rachunek wyników i rozbudowane noty do tego sprawozdania.

¹⁵ Potwierdziły to badania przeprowadzone przez E. Walińską i B. Bek-Gaik. Autorki wykazały, że mankamentem sprawozdania z całkowitych dochodów jest zastosowanie różnego nazewnictwa dla tej samej kategorii, np. wycena instrumentów zabezpieczających/zabezpieczenia przepływów pieniężnych/zmiana wartości godziwej instrumentów finansowych zabezpieczających przepływy pieniężne. Zastosowanie różnego nazewnictwa i różnej formy prezentacji innych całkowitych dochodów powoduje brak możliwości porównywania sprawozdania i brak przejrzystości. Istotny jest również brak korelacji pomiędzy pozycjami zaprezentowanymi w sprawozdaniu z całkowitych dochodów a pozycjami zaprezentowanymi w zestawieniu zmian w kapitale (funduszu własnym) (zob. szerzej [Walińska i Bek-Gaik 2011, s. 325–341; Walińska 2009, s. 335–347]).

Literatura

- Concepts Statement (SFAC) No. 5 Recognition and Measurement in Financial Statements of Business Enterprises* [1984], Financial Accounting Standards Board.
- Concepts Statement (SFAC) No. 6 Elements of Financial Statements – A Replacement of FASB Concepts Statement No. 3 (Incorporating an Amendment of FASB Concepts Statement No. 2)* [1985], Financial Accounting Standards Board.
- Międzynarodowe standardy sprawozdawczości finansowej* [2011], IFRS Foundation, SKwP, Warszawa.
- Międzynarodowy Standard Rachunkowości nr 1 Prezentacja sprawozdań finansowych* [2007], w: Rozporządzenie Komisji (WE) Nr 1274/2008 z dnia 17 grudnia 2008 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1126/2008 przyjmujące określone międzynarodowe standardy rachunkowości (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do Międzynarodowego Standardu Rachunkowości (MSR), Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej L 339/3, 18.12.2008 r.
- Naprzeciw standardom* [2011], „Biuletyn MSSF”, wyd. 6, Deloitte.
- Presentation of Items of Other Comprehensive Income, Amendments to IAS 1* (2011), IFRS, June.
- Raport finansowy PGNiG za rok 2009* [2009].
- Rozporządzenie Komisji (UE) nr 475/2012 z dnia 5 czerwca 2012 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1126/2008 przyjmujące określone międzynarodowe standardy rachunkowości zgodnie z rozporządzeniem (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do Międzynarodowego Standardu Rachunkowości (MSR) 1 oraz Międzynarodowego Standardu Rachunkowości (MSR) 19.
- Statement of Financial Accounting Standards No. 130 Reporting Comprehensive Income* [1997], Financial Accounting Standards Board, Connecticut.
- Szychta A. [2010], *Pomiar i prezentowanie wyniku całościowego spółki kapitałowej w sprawozdaniu finansowym*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, t. 59 (115), SKwP, Warszawa.
- Szychta A. [2012], *Dochody całkowite w sprawozdaniach finansowych największych spółek notowanych na GPW w Warszawie*, „Acta Universitatis Lodzianensis. Folia Oeconomica” 2012, nr 263.
- Walińska E. [2009], *Koncepcja zysku całościowego a wartość bilansowa przedsiębiorstw [w:] Zasoby i procesy w rachunkowości jednostek gospodarczych*, red. T. Kiziukiewicz, Difin, Warszawa.
- Walińska E. i in. [2011], *Sprawozdanie finansowe według MSSF. Zasady prezentacji i ujawniania informacji*, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Walińska E., Bek-Gaik B. [2011], *Sprawozdanie z całkowitych dochodów w praktyce polskich spółek giełdowych*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, t. 62 (118), SKwP, Warszawa.

Streszczenie

Zasadniczy cel sprawozdania finansowego, czyli dostarczanie użytecznych informacji szerokiemu gronu odbiorców (rola informacyjna sprawozdania), jest od lat przedmiotem dyskusji wśród organizacji odpowiedzialnych za regulację rachunkowości na świecie.

Dokonania jednostki były przedmiotem szczególnego zainteresowania Rady Międzynarodowych Standardów Rachunkowości, która 1 stycznia 2009 r. wprowadziła koncepcję wyniku całościowego. W artykule skoncentrowano się na wymogach i formie prezentacji sprawozdania z całkowitych dochodów według FAS 130 i MSR 1.

Słowa kluczowe: sprawozdawczość finansowa, sprawozdanie z całkowitych dochodów, zysk całościowy, IASB, FASB.

The Comprehensive Income Statement in the Light of FASB and IASB Regulations

The basic objective of financial statements, which provide useful information to a wide audience (the role of the information report), has for years been the subject of discussion among organisations responsible for the accounting regulations in the world. The activities of entities were a matter of particular importance to the Accounting Standards Board that implemented the concept of comprehensive income from 1 January 2009. The article focuses on the requirements and form of presentation of the statement of comprehensive income according to FAS 130 and IAS 1.

Keywords: financial reporting, comprehensive income statement, comprehensive income, IASB, FASB.

Halina Guzik

Barbara Ostrowska

Katedra Gospodarki Regionalnej
Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Ekonomiczne aspekty gospodarowania przestrzeni turystyczną

1. Wprowadzenie

Rola turystyki we współczesnym świecie (mimo kryzysu) stale rośnie. Sektor ten jest czynnikiem rozwoju kultury, bodźcem do rozwoju gospodarczego, wzrostu świadomości społeczeństw. Turystyka stanowi doskonałą podstawę aktywizacji lokalnych społeczności i rozwoju regionów o szczególnych walorach turystycznych. Jest bardzo ważnym źródłem dochodów ludności, generując znaczne wpływy do budżetów. Dlatego jej starannie przemyślany rozwój jest ważny z punktu widzenia władz samorządowych odpowiedzialnych za kreowanie polityki dynamicznego rozwoju gospodarczego i społecznego w regionie. Aby osiągnąć ten cel, konieczne jest optymalne wykorzystanie wszystkich walorów i zasobów, jakie ma dana jednostka przestrzenna. Zjawiska i procesy turystyczne, które związane są z przemieszczaniem się człowieka i zmianą jego miejsca pobytu, dokonują się w określonej przestrzeni, którą kreują, powodują jej specyficzne zagospodarowanie, ale także modelują i przekształcają. Odrębności przestrzenne mogą stanowić źródło przewagi konkurencyjnej i przyczynić się do rozwoju danego terytorium. Wynika to między innymi z następujących przesłanek:

- postępuje zróżnicowanie przestrzenne środowiska człowieka,
- wzrasta złożoność i intensywność struktur przestrzennych,

- zwiększa się deficyt przestrzeni do lokalizacji wielu niezbędnych funkcji, z czego wynika zmniejszająca się elastyczność i swoboda działalności ludzkiej na danym obszarze,
- rosną koszty przystosowania ukształtowanych już struktur do różnych potrzeb,
- wyczerpuje się pojemność ekologiczna środowiska,
- pojawia się sprzeczność interesów między zasobami i walorami a rozwojem społeczno-gospodarczym i zagospodarowaniem przestrzennym.

Procesy rozwojowe we współczesnym świecie powodują, że przestrzeń jako dobro rzadkie, niepomnażane oraz ograniczone staje się coraz częściej również dobrem zagrożonym. Biorąc pod uwagę ogromne korzyści ekonomiczne, które niesie ze sobą rozwój turystyki w konkretnych jednostkach przestrzennych, należy jednocześnie pamiętać o prowadzeniu odpowiedniej przestrzennej polityki turystycznej, jak też stosowaniu wielu regulacji i instrumentów, co może zabezpieczyć przestrzeń przed nieracjonalnym zagospodarowaniem i użytkowaniem.

Celem artykułu jest ukazanie roli i znaczenia turystyki w aspekcie jej ekonomicznych efektów w kształtowaniu przestrzeni. Jednostkami przestrzennymi, stanowiącymi przedmiot badań są powiaty województwa małopolskiego. Zastosowanie analizy różnych wskaźników służących do określenia funkcji turystycznej pozwala na ocenę turystyki jako czynnika rozwoju gospodarczego w układach przestrzennych na poziomie lokalnym.

2. Przestrzeń turystyczna – ujęcia i typy

Głównym pojęciem związanym z ekonomicznymi aspektami turystyki w przestrzeni jest przestrzeń turystyczna, która jest pojęciem nadrzędnym w stosunku do regionu turystycznego czy obszaru recepcji turystycznej. Biorąc pod uwagę, że przestrzeń turystyczna jest wyróżniającą się funkcjonalnie częścią (podprzestrznią) ogólnie pojętej przestrzeni geograficznej i społeczno-ekonomicznej jest zasadne zaprezentowanie i wyjaśnienie pojęcia przestrzeni.

Definicji przestrzeni jest wiele – począwszy od matematycznej przestrzeni euklidesowej z jej wektorami, funkcjami, figurami geometrycznymi, poprzez przestrzeń geograficzną, czyli powierzchnię ziemi w całym jej zróżnicowaniu, aż po przestrzeń społeczną, warunkującą istnienie społeczności i społeczeństwa, postrzeganą subiektywnie przez każdego z jej obserwatorów. Jednak żadna z dyscyplin naukowych nie daje całościowej teorii przestrzeni. A. Lisowski [2007, s. 22] pisze: „Przestrzeń to nieograniczony pojemnik wielkości i różnorodności, a zarazem instrumentalna koncepcja integracji różnych kategorii zjawisk i procesów”.

Współcześnie przestrzeń rozpatrywana jest jako jedna z podstawowych cech materii i jest zwykle charakteryzowana jako zespół stosunków zachodzących między obiektami materialnymi, czyli ich wzajemnym rozmieszczeniu, ich rozmiarach i kształtach. Francuz H. Lefebvre [Majer 2004, s. 28] jako pierwszy podkreślił w dziele „Wytwarzanie przestrzeni” (*La Production de l'Espace*) ścisły związek między przestrzenią a osadzonymi w niej „stosunkami społecznymi”, stwierdzając, że przestrzeń nie jest abstrakcją, lecz przybiera formę społeczną, wytworzoną przez społeczeństwo, będąc równocześnie jednym z czynników je tworzących.

Dynamiczny wzrost ruchu turystycznego jest nierozłącznie związany z procesem przystosowania ogólnej przestrzeni geograficznej i ekonomicznej do coraz bardziej wyspecjalizowanej oferty ze strony rynku turystycznego. Na pewnym etapie rozwoju produktu turystycznego na danej przestrzeni pod wpływem działania różnorodnych czynników decydujących o rozwoju ruchu turystycznego, a co za tym idzie, sektora gospodarki turystycznej, wykształca się charakterystyczny typ przestrzeni zwany przestrzenią turystyczną. Tak więc powstanie przestrzeni turystycznej (jak też innych przestrzeni funkcjonalno-gałęziowych) nie jest procesem samoistnym, muszą się pojawić określone motywy (strona popytowa) i warunki (strona podaźowa), aby doszło do jej powstania. Można nawet stwierdzić, że człowiek tworzy (zarówno w sensie kreacji jak i produkcji) przestrzeń turystyczną [Liszewski i Baczarow 1998, s. 56].

Wśród wielu definicji przestrzeni turystycznej wybrano najbardziej adekwatną do poruszonych zagadnień. W ujęciu bardzo ogólnym jest to część przestrzeni geograficznej i społeczno-ekonomicznej, w której zachodzą zjawiska turystyczne [Jackowski i Warszńska 1978, s. 31].

S. Liszewski za przestrzeń turystyczną uważa „funkcjonalnie wyróżniającą się część (podprzestrzeń) przestrzeni geograficznej rozumianej w sensie *largo*, to znaczy jako przestrzeń, na którą składają się elementy przyrodnicze powłoki Ziemi (środowisko naturalne – przyrodnicze), trwałe efekty działalności ludzkiej w tym środowisku (środowisko antropogeniczne – kulturowe), a także środowisko człowieka w rozumieniu społecznym”. W dalszej części rozważań autor pisze: „przestrzeń turystyczna jest wytworem człowieka użytkującego dla celów turystycznych środowisko geograficzne i społeczne, które odkrywa i zagospodarowuje, motywując to potrzebami wypoczynku, poznania i chęci dokonania przeżyć” [Liszewski 1995, s. 87–103].

W określeniach tych najważniejsze wydaje się stwierdzenie, że przestrzeń turystyczna jest częścią (w skali świata) przestrzeni geograficznej, na której rozwijają się różne formy turystyki, czyli realizowana jest funkcja turystyczna. Przestrzeń turystyczna jest więc wydzielana na podstawie kryterium funkcjonalnego, co

oznacza, że każdy obszar, w ramach którego rozwija się funkcja turystyczna lub istnieją inne przejawy turystyki, jest przestrzenią turystyczną.

Strukturę przestrzeni turystycznej tworzą następujące elementy:

- dziedzictwo przyrodnicze – budowa geologiczna, ukształtowanie terenu, wody, warunki klimatyczne oraz fauna i flora danego obszaru,
- elementy dziedzictwa kulturowego – są to te zasoby, które powstały w wyniku działalności człowieka w przestrzeni, nieraz w bardzo odległej przeszłości, mogą one mieć zarówno charakter materialny, na przykład zabytki architektury, muzea, jak i niematerialny, czyli tradycje, zwyczaje, obrzędy, czy imprezy kulturalne,
- elementy infrastruktury – jest to zagospodarowanie turystyczne danego obszaru,
- człowiek – element organizujący przestrzeń turystyczną, a także nią zarządzający.

Rozwój turystyki oraz zagospodarowania turystycznego, a także związane z tym zmiany użytkowania ziemi doprowadziły w wielu regionach do przeobrażenia przestrzeni o cechach przyrodniczych w silnie zurbanizowane. Charakterystyczne cechy procesu rozprzestrzeniania się osadnictwa turystycznego na obszarach pozamiejskich to: koncentracja, izolacja, zajmowanie obszarów cennych przyrodniczo i krajobrazowo, znaczna konsumpcja przestrzeni [Turystyka 2007, s. 470]. Efektem szybkiego rozprzestrzeniania się i znacznego skupienia obiektów turystycznych jest kurczenie się przestrzeni rekreacyjnej. Zagospodarowywanie każdego typu obszaru, tak terenów nadmorskich, jak i górzystych, może na trwałe zmienić ich cechy krajobrazowe. Paradoksem „autodestrukcji turystyki” można nazwać sytuację, gdy intensywne zagospodarowanie turystyczne staje się czynnikiem obniżenia atrakcyjności obszaru, co może zagrażać dalszemu rozwojowi turystyki. We współczesnej turystyce ważne jest więc odpowiednie gospodarowanie przestrzenią i racjonalne planowanie nowej infrastruktury turystycznej.

Turystyka ma nierozzerwalny związek z przestrzenią, na którą składają się podstawowe typy obszarów. Proces delimitacji będący podstawą ich wyodrębnienia oparty jest na bardzo wielu kryteriach, stąd też wyróżnia się znaczną liczbę (w sensie rodzajowym) turystycznych jednostek przestrzennych. W niniejszym opracowaniu przyjęto pojęcie obszaru recepcji turystycznej. Zakres tego pojęcia ma charakter ogólny i umożliwi zastosowanie go nie tylko w ujęciu geograficznym, ale również w odniesieniu do ujęć przestrzeni społeczno-ekonomicznej. Pojęcie obszar recepcji turystycznej najogólniej oznacza miejsce, do którego kieruje się ruch turystyczny. Zależnie od przedmiotu analizy w konkretnej sytuacji oznacza on miejscowość, gminę lub region, a nawet kraj [Dziedzic 1998, s. 9]. Jego zasięg może dotyczyć różnych poziomów geograficznych: kraju, regionu, małych miast, dzielnic. Granice tego obszaru mogą być określone z punktu widzenia podziału administracyjnego kraju, samorządów lokalnych,

a także granice geograficzne, czy nawet postrzegane subiektywnie przez turystę. W literaturze anglo- i niemieckojęzycznej zagadnienie to odzwierciedlone zostaje w pojęciu *destination*. Definiowane jest ono jako: „fragment przestrzeni, który turysta wybiera jako miejsce docelowe podróży. Jest ono wyposażone we wszystkie niezbędne w czasie pobytu urządzenia i usługi [Dettmer *et al.* 1999, s. 20]. Zatem pojęciem obszaru recepcji turystycznej określa się dowolnie ograniczoną przestrzeń pełniącą funkcję turystyczną. W artykule jednostką przestrzenną stanowiącą przedmiot analizy jest powiat.

3. Ekonomiczne skutki funkcjonowania sektora turystycznego

Turystyka w wymiarze ekonomicznym rozumiana jest przede wszystkim jako sektor gospodarki oraz jako czynnik rozwoju społeczno-gospodarczego obszarów recepcji turystycznej. Przybywając do miejscowości turystycznych, turyści wydają pieniądze w celu zaspokojenia potrzeb noclegowych, żywieniowych, komunikacyjnych, potrzeb kulturowych, rozrywkowych, zakupu pamiątek i innych towarów. Przyjazd turystów wywołuje transfer środków finansowych z obszarów emisji ruchu turystycznego do obszarów recepcji. W wymiarze międzynarodowym jest to przepływ środków finansowych między poszczególnymi państwami.

Gospodarka turystyczna rozumiana jako sektor gospodarki ma złożony charakter. Turystyka nie stanowi samoistnego działu gospodarki narodowej na wzór transportu, czy handlu. W skład turystyki wchodzi różne gałęzie gospodarki narodowej, których wspólną cechą jest to, że działające w ich obrębie podmioty oferują dobra i usługi zaspokajające szeroko rozumiane potrzeby związane z ruchem turystycznym. W efekcie mamy do czynienia z bezpośrednią i pośrednią gospodarką turystyczną.

Zasadniczym problemem związanym z funkcjonowaniem gospodarki turystycznej jest kwestia określenia rozmiarów jej wpływu na gospodarkę narodową, na różnych jej poziomach. Trudność wyliczenia wpływu turystyki na tworzenie produktu krajowego brutto wynika z faktu, że działalność gospodarcza związana z turystyką włączana jest do różnych działów gospodarki narodowej. Polska Klasyfikacja Działalności Gospodarczej wyodrębnia tylko dwie sekcje związane (choć nie w całości) z gospodarką turystyczną; są to sekcja H – Hotele i restauracje oraz sekcja I – Transport, gospodarka magazynowa i łączność [Turystyka 2007, s. 345]. Oprócz tych dwóch sekcji poziom ruchu turystycznego decyduje o rozwoju wielu innych branż gospodarki, takich jak np.: działalność produkcyjna, rolnictwo, handel, pośrednictwo finansowe. Oddziaływania turystyki na te branże trudno jest jednak jednoznacznie ocenić.

Ekonomiczne korzyści wynikające z rozwoju turystyki najlepiej są dostrzegalne na poziomie miejscowości i regionów turystycznych, gdzie wprowadzona zostaje do obiegu gospodarczego pewna suma pieniędzy pochodzących z zewnątrz, czyli z miejsc pochodzenia turystów, która przez liczne transakcje i obrót finansowy zostaje „powielana”. Zachodzi więc zjawisko określane jako efekt mnożnikowy w turystyce. Mnożnik turystyczny obejmuje całość skutków pierwszego wydatku turystycznego, a więc dochodów bezpośrednich, pośrednich oraz indukowanych, powstających w kolejnych fazach oddziaływania w obrębie gospodarki, a zatem mnożnik regionalny jest sumą dochodów:

$$M_r = \text{dochód bezpośredni} + \text{dochód pośredni} + \text{dochód indukowany}$$

Regionalny mnożnik uwzględnia efekt „wpompowywanego” strumienia pieniądza do lokalnej gospodarki, odzwierciedlającego wysokość wydatków turystów.

Bezpośredni efekt mnożnikowy wiąże się z funkcjonowaniem podmiotów bezpośredniej gospodarki turystycznej. Wielkość ich dochodów jest uzależniona od popytu na usługi i dobra turystyczne, a także od poziomu płac i kosztów produkcji. Im większy popyt, tym wyższe będą dochody podmiotów gospodarczych, co może także przełożyć się na wyższy poziom wynagrodzeń, a tym samym zwiększyć siłę efektu indukowanego.

Pośredni efekt mnożnikowy dotyczy zakupów dokonywanych przez podmioty sektora turystyki u swoich kooperantów, zlokalizowanych w obszarze recepcji turystycznej. Strumień pieniądza jest kierowany do różnych usługodawców turystycznych, a także do innych podmiotów niezwiązanych bezpośrednio z turystyką.

Indukowany efekt ekonomiczny polega na ogólnym wzroście wydatków w lokalnej gospodarce, możliwym dzięki zwiększonym dochodom ludności zatrudnionej w bezpośredniej i pośredniej obsłudze ruchu turystycznego. Rozmiary indukowanego efektu mnożnikowego są pochodną zachowań konsumpcyjnych lokalnej społeczności. Im większa skłonność do konsumpcji, tym większe efekty oddziaływania tego strumienia pieniądza w lokalnej gospodarce. Wielkość efektów mnożnikowych na danym obszarze jest zależna od możliwości powiększenia produkcji lokalnej towarów, na które wzrosło zapotrzebowanie w sezonie turystycznym.

Ekonomiczne korzyści rozwoju turystyki w miejscowościach i regionach turystycznych dotyczą [Turystyka 2007, s. 410]:

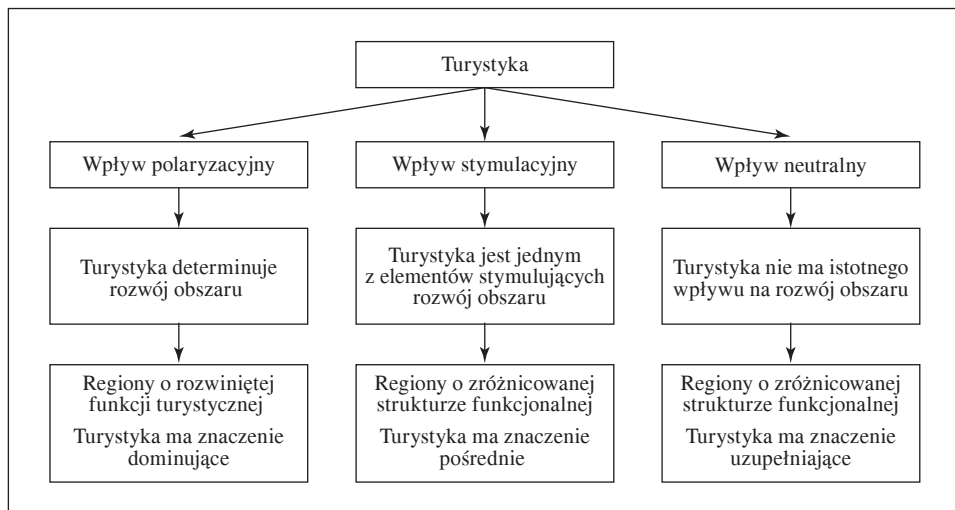
- napływu środków finansowych oraz inwestycji w zakresie tworzenia infrastruktury turystycznej, głównie bazy noclegowej, gastronomicznej i towarzyszącej,
- uzyskiwania dochodów pochodzących z wydatków turystów na zaspokojenie własnych potrzeb,

- rozwoju przedsiębiorczości w sektorze turystycznym oraz w sektorach z nim powiązanych,
- stworzenia nowych możliwości zatrudnienia.

W regionach i miejscowościach recepcji turystów występują mnożnikowe efekty dochodowe i efekty zaopatrzeniowe turystyki. Efekty dochodowe wiążą się ze zwiększeniem siły nabywczej miejscowej ludności przez globalny wzrost wynagrodzeń. Konieczność zaspokojenia potrzeb turystów wymaga stworzenia w obszarze recepcji turystycznej nowych miejsc pracy i prowadzi do wzrostu dochodów miejscowej ludności. Wzrost dochodów ludności miejscowej generuje większy popyt na dobra i usługi, co prowadzi do powstania miejsc pracy w innych sektorach lokalnej gospodarki, które zaspokajają rosnące potrzeby lokalnej społeczności. Efekty zaopatrzeniowe wynikają z dodatkowego popytu o charakterze inwestycyjnym. Ożywienie gospodarcze, rozpoczęcie nowych inwestycji, wzrost zatrudnienia i obniżenie liczby bezrobotnych, skutkuje wzrostem wpływów podatkowych do lokalnych budżetów.

Gospodarcze konsekwencje rozwoju turystyki są głównie widoczne w skali gospodarki lokalnej. Turystyka, stanowiąc jeden z głównych kierunków specjalizacji gospodarki lokalnej (np. powiatu nowosądeckiego, nowotarskiego), pełni funkcję aktywizującą całą gospodarkę danego obszaru. Rozwój turystyki jest czynnikiem wpływającym na przeobrażenia jakościowe i strukturalne w gospodarce lokalnej. Wzrost zatrudnienia w bezpośredniej gospodarce turystycznej pociąga za sobą konieczność zatrudnienia w innych działach gospodarki narodowej, np. przemyśle, rzemiośle, transporcie pasażerskim, rolnictwie, budownictwie, współdziałających w tworzeniu produktu turystycznego. Należy również pamiętać o roli turystyki w stabilizacji miejscowej ludności. Turystyka, absorbując miejscowe nadwyżki siły roboczej, zapobiega wyludnianiu się tych miejscowości, stanowi źródło dochodów dla stałych mieszkańców i wpływa na ich stabilizację. Należy jednak mieć na względzie, że turystyka ma charakter sezonowy, co stanowi problem nie tylko ze względu na zatrudnienie, lecz także ze względu na inwestycje turystyczne. Musi zatem być on brany pod uwagę w rachunku ekonomicznej efektywności gospodarki turystycznej.

Pozytywną rolę turystyki w aktywizacji gospodarki lokalnej odnotowuje się w procesie ekonomicznej urbanizacji wsi turystycznych, zwanych letniskowymi. Obserwuje się stałe zwiększanie liczby ludności zatrudnionej w zawodach pozarolniczych w stosunku do ludności utrzymującej się z rolnictwa. Zjawisko to jest szczególnie widoczne w północnych i południowych regionach turystycznych Polski. W ujęciu przestrzennym turystyka w zależności od atrakcyjności turystycznej regionów może być czynnikiem polaryzującym, stymulującym bądź neutralnym dla rozwoju regionu. Wpływ turystyki na rozwój obszaru przedstawia rys. 1.



Rys. 1. Wpływ turystyki na rozwój obszaru

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Meyer 2004, s. 176].

Wpływ turystyki na rozwój obszaru, mający charakter polaryzacyjny, jest typowy dla obszarów posiadających wysokiej rangi walory turystyczne i dobrze rozwiniętą infrastrukturę, gdzie występują sprzyjające warunki ekonomiczne do rozwoju innych sektorów gospodarki. Wzrastający ruch turystyczny i sfera jego obsługi powoduje rozwój wielu dziedzin gospodarczych, których funkcjonowanie jest zależne od turystyki. Tworzy to warunki do kompleksowej specjalizacji regionu, gdzie rozwój wszystkich dziedzin gospodarczych w regionie jest determinowany przez turystykę.

Stymulacyjny wpływ turystyki na rozwój społeczno-gospodarczy regionu jest typowy tam, gdzie turystyka ma jedynie pośredni wpływ na gospodarkę, obok innych sektorów gospodarki mających decydujące znaczenie w rozwoju obszaru. Gdy turystyka jest jedynie elementem uzupełniającym i nie ma istotnego wpływu na rozwój społeczno-gospodarczy regionu, to jej znaczenie określa się neutralnym.

4. Ekonomiczne znaczenie turystyki w powiatach województwa małopolskiego

Województwo małopolskie zajmuje obszar 15 183 km², obejmuje 5 podregionów, 22 powiaty, w tym 3 miasta na prawach powiatu oraz 182 gminy, w tym 14 gmin miejskich, 46 miejsko-wiejskich i 122 gminy wiejskie. Największym

powiatem jest powiat nowosądecki (1549 km²), a najmniejszym jest powiat chrzanowski (372 km²).

Liczba ludności Małopolski według stanu na koniec grudnia 2010 r. wynosiła 3310,1 tys. osób, tym samym na 1 km² powierzchni przypadało przeciętnie 218 osób. Największą gęstością zaludnienia charakteryzowały się powiaty oświęcimski (379 osób/km²) i chrzanowski (343 osoby/km²). Najslabiej zaludnione są powiaty: miechowski (74 osoby/km²) oraz proszowicki (105 osób/km²). W powiatach grodzkich poziom koncentracji ludności wynosił 2314 osób/km² w Krakowie, 1584 osób/km² w Tarnowie i 1468 osób/km² w Nowym Sączu [*Województwo małopolskie... 2011*].

Województwo małopolskie należy do najatrakcyjniejszych regionów turystycznych w Polsce o zróżnicowanych walorach zarówno przyrodniczych, kulturowych i historycznych. Szczególną atrakcją dla turystów są pasma górskie Tatr i Zakopane oraz pasmo Pienin z przełomem Dunajca. Turystów przyciągają walory przyrodnicze parków narodowych (takich jak: tatrzański, pieniński, ojcowski, gorczański, babiogórski) i licznych obszarów chronionych. Tutaj na bazie występujących źródeł mineralnych funkcjonują liczne uzdrowiska goszczące kuracjuszy z całego kraju, takie jak: Krynica Zdrój, Muszyna Zdrój, Żegiestów Zdrój, Piwniczna, Rabka Zdrój, Szczawnica, czy Swoszowice. W północnej części województwa leży miasto Kraków, dawna stolica Polski, którego zabytki przyciągają wielu turystów z całego świata. Atrakcją turystyczną są trasy podziemne kopalni soli w Wieliczce i Bochni. Szczególne walory historyczne ma nazistowski obóz koncentracyjny w Oświęcimiu.

O możliwościach wykorzystania walorów turystycznych i tym samym o rozmiarach ruchu turystycznego decyduje baza materialna turystyki, w tym szczególnie baza noclegowa. Na terenie województwa małopolskiego w końcu lipca 2010 r. funkcjonowało 875 turystycznych obiektów zbiorowego zakwaterowania, zlokalizowanych głównie w południowej części regionu (powiaty nowosądecki, nowotarski i tatrzański) oraz w Krakowie. Obiekty te dysponowały 70 tys. miejsc noclegowych, z których w ciągu roku skorzystało 2872,5 tys. turystów, w tym 896,1 tys. turystów zagranicznych. W obiektach zbiorowego zakwaterowania udzielono ogółem 7973,7 tys. noclegów, w tym 2135,3 tys. turystom zagranicznym. Średni czas pobytu wynosił około 3 dni. Turystyczne obiekty zakwaterowania zbiorowego w powiatach województwa małopolskiego w 2010 r. przedstawia tabela 1.

W Krakowie znajdowała się niemal 1/4 ogółu obiektów noclegowych, a udział miejsc noclegowych wynosił 35,3%. W stolicy Małopolski udzielono 3155,3 tys. noclegów, w tym 1812,8 tys. gościom zagranicznym, co stanowiło odpowiednio 39,6% i 84,9% ogółu w poszczególnych kategoriach. Największą ofertę noclegową miał podregion nowosądecki, dysponując 467 obiektami noclegowymi z 34,1 tys. miejsc noclegowych, w tym 30,3 tys. miejsc całorocznych. Najwięcej obiektów

Tabela 1. Turystyczne obiekty zakwaterowania zbiorowego w powiatach województwa małopolskiego w 2010 r.

Wyszczególnienie	Obiekty	Miejsca noclegowe		Korzystający z noclegów		Udzielone noclegi	
		ogółem	w tym całoroczne	ogółem	w tym turyści zagraniczni	ogółem	w tym turystom zagranicznym
Województwo	875	69 959	61 152	2 872 501	896 116	7 973 724	2 135 297
Podregion krakowski	77	4 824	4 196	204 825	25 003	322 367	41 331
Powiaty							
1) bocheński	16	1 294	998	55 615	3 197	81 132	5 553
2) krakowski	25	1 339	1 339	66 452	9 670	107 889	15 545
3) miechowski	1	40	40	3 145	631	4 507	898
4) myślenicki	14	1 066	734	16 451	1 241	41 892	2 614
5) proszowicki	3	166	166	3 083	90	4 633	254
6) wielicki	18	919	919	60 079	10 174	82 314	16 467
Miasto na prawach powiatu Kraków	215	24 708	20 640	1 512 363	770 243	3 155 330	1 812 764
Podregion nowosądecki	467	34 130	30 309	939 330	68 362	4 027 872	207 644
Powiaty							
7) gorlicki	24	1 400	1 117	36 141	843	202 984	3 129
8) limanowski	23	1 455	792	19 781	624	65 636	2 260
9) nowosądecki	142	11 923	10 516	270 410	6 654	1 544 750	34 120
10) nowotarski	109	6 658	5 961	149 677	6 238	684 555	13 523
11) tatrzański	160	12 294	11 643	446 989	52 180	1 503 633	151 465
Miasto na prawach powiatu Nowy Sącz	9	400	280	16 332	1 823	26 314	3 147

Wyszczególnienie	Obiekty	Miejsca noclegowe		Korzystający z noclegów		Udzielone noclegi	
		ogółem	w tym całoroczne	ogółem	w tym turyści zagraniczni	ogółem	w tym turystom zagranicznym
Podregion oświęcimski	82	4 594	4414	133 675	22 304	307 973	44 986
Powiaty							
12) chrzanowski	5	160	160	4328	495	7 513	998
13) olkusi	13	528	528	16 474	1 416	34 763	3 405
14) oświęcimski	8	603	603	25 031	14 999	48 813	31 534
15) suski	35	1 723	1 571	35 560	997	111 908	2 103
16) wadowicki	21	1 580	1 552	52 282	4 397	104 976	6 946
Podregion tarnowski	34	1 703	1 593	82 308	10 204	160 182	28 572
Powiaty							
17) brzeski	9	468	468	17 912	1 835	49 138	15 230
18) dąbrowski	2	60	20	408	–	578	–
19) tarnowski	12	470	470	19 885	1 119	37 991	1 812
Miasto na prawach powiatu Tarnów	11	705	635	44 103	7 250	72 475	11 530

Źródło: [Województwo małopolskie... s. 293].

noclegowych jest w powiecie tatrzańskim – 160 obiektów z 12,3 tys. miejsc noclegowych, w nowosądeckim – 142 obiektów z 11,9 tys. miejsc noclegowych i nowotarskim – 109 obiektów z 6,7 tys. miejsc noclegowych. W podregionie nowosądeckim z noclegów w turystycznych obiektach zakwaterowania zbiorowego skorzystało 939,3 tys. turystów, w tym 68,4 tys. turystów zagranicznych.

Najmniejszą ofertą noclegową w regionie dysponował powiat miechowski, na terenie którego działał jeden turystyczny obiekt zbiorowego zakwaterowania posiadający 40 miejsc noclegowych, z których skorzystało 3145 turystów, w tym 631 turystów zagranicznych.

W województwie małopolskim stopień wykorzystania miejsc noclegowych w turystycznych obiektach zbiorowego zakwaterowania wyniósł 35,5%, przy czym najwyższy odnotowano w powiecie gorlickim – 46,8%, a najniższy w dąbrowskim – 9,4%. Baza noclegowa jest podstawowym elementem zagospodarowania turystycznego obszaru, wyznacza rozmiary ruchu turystycznego obszarów posiadających walory turystyczne i jest czynnikiem decydującym o rozwoju destynacji turystycznych.

5. Wskaźniki funkcji turystycznej powiatów Małopolski

Siła twórczej funkcji turystyki jest zależna od wagi, jaką turystyka pełni w strukturze funkcjonalnej danego obszaru. Z perspektywy przedmiotu artykułu istotna jest funkcja turystyki w wymiarze stymulowania rozwoju zaplecza noclegowego. Baza noclegowa jest podstawowym elementem zagospodarowania turystycznego, zaś wielkość zaplecza noclegowego jest podstawowym miernikiem stopnia rozwoju funkcji turystycznej. Realizacja tej funkcji przejawia się we wzroście liczby miejsc noclegowych w stosunku do liczby stałych mieszkańców.

Do oceny znaczenia turystyki badanego obszaru wykorzystuje się wiele wskaźników, wśród których szczególnie popularne są wskaźniki funkcji turystycznej Baretje'a-Deferta. Jednym z nich jest wskaźnik T_{bd} , który określa się według wzoru [Lijewski, Mikułowski i Wyrzykowski 1998, s. 23]:

$$T_{bd} = \frac{100N}{L},$$

gdzie:

N – liczba turystycznych miejsc noclegowych,

L – liczba ludności miejscowej.

Miernik ten określa liczbę miejsc noclegowych przypadającą na 100 mieszkańców. Przyjmuje się, że dla obszarów o niewielkim stopniu zagospodarowania turystycznego wskaźnik Baretje'a-Deferta jest stosunkowo niski i wynosi od

1–100. Zgodnie z tym wskaźnikiem funkcja turystyczna obszaru zaczyna się wykształcać, gdy ma on wartość 100, a przy wskaźniku od 100 do 500 funkcja turystyczna jest już dobrze rozwinięta. Wartość 100 oznacza, że pojemność bazy noclegowej jest równa liczbie mieszkańców. Posługując się wskaźnikiem Baretje'a-Deferta dla dużych jednostek przestrzennych, uzasadnione jest obliczanie miejsc noclegowych przypadających na 1000 mieszkańców.

Najwyższy poziom wskaźnika Baretje'a-Deferta odnotowano w powiecie tatrzańskim – 187,7 oraz w powiecie nowosądeckim – 58,4 i powiecie nowotarskim – 35,8, natomiast najniższy poziom wskaźnika T_{bd} zarejestrowano w powiecie miechowskim, dąbrowskim oraz chrzanowskim.

Wśród innych popularnych wskaźników wyznaczających funkcję turystyczną obszaru wymienić należy wskaźnik Schneidera T_s , który wyrażony jest wzorem [Lijewski, Mikułowski i Wyrzykowski 1998, s. 24]:

$$T_s = \frac{100T}{L},$$

gdzie:

T – liczba turystów korzystających z noclegów,

L – liczba ludności miejscowej.

Wskaźnik T_s , przedstawiający liczbę turystów ogółem korzystających z noclegów w stosunku do liczby stałych mieszkańców, był najwyższy w powiecie tatrzańskim 6824, a następnie kolejno w powiatach: nowosądeckim – 1325, nowotarskim – 805,1, bocheńskim – 542,1 i wielickim – 535,5. Najniższe wartości T_s odnotowano w powiecie dąbrowskim – 7,0 oraz w powiatach chrzanowskim – 33,9 i miechowskim 62,9.

Wskaźnik T_s biorący pod uwagę liczbę turystów zagranicznych był najwyższy w powiecie tatrzańskim – 796,6, oświęcimskim – 97,6 oraz wielickim 90,7, natomiast najniższy poziom osiągnął w powiatach: dąbrowskim, proszowickim, chrzanowskim i limanowskim.

W analizie ruchu turystycznego i zagospodarowania turystycznego w odniesieniu do powierzchni stosuje się wskaźniki [Lijewski, Mikułowski i Wyrzykowski 1998, s. 25]:

$$G_b = \frac{N}{S}, \quad G_t = \frac{T}{S}.$$

gdzie:

G_t – wskaźnik gęstości ruchu turystycznego na danym obszarze,

G_b – wskaźnik gęstości bazy noclegowej.

T – liczba osób korzystających z noclegów,

N – liczba miejsc noclegowych,

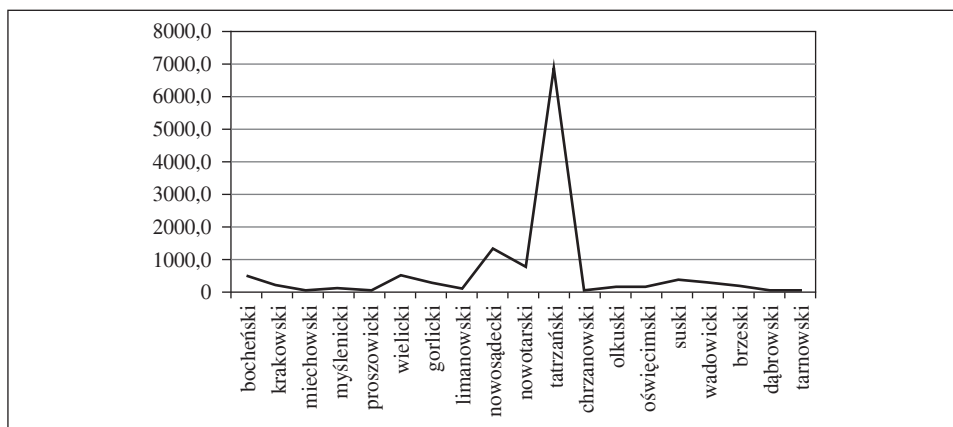
S – powierzchnia w km².

Tabela 2. Wskaźniki funkcji turystycznej powiatów Małopolski

Powiaty	T_s Turyści ogółem / L	T_{sz} Turyści zagraniczni ogółem / L	T_{nd} Miejsca noclegowe ogółem / L	G_i Turyści korzystający ogółem / S	G_{iz} Turyści zagraniczni korzystający / S	G_b Miejsca noclegowe ogółem / S
Podregion krakowski						
1) bocheński	542,1	31,2	12,6	85,7	4,9	2,0
2) krakowski	259,3	37,7	5,2	54,0	7,9	1,1
3) miechowski	62,9	12,6	0,8	4,7	0,9	0,1
4) myślenicki	136,1	10,3	8,8	24,4	1,8	1,6
5) proszowicki	71,0	2,1	3,8	7,4	0,2	0,4
6) wielicki	535,5	90,7	8,2	146,2	24,7	2,2
Podregion nowosądecki						
7) gorlicki	337,5	7,9	13,1	37,4	0,9	1,4
8) limanowski	158,1	5,0	11,6	20,8	0,7	1,5
9) nowosądecki	1325,0	32,6	58,4	174,6	4,3	7,7
10) nowotarski	805,1	33,6	35,8	101,5	4,2	4,5
11) tatrzański	6824,0	796,6	187,7	947,0	110,6	26,1
Podregion tarnowski						
12) chrzanowski	33,9	3,9	1,3	11,6	1,3	0,4
13) olkusi	144,8	12,4	4,6	26,7	2,3	0,8
14) oświęcimski	162,9	97,6	3,9	61,6	36,9	1,5
15) suski	428,4	12,0	20,8	51,8	1,5	2,5
16) wadowicki	334,1	28,1	10,1	81,2	6,8	2,4
17) brzeski	195,5	20,0	5,1	30,3	3,1	0,8
18) dąbrowski	7,0	-	1,0	0,8	-	0,1
19) tarnowski	101,0	5,7	2,4	14,1	0,8	0,3

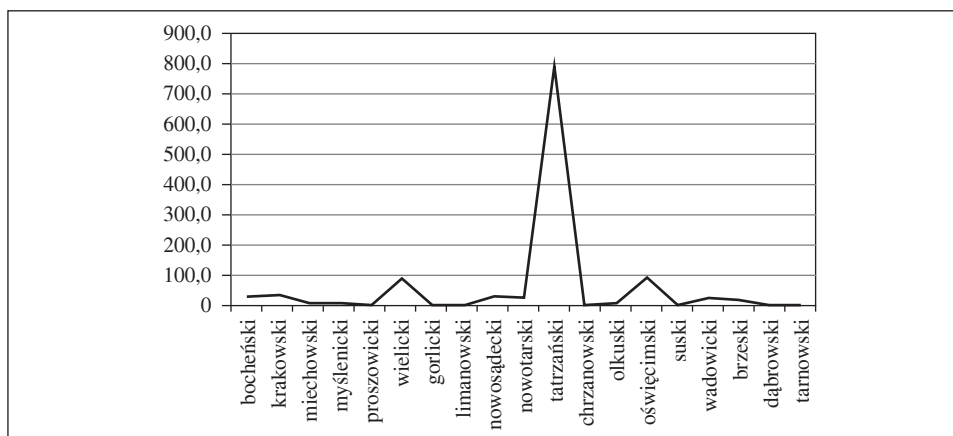
Źródło: obliczenia własne na podstawie tabeli 2.

Wskaźnik G_t obrazujący liczbę osób korzystających z noclegów na 1 km² powierzchni najwyższy był w powiecie tatrzańskim i wynosił 947,0, w nowosądeckim 174,6, wielickim 146,2 i nowotarskim 101,5, natomiast najniższy był w powiatach; dąbrowskim, miechowskim i proszowickim. Znaczenie powiatów: tatrzańskiego – 110,6, oświęcimskiego – 36,9, wielickiego – 24,7 ocenia się jako duże na podstawie wskaźnika G_t . Wskaźnik G_b wskazuje na duże znaczenie turystyki w rozwoju powiatu tatrzańskiego, nowosądeckiego i nowotarskiego. Wyliczone wskaźniki funkcji turystycznej powiatów Małopolski przedstawia tabela 2 oraz rys. 2–7.



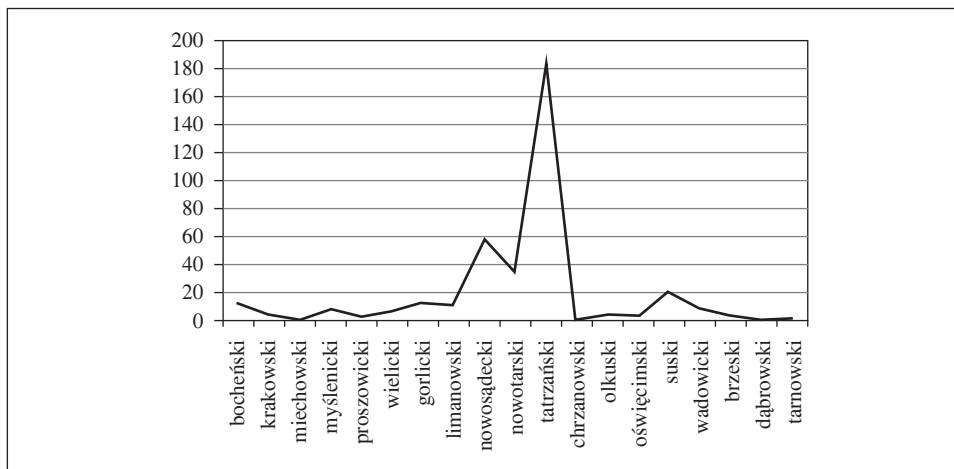
Rys. 2. Wskaźnik T_s dla powiatów województwa małopolskiego

Źródło: opracowanie własne na podstawie tabeli 3.



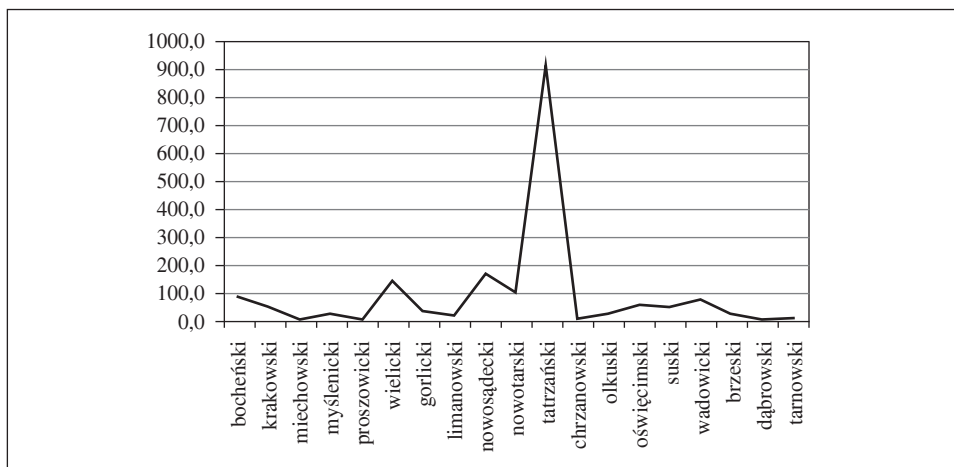
Rys. 3. Wskaźnik T_s – turyści zagraniczni w powiatach województwa małopolskiego

Źródło: opracowanie własne na podstawie tabeli 3.



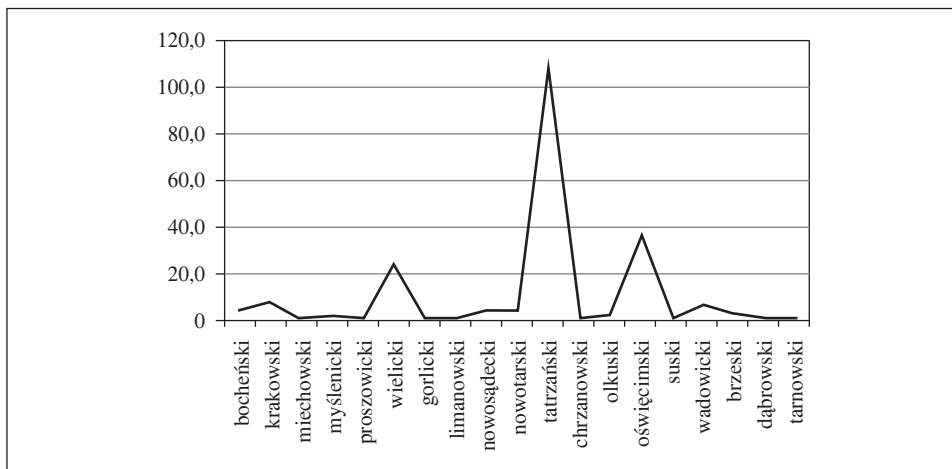
Rys. 4. Wskaźnik T_{bd} dla powiatów województwa małopolskiego

Źródło: opracowanie własne na podstawie tabeli 3.

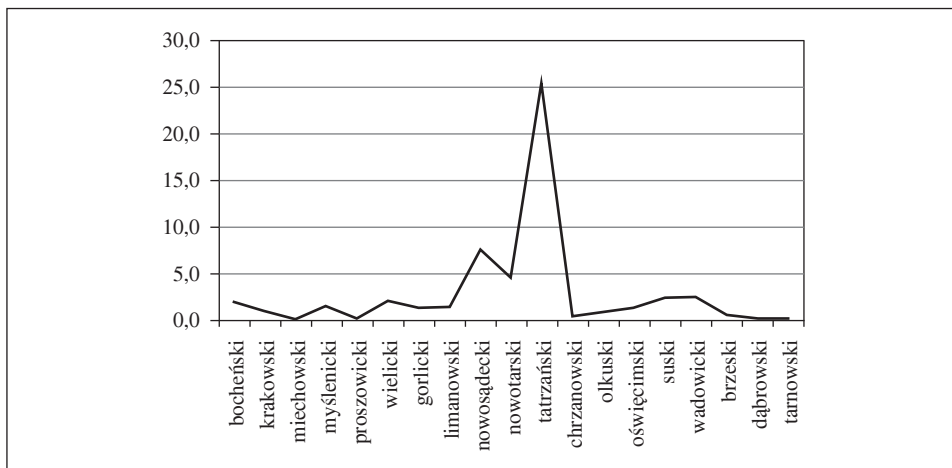


Rys. 5. Wskaźnik G_t dla powiatów województwa małopolskiego

Źródło: opracowanie własne na podstawie tabeli 3.



Rys. 6. Wskaźnik G_7 – turyści zagraniczni w powiatach województwa małopolskiego
 Źródło: opracowanie własne na podstawie tabeli 3.



Rys. 7. Wskaźnik G_b dla powiatów województwa małopolskiego
 Źródło: opracowanie własne na podstawie tabeli 3.

6. Wnioski z badań

Można z dużym prawdopodobieństwem określić znaczenie turystyki w rozwoju gospodarczym badanych powiatów. Powiaty województwa małopolskiego można podzielić na cztery grupy:

1) powiat tatrzański, gdzie turystyka odgrywa bardzo istotną rolę w rozwoju ekonomicznym. Dominuje on w województwie małopolskim zarówno pod względem ruchu turystycznego krajowego, jak i zagranicznego, a wszystkie wskaźniki kilkakrotnie przewyższają wartości wskaźników dla pozostałych powiatów;

2) powiaty: bocheński, nowosądecki, nowotarski, suski, wadowicki, wielicki, gdzie turystyka odgrywa ważną rolę w rozwoju ekonomicznym regionu;

3) powiaty: brzeski, gorlicki, krakowski, limanowski, myślenicki, olkuski, oświęcimski, w których turystyka jest jedną z funkcji rozwoju;

4) powiaty: dąbrowski, chrzanowski, miechowski, proszowicki, tarnowski, gdzie turystyka w rozwoju nie odgrywa ważniejszej roli.

W powiecie tatrzańskim, oświęcimskim i wielickim wyraźnie zarysowuje się znaczenie przyjazdowej turystyki zagranicznej, decydują o tym w powiecie tatrzańskim walory przyrodnicze, w powiecie oświęcimskim walory historyczne nazistowskiego obozu, natomiast w powiecie wielickim atrakcyjność unikatowej w skali Europy kopalni soli.

Z przeprowadzonych badań wynika, że w wielu powiatach ziemi małopolskiej walory turystyczne nie są w pełni wykorzystane i turystyka jest dziedziną o niewykorzystanych w pełni możliwościach ekonomicznego rozwoju.

7. Zakończenie

Przestrzeń turystyczna jest częścią przestrzeni geograficznej, na której realizowana jest funkcja turystyczna. Wzrost znaczenia przestrzennych uwarunkowań rozwoju społeczno-gospodarczego wynika z kurczenia się zasobów przestrzeni i coraz silniejszą o nie konkurencją. Powoduje to, że czynnik przestrzeni częściej jest uwzględniany w ekonomii. Wśród ekonomicznych czynników kreujących przestrzeń zwiększa się znaczenie turystyki w regionalnej i lokalnej gospodarce.

Proces kształtowania przestrzeni przez turystykę rozpoczyna się w momencie, gdy pojawia się zainteresowanie turystów określonym elementem przestrzeni. Główne czynniki wyznaczające zasięg i określające strukturę przestrzeni determinowanej przez turystykę to: walory turystyczne, szeroko pojęta infrastruktura turystyczna i paraturystyczna oraz cała sfera ich właściwego funkcjonowania. Tak więc powstanie przestrzeni turystycznej nie jest procesem samoistnym, muszą

pojawić się określone motywy wyznaczone przez konieczność zaspokojenia potrzeb turystów i warunki dotyczące możliwości technicznych, ekonomicznych i innych, realizacji usług. Przestrzeń turystyczna jest wydzielona na podstawie kryterium funkcjonalnego, co oznacza, że każdy obszar, w ramach którego rozwija się funkcja turystyczna jest przestrzenią turystyczną. Warunkiem do zaklasyfikowania części przestrzeni geograficznej jako przestrzeni turystycznej jest zagospodarowanie turystyczne oraz występowanie ruchu turystycznego. We współczesnej turystyce ważne jest odpowiednie gospodarowanie przestrzenią i racjonalne planowanie infrastruktury turystycznej.

Turystyka w wymiarze ekonomicznym rozumiana jest przede wszystkim jako sektor gospodarki oraz jako czynnik rozwoju społeczno-gospodarczego obszarów recepcji turystycznej. Turystyka stanowi doskonałą podstawę aktywizacji lokalnych społeczeństw, będąc ważnym źródłem dochodów ludności oraz generując znaczne wpływy do budżetów destynacji o szczególnych walorach turystycznych.

Ekonomiczne korzyści z rozwoju turystyki najlepiej są dostrzegane na poziomie miejscowości i regionów turystycznych, gdzie wprowadzona zostaje do obiegu gospodarczego pewna suma pieniędzy pochodzących z zewnątrz, czyli z miejsc pochodzenia turystów, która przez liczne transakcje i obrót finansowy jest powielana. Gospodarcze i społeczne konsekwencje rozwoju turystyki są głównie widoczne w skali gospodarki lokalnej. Turystyka, stanowiąc jeden z głównych kierunków specjalizacji gospodarki lokalnej, pełni funkcję aktywizującą całą gospodarkę danego obszaru. Rozwój turystyki jest czynnikiem wpływającym na przeobrażenia jakościowe i strukturalne w gospodarce lokalnej.

Siła twórczej funkcji turystyki jest zależna od wagi, jaką turystyka pełni w strukturze funkcjonalnej danego obszaru. Przeprowadzone badania pozwoliły na ocenę turystyki jako czynnika rozwoju ekonomicznego powiatów województwa małopolskiego.

Literatura

- Dettner H. *et al.* [1999], *Managementformen im Tourismus*, VortisVerlag, Wien.
- Dziedzic E. [1998], *Obszar recepcji turystycznej jako przedmiot zarządzania strategicznego*, Monografie i Opracowania, nr 442, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa.
- Jackowski A., Warszzyńska J. [1978], *Podstawy geografii turystyki*, PWN, Warszawa.
- Turystyka* [2007], red. W. Kurek, PWN, Warszawa.
- Lijewski T., Mikułowski B., Wyrzykowski J. [1998], *Geografia turystyki Polski*, PWE, Warszawa.
- Lisowski A. [2007], *Przestrzeń i percepcja w transdyscyplinarnych badaniach miasta – spojrzenie geografa* [w:] *Percepcja współczesnej przestrzeni miejskiej*, red. M. Madurowicz, Wydawnictwo Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa.
- Liszewski S. [1995], *Przestrzeń turystyczna*, „Turyzm”, t. 5, z. 2.

- Liszewski S., Baczwiarow M. [1998], *Istota i właściwości przestrzeni rekreacyjno-turystycznej*, „Turyzm”, t. 8, z. 1.
- Majer A. [2004], *Od idei przestrzeni społecznej do koncepcji czasoprzestrzeni* [w:] *Wokół socjologii przestrzeni*, red. A. Majer, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Meyer B. [2004], *Turystyka jako ekonomiczny czynnik kształtowania przestrzeni*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Województwo małopolskie – podregiony, powiaty, gminy [2011], Urząd Statystyczny w Krakowie, Kraków.

Streszczenie

Kształtowanie przestrzeni współczesnego świata we wszystkich jej wymiarach jest w przeważającej mierze zdominowane przez człowieka. Wśród ekonomicznych czynników kształtujących przestrzeń zwiększa się znaczenie turystyki w regionalnej i lokalnej gospodarce. Zjawiska i procesy przestrzenne dokonują się w określonej przestrzeni, którą kreują, modelują i przekształcają, powodując jej specyficzne zagospodarowanie. Celem artykułu jest ukazanie kształtowania przestrzeni przez czynniki ekonomiczne na przykładzie oddziaływania gospodarki turystycznej na obszary recepcji turystycznej w ujęciu lokalnym. Analiza wskaźników określających funkcję turystyczną pozwoliła na ocenę wpływu turystyki na rozwój gospodarczy powiatów Małopolski.

Słowa kluczowe: turystyka, przestrzeń turystyczna, ekonomiczne efekty turystyki, wskaźniki funkcji turystycznej.

Economic Aspects of Management of Tourist Space

The formation of contemporary world space in all its dimensions is dominated in large measure by humans. Tourism for regional and local economies as an economic factor in the formation of space is of increasing importance. Spatial phenomena occur in particular space, which they create, bringing about a particular form of usage, as well as shape and transform. The aim of the article is to show how space is formed by economic factors using the example of how tourist management influences tourist reception areas on a local basis. The analysis of indicators describing the function of tourism allows the author to assess the influence of tourism on economic development in the districts of Małopolska.

Keywords: tourism, tourist space, economic effects of tourism, indicators of tourism.

Anna Rybka

Studia Doktoranckie Wydziału Finansów
Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Zastosowanie obligacji zamiennych do obniżania kosztu kapitału w przedsiębiorstwie na podstawie analizy wybranych instrumentów notowanych na rynku Catalyst

1. Wprowadzenie

Podstawowym warunkiem działalności przedsiębiorstwa jest posiadanie odpowiedniego kapitału. Poziom dostępnych środków determinuje realizację programu rozwoju firmy oraz jej planów inwestycyjnych. Wybór optymalnej strategii finansowania oraz analiza dostępnych źródeł kapitału pełnią kluczową rolę w każdym rozwijającym się przedsiębiorstwie. Szczególnie istotną decyzją jest określenie proporcji pomiędzy finansowaniem własnym a obcym.

Kapitał własny przedsiębiorstwa może pochodzić z dwóch podstawowych źródeł: z zysków zatrzymanych oraz z wkładów wnoszonych przez właścicieli poprzez objęcie nowych akcji lub udziałów. Finansowanie obce realizowane jest najczęściej za pomocą kredytów bankowych, emisji obligacji lub krótkoterminowych papierów dłużnych.

Dokonując wyboru pomiędzy tymi dwoma źródłami kapitału, pod uwagę brane są koszty jego pozyskania i dysponowania, dostępność, czynniki ryzyka oraz prognoza efektu dźwigni finansowej. Z uwagi na mnogość tych kryteriów, nie można wskazać optymalnej struktury kapitałowej. Oprócz korzyści wynika-

jących z finansowania własnego jak i obcego, oba źródła kapitału niosą ze sobą pewne negatywne skutki.

Analizując wady i zalety źródeł kapitału w przedsiębiorstwie, posłużono się spółką akcyjną jako najbardziej rozwiniętą formą przedsiębiorstwa. Emisja akcji jest dla spółki stabilnym źródłem finansowania. Pozytywnie wpływa na płynność finansową, gdyż oprócz kosztów emisji, nie wiąże się z wydatkami gotówkowymi. W szczególności nie pociąga za sobą obligatoryjnych wypłat na rzecz kapitałodawców. Najczęściej jednak finansowanie kapitałem własnym wiąże się z rozproszaniem dotychczasowej struktury akcjonariatu. Tym samym dotychczasowi właściciele spółki pozbawiani są części jej przyszłych zysków. Ponadto wzrost liczby akcji może spowodować spadek ich rynkowej ceny, a tym samym zmniejszyć realną wartość kapitału pozyskanego w drodze emisji. Nie bez znaczenia jest też długi czas trwania procesu emisji akcji. Potrzeba szybkiego pozyskania środków finansowych zaważyć może na rezygnacji ze stosunkowo długotrwałego procesu podwyższenia kapitałów własnych.

W odróżnieniu od procesu emisji akcji w zdecydowanie krótszym okresie przedsiębiorstwo może pozyskać kapitał obcy (np. zaciągnąć kredyt bankowy). Ponadto finansowanie obce nie wiąże się z oddaniem części praw własnościowych i zarządczych w spółce. Wadą długu jest jednak to, że pociąga on za sobą konieczność regularnych płatności, czyli spłaty pożyczonego kapitału oraz odsetek. Pojawia się więc ryzyko utraty płynności finansowej, które w skrajnych przypadkach prowadzić może do bankructwa spółki. Finansowanie obce odbywa się na zasadach w dużej mierze określonych przez wierzycieli (terminy spłat, wysokość oprocentowania), a samo pozyskanie środków wiąże się z koniecznością spełnienia wielu wymogów (takich jak np. pozytywna ocena zdolności kredytowej). Tym samym kapitał, który pozyskać można poprzez emisję akcji, często jest nieosiągalny poprzez zadłużenie.

Dla przedsiębiorstwa stojącego przed wyborem sposobu finansowania, oprócz omówionych wad i zalet obu źródeł kapitału, kluczowym kryterium jest koszt jego pozyskania. Nie ulega wątpliwości, że z reguły wyższym kosztem cechuje się kapitał własny. W odróżnieniu od długu, który posiada prawne zabezpieczenie, emisja akcji pozbawiona jest gwarancji przyszłych zysków dla inwestorów, dlatego szczególnie w obliczu dużej zmienności cen akcjonariusze żądają wyższej premii za ryzyko. Rozwiązaniem pośrednim, a zarazem optymalnym, może być dla przedsiębiorstwa pozyskanie kapitału poprzez emisję obligacji zamiennych, instrumentu, który posiada cechy zarówno długu, jak i kapitału własnego.

Celem niniejszego artykułu jest analiza możliwości obniżenia kosztu kapitału w przedsiębiorstwie poprzez emisję obligacji zamiennych. Rozważania oparto na wybranych instrumentach notowanych na polskim rynku obligacji Catalyst.

2. Możliwości zastosowania obligacji zamiennych do obniżania kosztu kapitału w przedsiębiorstwie

Emisja obligacji zamiennych regulowana jest przez Ustawę z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (Dz.U. 1995, nr 83, poz. 420 z późn. zm.) zwaną dalej ustawą. Według art. 20, ust. 1 ustawy: „O ile statut spółki tak stanowi, spółka może emitować obligacje uprawniające do objęcia akcji emitowanych przez spółkę w zamian za te obligacje, zwane dalej «obligacjami zamiennymi»”.

Definicja podana przez ustawodawcę zbieżna jest z określeniami instrumentu w literaturze. Według S. Antkiewicza [2011], „Obligacje zamienne na akcje są traktowane przez emitentów oraz inwestorów jak klasyczne obligacje z ich wszystkimi podstawowymi cechami, które jednak dodatkowo są wyposażone w opcję uprawniającą do zamiany papierów na akcje emitenta”. M. Poślad, S. Thiel i T. Zwoliński [2006] definiują: „Obligacje zamienne są to obligacje uprawniające obligatariusza do objęcia akcji emitowanych przez spółkę w zamian za wierzytelności wynikające z obligacji”, natomiast M. Sierpińska i T. Jachna [2007] zaznaczają, że „obligacje te można przedstawić jako zwykłe obligacje sprzedawane wraz z opcją call na akcje emitenta (przy czym opcja ta nie może być sprzedawana oddzielnie)”.

Obligacja zamienna jest więc instrumentem dłużnym, który oprócz należnych odsetek, daje prawo do jego zamiany na określoną liczbę akcji emitenta. Ponieważ opcja zamiany jest pewnym prawem dodanym, niewystępującym w przypadku zwykłych obligacji, obligację zamienną charakteryzują dodatkowe parametry. Wynikają one bezpośrednio z ustawy. Na podstawie art. 20, ust. 4 „Emitent obligacji zamiennych obowiązany jest w warunkach emisji określić szczegółowo:

- 1) termin, w jakim zamiana będzie dopuszczalna,
- 2) sposób przeliczenia obligacji na akcje [...]”.

Termin, o którym mowa w punkcie pierwszym, określany jest jako czas konwersji. Wskazuje on, kiedy obligatariusz może dokonać zamiany obligacji na akcje. Emitent może umożliwić zamianę np. w wybranych dniach, w określonych przedziałach czasowych bądź w dniu zapadalności instrumentu. Ustawa zastrzega jednak, że termin zamiany nie może być dłuższy od terminu wykupu obligacji. Sposób przeliczenia obligacji na akcje jest określany przez emitenta za pomocą współczynnika i ceny zamiany (konwersji). Współczynnik wskazuje na liczbę akcji, która zostaje objęta przez obligatariusza w momencie zamiany, natomiast cena zamiany jest ilorzem wartości nominalnej obligacji i współczynnika. Określa więc ona rzeczywistą cenę, jaką obligatariusz płaci za jedną akcję w momencie konwersji.

Dodatkowe parametry obligacji to jednocześnie nowe możliwości zarówno dla emitenta, jak i inwestora. Obligatariusz, oprócz gwarantowanych płatności

kuponowych, ma szansę na zysk kapitałowy w postaci tzw. premii konwersji. Jest to różnica pomiędzy rynkową wartością akcji, które nabywa w chwili zamiany i wartością tych akcji liczonej po ustalonej cenie konwersji. Z punktu widzenia przedsiębiorstwa atrakcyjność obligacji zamiennych wiąże się z możliwością obniżenia kosztu pozyskanego kapitału. Sukces tego działania zależy od ustalonego odpowiednio momentu emisji oraz właściwego wyboru parametrów wewnętrznych obligacji. Emisja obligacji zamiennych może okazać się skutecznym narzędziem obniżającym koszt kapitału w szczególności w okresie niskiej wyceny rynkowej spółki. Podwyższanie kapitału własnego w trakcie giełdowej bessy jest bowiem ryzykowne. W związku z niskimi notowaniami akcji prawdopodobne stają się trudności z ich zbyciem. Ponadto małe przychody z emisji spowodować mogą problemy z realizacją projektów inwestycyjnych, a tym samym zahamować rozwój firmy. W dalszym etapie przekłada się to na gorsze wyniki finansowe spółki, gorszą ocenę wskaźnikową, a tym samym negatywną ocenę ze strony rynku i spadki kursu akcji. Poprzez emisję obligacji zamiennych spółka oddala moment podwyższenia kapitału własnego. Konwersja nastąpić może dopiero w ściśle określonych momentach w przyszłości. Jednocześnie ustalenie ceny zamiany na odpowiednio wysokim poziomie jest dla przedsiębiorstwa gwarancją, że emisja nastąpi po cenie wyższej od aktualnie obowiązującej na rynku. Istotne jest to, że z pozyskanego kapitału spółka korzysta już od momentu emisji. W praktyce oznacza to więc sprzedaż akcji „dziś”, ale bez faktycznej subskrypcji i drożej niż na rynku. Ważne, że przyszły wzrost cen akcji w dużej mierze zależy od obecnych inwestycji, a do nich niezbędny jest kapitał, który pozyskać można poprzez emisję obligacji zamiennych.

Oddalenie w czasie podwyższenia kapitału własnego jest korzystne również dla inwestora. Możliwość przyszłej zamiany obligacji na akcje to dla obligatariusza dodatkowa szansa na zysk, która zwiększa atrakcyjność hybrydowego instrumentu. Dzięki temu im większa wiara inwestora w przyszłe zyskowe przekonwertowanie obligacji, tym niższe jej oprocentowanie jest on gotów zaakceptować. Pozwala to spółce pozyskać kapitał po niższym koszcie w porównaniu z emisją tradycyjnych obligacji kuponowych, które nie zawierają żadnych praw dodanych. Emisja długu przy niższym oprocentowaniu jest szczególnie istotna dla tych spółek mających problemy z rentownością oraz tych, których zadłużenie jest wysokie. Obligacje zamienne mogą być wówczas bardzo korzystną alternatywą dla wysokooprotocowanego kredytu bankowego (pomniejszeniu ulegają koszty finansowe) oraz szansą na pozyskanie kapitału w przypadku problemów z otrzymaniem finansowania zewnętrznego. Ponadto w porównaniu z podwyższeniem kapitału własnego, dokonując emisji obligacji, spółka korzysta z tarczy podatkowej. Koszty odsetek zmniejszają podstawę opodatkowania, a tym samym prowadzą do obniżenia samego podatku. Dzięki temu efektywny koszt długu jest niższy.

Aby przedsiębiorstwo znalazło nabywców na niżej oprocentowane obligacje, inwestorzy muszą być przekonani o prawdopodobnym wzroście cen akcji. Tym samym muszą wierzyć, że niższy kupon odsetkowy zostanie zrekomensowany korzystnym przekonwertowaniem obligacji. Istotną rolę odgrywa tutaj zmienność cen akcji spółki. Im jest ona większa, tym większa szansa, że cena rynkowa waloru przekroczy cenę zamiany, a po stronie obligatariusza wystąpi premia.

Oprócz zmienności cen akcji wpływ na prawdopodobieństwo konwersji, a tym samym na możliwość obniżenia oprocentowania obligacji, mają jej parametry wewnętrzne ustalane przez emitenta. Jednym z nich jest cena konwersji. Niższa jej wartość to jednocześnie większe prawdopodobieństwo, że po dokonaniu zamiany w posiadaniu inwestora znajdzie się znaczna liczba akcji, których cena rynkowa przewyższać będzie cenę konwersji. Podobną rolę pełni czas konwersji. Im jest on dłuższy, tym większa szansa, że rynkowa cena akcji zdąży wzrosnąć tak, aby w momencie zamiany przewyższać cenę konwersji. Analogicznie im więcej dostępnych terminów zamiany dla inwestora (np. kilka razy w każdym okresie odsetkowych), tym większe prawdopodobieństwo na zyskowną konwersję.

Należy też podkreślić, że odległe momenty konwersji wymagają dłuższego czasu życia obligacji, a to z kolei oddała moment wykupu instrumentów przez emitenta. Dzięki temu pomniejszany jest realny koszt kapitału, a zdolność przedsiębiorstwa do regulowania bieżących zobowiązań ulega poprawie.

3. Analiza wybranych obligacji zamiennych notowanych na rynku Catalyst

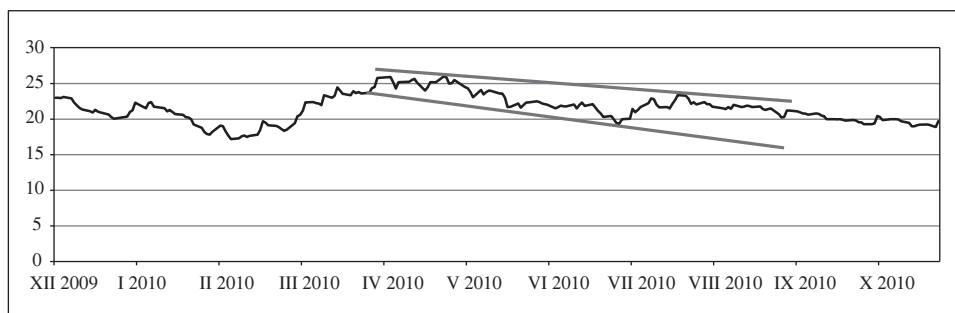
Skuteczność wykorzystania obligacji zamiennych jako instrumentu obniżającego koszt kapitału oraz pozwalającego na pozyskanie finansowania w okresie niskiej wyceny rynkowej przedsiębiorstwa zbadano na podstawie danych o obligacjach zamiennych wyemitowanych przez wybrane polskie spółki akcyjne. Z uwagi na większą dostępność informacji, analizie poddano te emisje, które uplasowane zostały na rynku Catalyst. Przyjęto stan na lipiec 2012 r. W sumie zanalizowano sześć emisji dokonanych przez pięć spółek.

Gant Development SA

Emisji obligacji zamiennych spółka dokonała 30 września 2010 r. Z wykresu notowań giełdowych emitenta (rys. 1) wynika, że był to okres utrzymującej się tendencji spadkowej. Po znacznym wzroście cen akcji w pierwszym kwartale 2010 r. notowania sukcesywnie niżkowały. W porównaniu ze szczytowym poziomem 26 zł w kwietniu, pod koniec września rynkowa cena akcji wynosiła niecałe 20 zł.

Warto podkreślić, że pomiędzy początkiem tendencji spadkowej a momentem emisji obligacji zamiennych nastąpił miesiąc ożywienia. Łatwo dostrzec na wykresie, że krótkie odwrócenie trendu miało miejsce w lipcu, kiedy to nastąpił wzrost cen o prawie 16%. Wówczas, 31 lipca, podjęto uchwałę o emisji obligacji zamiennych.

Uwarunkowania rynkowe tej emisji zgodne są więc z wcześniejszymi założeniami teoretycznymi. W momencie utrzymującej się tendencji spadkowej cen akcji podwyższenie kapitału własnego było ryzykowne. Mogło nie przynieść oczekiwanych efektów i przyczynić się do dalszych spadków. Emisja obligacji zamiennych sprawiła, że moment podwyższenia kapitału został oddalony w czasie.



Rys. 1. Notowania akcji spółki Gant Development SA w okresie 1.12.2009 – 31.10.2012 na GPW w Warszawie

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych giełdowych (www.stooq.pl, dostęp: 5.11.2012).

Cena zamiany obligacji, przy wycenie rynkowej akcji w momencie emisji 19,55 zł, została ustalona na poziomie 25 zł. Osiągnięcie premii konwersji przez inwestora wymagało więc ponad 25% wzrostu notowań, czyli powrotu do ceny z początku drugiego kwartału. Niemniej jednak ustalenie 30-miesięcznego czasu do wykupu obligacji oraz pięciu możliwych terminów konwersji zwiększyło prawdopodobieństwo zysku kapitałowego dla obligatariusza.

Ustalając w ten sposób parametry obligacji, spółka mogła obniżyć jej stopę kuponową. W tabeli 1 zestawiono oprocentowania obligacji zamiennej oraz obligacji zwykłych wyemitowanych przez Gant Development w bliskim okresie. Stopa kuponowa instrumentu hybrydowego jest niższa aż od pięciu z sześciu rozważanych obligacji zwykłych. W jednym tylko przypadku oprocentowania obligacji zamiennej i zwykłej są sobie równe. Należy jednak zwrócić uwagę na gwarantowaną w obligacji zamiennej dodatkową premię, która wypłacona ma być w momencie zapadalności instrumentu tym inwestorom, którzy nie dokonają konwersji.

Wyłacona premia, z punktu widzenia obligatariusza, rekompensuje niższy kupon odsetkowy, ale z perspektywy emitenta, podwyższa koszt pozyskanego kapitału. Wierząc, że nastąpi wzrost cen akcji, spółka może przewidywać, że zdecydowanie większa część inwestorów dokona zamiany. Ponadto premia braku konwersji wyłacona ma być dopiero w momencie zapadalności obligacji, a to oznacza, że przez 30 miesięcy jej życia spółka korzysta z niżej oprocentowanego kapitału, mogąc realizować projekty inwestycyjne z mniejszym bieżącym obciążeniem finansowym.

Tabela 1. Parametry wybranych obligacji wyemitowanych przez Gant Development SA

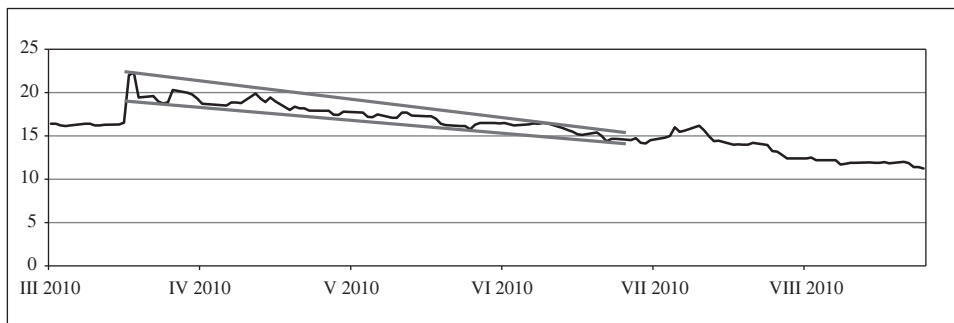
Data emisji	Oprocentowanie	Czas do wykupu	Daty konwersji	Dodatkowe opcje
29/03/2010	WIBOR 3M + 6,5%	2 lata	–	–
27/05/2010	WIBOR 3M + 4,5%	3 lata	–	–
02/07/2010	WIBOR 6M + 4%	2 lata	–	–
06/09/2010	WIBOR 3M + 6,5%	2 lata	–	–
30/09/2010	WIBOR 6M + 4%	30 miesięcy	30/03/2011 29/09/2011 30/03/2012 28/09/2012 29/03/2013	Premia braku konwersji 6,25%
23/12/2010	WIBOR 3M + 6%	2 lata	–	–
05/05/2011	WIBOR 3M + 6,5%	2 lata	–	–

Źródło: opracowanie własne na podstawie dokumentów emisyjnych (www.gpwcatalyst.pl, dostęp: 5.11.2012).

Marvipol SA

Badaniu poddano dwie serie obligacji zamiennych spółki notowane na rynku Catalyst. Pierwsza z nich, seria B, wyemitowana została 29 czerwca 2010 r., natomiast druga, seria D, 16 września 2011 r.

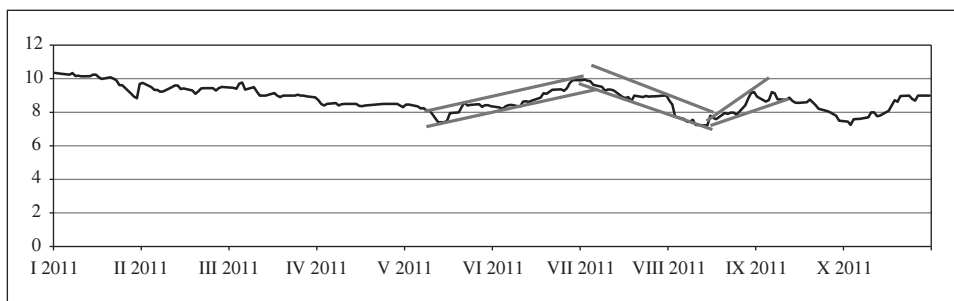
Na rys. 2 przedstawiono notowania giełdowe spółki w okresie poprzedzającym emisję obligacji serii B. Jak można zauważyć, drugi kwartał 2010 r. był okresem ciągłych spadków. Od momentu gwałtownego wzrostu notowań w połowie marca ceny akcji, z poziomu 22 zł, zmalały w ciągu trzech miesięcy do 15 zł. W momencie emisji obligacji zamiennych rynkowa wycena spółki była najniższa od ponad pół roku. Okres tak niskich notowań nie był dobrym momentem na podwyższenie kapitału własnego. Utrzymujący się trend spadkowy zagrozić mógł powodzeniu emisji akcji. Realne było zagrożenie braku zainteresowania inwestorów, jak i nasilenia się dalszych spadków notowań spółki.



Rys. 2. Notowania akcji spółki Marvipol SA w okresie 1.03.2010 – 31.08.2010 na GPW w Warszawie

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych giełdowych (www.stooq.pl, dostęp: 5.11.2012).

Uwarunkowania rynkowe towarzyszące emisji serii D obligacji były nieco inne. Notowania spółki charakteryzowały się większą zmiennością. Moment emisji obligacji poprzedzały około miesięczne okresy naprzemiennych wzrostów i spadków (rys. 3). Obserwowana niestabilność cen akcji nie sprzyjała podwyższeniu kapitału własnego. Inwestorzy jednak mogli oczekiwać, że w dłuższym czasie odbicie cen będzie początkiem długotrwałej tendencji wzrostowej. W kontekście emisji obligacji zamiennych była to szansa na przyszłe zyski z konwersji.



Rys. 3. Notowania akcji spółki Marvipol SA w okresie 1.01.2011 – 31.10.2011 na GPW w Warszawie

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych giełdowych (www.stooq.pl, dostęp: 5.11.2012).

Różnice pomiędzy wyceną rynkową spółki towarzyszące emisji obu serii obligacji przełożyły się na parametry wewnętrzne instrumentów (tabela 2). Cena zamiany obligacji serii B ustalona została na poziomie 12,80 zł, a więc poniżej rynkowej ceny akcji. Przy utrzymującej się tendencji spadkowej notowań i braku

sygnału odwrócenia trendu, ustalenie wyższej ceny konwersji utrudniłoby spółce znalezienie nabywców na jej obligacje. Ponadto ustalając stosunkowo długi, trzyletni okres życia obligacji oraz sześć dostępnych terminów zamiany, zyskowna konwersja stała się dla inwestora bardziej prawdopodobna. Dzięki niskiej cenie zamiany i długiemu okresowi do wykupu obligacji udało się spółce obniżyć koszty obsługi długu. W porównaniu z oprocentowaniem obligacji zwykłych stopa kuponowa hybrydowego instrumentu jest zdecydowanie niższa.

Tabela 2. Parametry wybranych obligacji wyemitowanych przez Marvipol SA

Data emisji	Oprocentowanie	Czas do wykupu	Daty konwersji	Dodatkowe opcje
29/06/2010	WIBOR 3M + 3%	3 lata	29/12/2010 29/06/2011 29/12/2011 29/06/2012 29/12/2012 29/06/2013	Premia braku konwersji 6%
01/09/2010	WIBOR 3M + 5,8%	3 lata	–	–
29/10/2010	WIBOR 3M + 5,7%	1 rok	–	–
06/12/2010	9,45%	3 lata	–	–
13/12/2010	9,45%	3 lata	–	–
04/01/2011	9,45%	3 lata	–	–
08/04/2011	WIBOR 3M + 5,9%	4 lata	–	–
16/09/2011	WIBOR3M + 4,29%	3 lata	16/03/2011 16/09/2011 16/03/2012 16/09/2012 16/03/2013 16/09/2013	–

Źródło: opracowanie własne na podstawie dokumentów emisyjnych (www.gpwcatalyst.pl, dostęp: 5.11.2012).

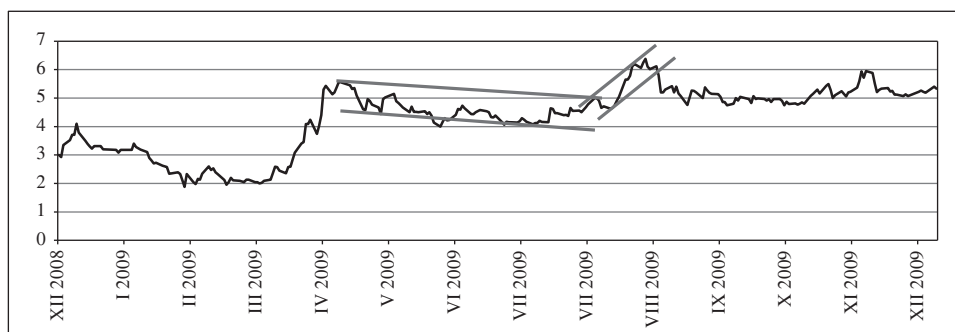
Podobnie jednak jak Gant Development, Marvipol zagwarantował premię braku konwersji. 6% wartości nominalnej instrumentu stanowi dla inwestora swego rodzaju rekompensatę za niższe kupony odsetkowe. W przypadku braku dodatkowej premii i silnych spadków cen akcji, o wiele trudniej byłoby przekonać inwestorów do inwestycji w obligacje zamienne. Ważne dla spółki jest to, że premia braku konwersji podwyższa koszt obsługi obligacji, ale nadal pozwala na niższe oprocentowanie nominalne obligacji, a to z kolei ułatwia bieżące regulowanie płatności na rzecz inwestorów.

Seria D obligacji Marvipolu została również wyemitowana na okres trzyletni, z konwersją możliwą co pół roku. Uwagę warto zwrócić na cenę zamiany, która

w tym przypadku jest zmienna. Dla pierwszych dwóch terminów konwersji wynosiła 11 zł, dla dwóch kolejnych 12 zł, a dla ostatnich 13 zł. W momencie emisji obligacji rynkowe notowania spółki wynosiły natomiast 8,56 zł za akcję. W związku ze zmienną ceną konwersji prawdopodobieństwo zyskowej zamiany obligacji przez inwestora zmniejsza się wraz z upływem czasu, a więc oprocentowanie obligacji serii D jest wyższe od stopy kuponowej rozważanej wcześniej obligacji serii B. Niemniej jednak emisja serii D nadal pozwoliła na pozyskanie kapitału niższym kosztem. Oprocentowanie wszystkich rozważanych obligacji zwykłych spółki jest wyższe od kuponu oferowanego w instrumencie hybrydowym.

MCI Management SA

Spółka wyemitowała obligacje zamienne 11 września 2009 r. Na rys. 4 przedstawiono, jak zmieniała się wycena rynkowa spółki w okresie poprzedzającym emisję. Pod koniec pierwszego kwartału nastąpił silny wzrost cen akcji. W ciągu miesiąca notowania spółki wzrosły o ponad 100%, następnie na ponad 3 miesiące ceny ustabilizowały się na poziomie 4–5 zł. Z emisją obligacji spółka czekała jednak na kolejny sygnał wzrostu notowań, dlatego emisji dokonała dopiero po kolejnym wzroście cen akcji w sierpniu, budząc tym większe nadzieje inwestorów na zyski kapitałowe z tytułu premii konwersji.



Rys. 4. Notowania akcji spółki MCI Management SA w okresie 1.12.2008 – 31.12.2009 na GPW w Warszawie

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych giełdowych (www.stooq.pl, dostęp: 5.11.2012).

Cena zamiany ustalona została na poziomie 6,25 zł. Była to niska wartość, biorąc pod uwagę, że w momencie emisji obligacji akcje spółki były wyceniane na ponad 5 zł. Ponadto w trakcie stosunkowo długiego, trzyletniego czasu życia obligacji dostępnych było wiele terminów konwersji. Prawo do zamiany inwestor mógł zrealizować w każdy 20 dzień parzystego miesiąca, począwszy od 20 lutego

2010 r. Zważywszy więc na ustalone przez emitenta wewnętrzne parametry obligacji oraz na sygnał rozpoczynającego się bezpośrednio przed emisją trendu wzrostowego notowań spółki, prawdopodobieństwo wystąpienia premii konwersji dla inwestora było wysokie.

Nie można jednak pominąć faktu, że w rozważaną obligację wbudowana została opcja wcześniejszego wykupu na żądanie emitenta. Mogła ona być zrealizowana w sytuacji, gdy po dniu emisji obligacji cena rynkowa akcji spółki chociaż raz przekroczyłaby cenę zamiany o 50% (czyli osiągnęła poziom ok. 9,40 zł), najwcześniej jednak na rok przed datą zapadalności obligacji.

Zastrzegając sobie prawo do wcześniejszego wykupu, emitent zabezpieczył się przed oddaniem akcji po cenie znacznie niższej od rynkowej, tym samym utrudnił inwestorom osiągnięcie prawdopodobnych, a jednocześnie ponadprzeciętnych zysków z konwersji. Działanie takie uniemożliwiło emitentowi znaczne obniżenie oprocentowania obligacji. Na podstawie tabeli 3 można zauważyć, że stopy kuponowe obligacji zwykłych były równe lub minimalnie wyższe od oprocentowania instrumentu hybrydowego.

Tabela 3. Parametry wybranych obligacji wyemitowanych przez MCI Management SA

Data emisji	Oprocentowanie	Czas do wykupu	Daty konwersji	Dodatkowe opcje
11/09/2009	WIBOR 6M + 4%	3 lata	20 dzień każdego parzystego miesiąca	Opcja wcześniejszego wykupu przez emitenta
01/07/2010	WIBOR 6M + 4,75%	3 lata	–	–
01/04/2011	WIBOR 6M + 4%	3 lata	–	–

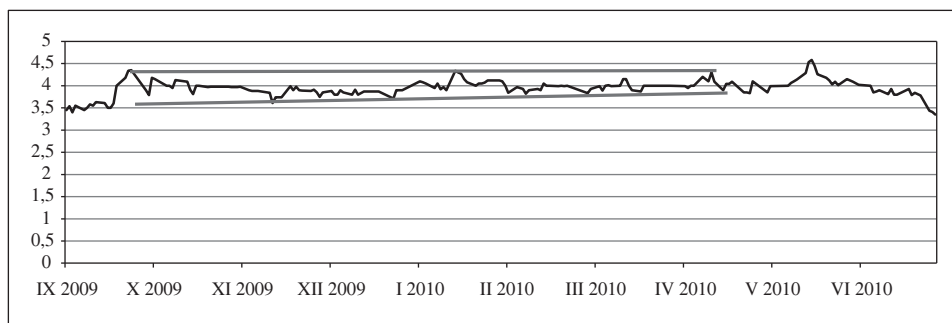
Źródło: opracowanie własne na podstawie dokumentów emisyjnych (www.gpwcatalyst.pl, dostęp: 5.11.2012).

Mera SA

Emisji obligacji zamiennych Mera dokonała 22 kwietnia 2010 r. Jej notowania giełdowe w okresie poprzedzającym emisję były bardzo stabilne. Na rys. 5 przedstawiającym kształtowanie się cen akcji spółki nie ma silnych wahań. Trudno dopatrzeć się sygnałów zarówno ożywienia, jak i początku trendu spadkowego. Dynamika wyceny rynkowej spółki w okresie przed emisją obligacji różni się więc od rozważanych do tego czasu przypadków.

W momencie emisji obligacji cena akcji spółki wynosiła 4,09 zł. Cena konwersji ustalona została natomiast na poziomie 5 zł. Do zyskowej zamiany obligacji wymagany był więc około 25% wzrost notowań spółki. Warto zaznaczyć, że jej wycena rynkowa kształtowała się na tym poziomie ostatni raz pod koniec 2007 r. Ponadto w porównaniu z wcześniej rozważanymi emisjami dwuletni

czas życia obligacji zamiennej spółki był krótki. Należy też zwrócić uwagę, że konwersja możliwa była tylko w chwili zapadalności obligacji. Można więc przypuszczać, że do tego momentu spółka nie chciała podwyższać kapitału własnego.



Rys. 5. Notowania akcji spółki Mera SA w okresie 1.09.2009 – 30.06.2010 na GPW w Warszawie

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych giełdowych (www.stooq.pl, dostęp: 5.11.2012).

Tabela 4. Parametry wybranych obligacji wyemitowanych przez Mera SA

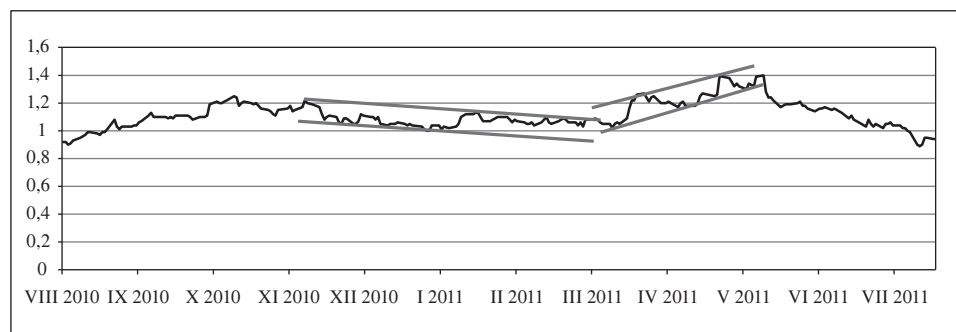
Data emisji	Oprocentowanie	Czas do wykupu	Daty konwersji	Dodatkowe opcje
22/04/2010	WIBOR 3M + 8%	2 lata	23/04/2012	
17/06/2011	WIBOR 3M + 7,5%	3 lata	–	Opcja wcześniejszego wykupu przez emitenta; Dodatkowa płatność z tytułu wcześniejszego wykupu w wysokości 1,0 % (dla I i II okresu odsetkowego) lub 0,5% (dla III i IV okresu odsetkowego)
6/12/2011	WIBOR 3M + 8%	2 lata	–	Opcja wcześniejszego wykupu przez emitenta; Dodatkowa płatność z tytułu wcześniejszego wykupu w wysokości 0,5% wartości nominalnej

Źródło: opracowanie własne na podstawie dokumentów emisyjnych (www.gpwcatalyst.pl, dostęp: 5.11.2012).

Stabilne notowania akcji spółki, ustalenie relatywnie wysokiej ceny zamiany i krótkiego czasu konwersji obligacji, uczyniły zamianę mało prawdopodobną. Tym samym nie udało się spółce znacząco obniżyć oprocentowania obligacji. Z danych zawartych w tabeli 4 wynika, że stopy kuponowe instrumentu hybrydowego i obligacji zwykłych kształtują się na takim samym poziomie.

Rubicon Partners NFI SA

Obligacje zamienne spółka wyemitowała 26 kwietnia 2011 r. Od końca 2010 r. ceny utrzymywały się na relatywnie stabilnym poziomie (rys. 6). Trend wzrostowy pojawił się dopiero w połowie marca. Niedługo po tym spółka podjęła uchwałę o emisji obligacji zamiennych. Wzrost notowań spółki pod koniec pierwszego kwartału mógł zostać odczytany jako początek długoterminowego trendu zarówno przez emitenta, jak i przez inwestorów. Tym samym zwiększał prawdopodobieństwo wystąpienia po stronie obligatariusza premii konwersji. Cenę zamiany (1,60 zł) ustalono jednak wysoko. Notowań na tym poziomie spółka nie osiągała od kilku lat. Przy dwuletnim czasie do wykupu obligacji cena mogła nie wzrosnąć do poziomu gwarantującego inwestorowi premię konwersji. Mimo to tabela 5 wskazuje, że spośród trzech rozważanych serii obligacji, najniższe oprocentowanie miała obligacja zamienna. Emisja obligacji zamiennej okazała się więc w tym przypadku bardzo skutecznym narzędziem obniżenia kosztu kapitału. Nawet przy wysokiej cenie konwersji, ale z szansą na długotrwały trend wzrostowy, oprocentowanie instrumentu hybrydowego było niższe.



Rys. 6. Notowania akcji spółki Rubicon Partners NFI SA w okresie 1.08.2010 – 31.07.2011 na GPW w Warszawie

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych giełdowych (www.stooq.pl, dostęp: 5.11.2012).

Tabela 5. Parametry wybranych obligacji wyemitowanych przez Rubikon Partners NFI SA

Data emisji	Oprocentowanie	Czas do wykupu	Daty konwersji	Dodatkowe opcje
15/09/2010	WIBOR 6M + 7%	1 rok	–	–
26/04/2011	WIBOR 6M + 6%	2 lata	–	Obligacja zamienna (brak danych o datach konwersji)
16/09/2011	WIBOR 6M + 8%	1 rok	–	–

Źródło: opracowanie własne na podstawie dokumentów emisyjnych (www.gpwcatalyst.pl, dostęp: 5.11.2012).

4. Podsumowanie

Przeprowadzona analiza wybranych serii obligacji zamiennych pozwala na sformułowanie kilku wniosków. Moment emisji obligacji w każdej z sześciu rozważanych spółek poprzedzały spadki jej notowań, relatywnie niska wycena lub silne wahania cen akcji. W większości przypadków bezpośrednio przed emisją długu pojawił się sygnał odwrócenia trendu. Obserwacje te potwierdzają tezę, że na finansowanie hybrydowe spółki decydują się głównie w okresie swojej niskiej wyceny rynkowej, kiedy emisja akcji mogłaby nie przynieść oczekiwanych rezultatów, a dostęp do kredytu jest ograniczony. Ponadto obserwowana bezpośrednio przed emisją zmiana trendu może być postrzegana jako zapowiedź długotrwałego zwyżkowania notowań spółki. Z punktu widzenia inwestora zwiększa to prawdopodobieństwo jego przyszłych zysków z konwersji, a tym samym podnosi atrakcyjność inwestycyjną obligacji zamiennych.

O możliwościach wykorzystania finansowania hybrydowego do obniżania kosztu kapitału przez spółkę świadczy analiza oprocentowania obligacji. W przypadku czterech spośród sześciu rozważanych emisji stopa kuponowa obligacji zamiennych była niższa od oprocentowania obligacji zwykłych. W dwóch pozostałych przypadkach stopy kuponowe zostały ustalone na równym bądź podobnym poziomie. Nigdy oprocentowanie obligacji zamiennej nie było wyższe od oprocentowania obligacji kuponowej.

Należy też zaznaczyć, jak dużą rolę odgrywają parametry wewnętrzne obligacji zamiennych. W przypadkach gdy szansa zyskowej dla inwestora zamiany była mniejsza (z uwagi na wysoką cenę konwersji lub małe prawdopodobieństwo wzrostu cen akcji), nie zaobserwowano w ogóle obniżenia oprocentowania obligacji zamiennej lub było ono rekompensowane poprzez premię braku konwersji. Należy jednak zauważyć, że wypłata należnej premii zawsze miała nastąpić

w chwili zapadalności obligacji. Oznacza to, że przez cały okres życia instrumentu koszty obsługi zaciągniętego przez spółkę długu były nominalnie niższe, przez co pozytywnie wpływały na jej bieżące wskaźniki płynności. Kapitał pozyskany przy niższym oprocentowaniu nominalnym obligacji mógł być więc efektywnie wykorzystany w bieżących projektach inwestycyjnych.

Warto też zwrócić uwagę na to, jak duże były różnice pomiędzy oprocentowaniem obligacji zwykłych i kuponowych. Wielkości te wahały się w przedziale 0,5–2 pkt procentowych. Nie były to więc bardzo duże odchylenia. Brak znacznych różnic można próbować wytłumaczyć wieloma czynnikami. Przede wszystkim rynek obligacji zamiennych w Polsce wciąż się rozwija, a finansowanie hybrydowe nadal pozostaje rzadkim źródłem pozyskiwania kapitału. Stąd mniejsze jest zainteresowanie inwestorów tymi instrumentami, a tym samym spore oczekiwania co do stopy zwrotu z inwestycji.

Możliwości obniżenia oprocentowania obligacji związane są silnie z jej parametrami wewnętrznymi. W rozważanych przypadkach brakowało instrumentów, o których już w momencie emisji można było powiedzieć, że z bardzo dużym prawdopodobieństwem przyniosą inwestorowi zysk z zamiany. Wynikało to zazwyczaj ze stosunkowo wysokiej ceny konwersji lub z braku sygnału przyszłych wzrostów cen akcji.

Formułując wnioski, należy pamiętać, że analizy dokonano na przykładzie tylko sześciu emisji obligacji zamiennych. Stąd przy definiowaniu uogólnień należy zachować ostrożność. W badaniu pominięto czynniki pozarynkowe, które mogły mieć wpływ na wybór momentu emisji, poziomu stopy kuponowej oraz ceny i czasu konwersji obligacji. Niemniej jednak zaobserwowane zależności świadczą o potencjalnych możliwościach i korzyściach płynących z finansowania hybrydowego w spółkach i mogą stanowić podstawę do głębszej analizy problemu.

Literatura

- Antkiewicz S. [2011], *Polski rynek obligacji i innych papierów wartościowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk.
- Poślad M., Thiel S., Zwoliński T. [2006], *Akcje i obligacje korporacyjne. Oferta publiczna i prywatna*, Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, Warszawa.
- Sierpińska M., Jachna T. [2007], *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Streszczenie

Rozwijające się przedsiębiorstwo pozyskuje kapitał poprzez dwie podstawowe formy finansowania: własną i obcą. Obie metody mają zalety, ale też niosą pewne ryzyko.

Rozwiązaniem tego problemu może być finansowanie hybrydowe, realizowane w drodze emisji obligacji zamiennych. Instrumenty te, poprzez swoją konstrukcję, pozwalają na obniżenie kosztu pozyskania przez przedsiębiorstwo kapitału, a dla inwestorów są szansą na zyski z tytułu premii konwersji.

Przeprowadzona analiza obligacji zamiennych notowanych na polskim rynku Catalyst wskazuje, że instrumenty te są szczególnie użyteczne w okresie niskiej wyceny rynkowej spółki, kiedy emisja akcji mogłaby nie przynieść oczekiwanych rezultatów. Prawa dodane wpisane w obligacje zamienne pozwalają na obniżenie ich oprocentowania, a tym samym zmniejszenie bieżących kosztów obsługi długu przez przedsiębiorstwo.

Słowa kluczowe: obligacje zamienne, finansowanie hybrydowe, koszt kapitału, Catalyst.

The Application of Convertible Bonds to Decrease the Cost of Capital in a Company Based on an Analysis of Given Instruments Traded on the Catalyst Market

A developing company can obtain capital from two main sources: issuing shares and debt. Both methods have their advantages but also some risk factors. Issuing convertible bonds, a form of hybrid financing, is one way to address the risk. These financial instruments enable a company to decrease its cost of capital while also allowing investors to profit from a conversion premium.

Analysis of convertible bonds traded on the Catalyst market shows that the hybrid instruments are the most efficient when the market price of the company is low and issuing shares might not bring about the desired results. Moreover, additional rights incorporated into convertible bonds enable the company to decrease the coupon rate and costs of issuing debt.

Keywords: convertible bonds, hybrid financing, cost of capital, Catalyst.

Anna Staszal

Studia Doktoranckie Wydziału Finansów
Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Sprawozdawczość finansowa w globalnym kryzysie finansowym – analiza podjętych działań naprawczych

1. Wprowadzenie

Kryzys, który rozpoczął się na początku XXI w. w Stanach Zjednoczonych, obnażył niewystarczającą skuteczność rachunkowości jako instrumentu kontroli [Piaszczyk 2011]. Kontrolna funkcja rachunkowości okazała się nieskuteczna w wykrywaniu przejawów oszukańczej sprawozdawczości finansowej, nie ustrzegła ona ani wielkich przedsiębiorstw przed upadkiem, ani inwestorów przed ogromnymi stratami. Zawód, który rachunkowość sprawiła inwestorom odbił się także na finansach zwykłych ludzi. Skutki kryzysu wywołały dyskusję nad rachunkowością, a głównie jej funkcją informacyjną i kontrolną.

Rachunkowość jako system informacyjny, a nawet system informacyjno-kontrolny, powinna spełniać jeden bardzo ważny postulat: prezentowania prawdziwego obrazu opisywanej jednostki (*true and fair view*). Księgowy, mając wybór jednego z dwóch rozwiązań, powinien kierować się chęcią ukazania jak najwierniej w księgach rachunkowych danego stanu ekonomicznego, a nie osobistym interesem. Ustawodawca nie bez powodu rezygnuje w pewnych obszarach ze stosowania nakazów, lecz zostawia pewne pole wyboru. Celem tego jest możliwość stworzenia księgowemu jak najlepszych warunków do tego, by pokazać prawdziwą sytuację jednostki [Dudek i Dudek 2010]. Takie rozwiązanie jednak powoduje, że

w danej jednostce można sporządzić dwa różne sprawozdania finansowe za ten sam okres, które mimo że zostaną sporządzone zgodnie ze wszelkimi przepisami i normami, będą się od siebie różnić i ukazywać zupełnie inną sytuację jednostki (np. poprzez różne podejście do zasady ostrożności: utworzenie rezerw, odpisów aktualizujących i odpisów z tytułu trwałej utraty wartości w innych kwotach).

Nie tylko ustawodawstwo polskie charakteryzuje pewna doza dowolności w wyborze rozwiązań w zakresie wyceny aktywów czy pomiaru wyniku finansowego. Zarówno przepisy MSR, jak i US GAAP można uznać za przepisy mniej restrykcyjne niż ustawa o rachunkowości i dające jeszcze większą swobodę księgowym – w tym również większy obszar, na którym księgowi mogą dopuszczać się manipulacji i malwersacji. Zarówno manipulacje księgowe, tak zwana agresywna rachunkowość, jak i defraudacje i oszustwa finansowe można uznać za jedną z przyczyn sytuacji kryzysowych na świecie [Stiglitz 2006].

2. Wpływ afer księgowych z początku XXI w. na zaufanie inwestorów do sektora finansowego

Symbolicznym początkiem kryzysu była już w 2001 r. afera finansowa wokół amerykańskiego giganta Enron oraz afera w WorldCom, Xerox czy Freddie Mac. Niewiele później również w Europie ujawniono wielkie skandale księgowe, m.in. spółek Parmalat we Włoszech czy Royal Ahold w Holandii. W Polsce także podejrzewano księgowych o manipulowanie wynikami finansowymi spółek giełdowych [Surdykowska 2003]. Ponadto w zmanipulowanych danych finansowych biegli rewidenci, jak i audytorzy wewnętrzni i zewnętrzni nie dopatrywali się nieprawidłowości. Zarówno wyżej wspomniane afery księgowe, jak i fakt, że nazbyt często korygowano sprawozdania finansowe już po ich ogłoszeniu spowodowały spadek zaufania do systemu rachunkowości i wiarygodności sprawozdań finansowych. Po pęknięciu bańki sztucznego wzrostu akcji firm komputerowych ponad połowa mieszkańców Stanów Zjednoczonych straciła zaufanie do inwestowania w papiery wartościowe [Piaszczyk 2011]. Jednakże spadek zaufania inwestorów odczuły nie tylko te spółki, u których wykryto nieuczciwe praktyki księgowe, lecz niemalże wszystkie spółki publiczne. Od stycznia do października 2002 r. indeks nowojorskiej giełdy Dow Jones spadł o 27%, a jeszcze mocniej zareagował rynek pozagiełdowy: indeks Nasdaq spadł o 43% (www.wyborcza.pl, dostęp: 20.11.2012). Powyższe wydarzenia pociągnęły za sobą spadek wartości dolara, a także spadek dochodowości 10-letnich obligacji skarbowych, które można nazwać miernikiem zaufania do państwa. W erze globalizacji kryzys zaufania do rynków finansowych szybko przeniknął do innych państw: spadły indeksy giełd we Frankfurcie, Londynie, Paryżu i Tokio.

3. Zmiany legislacyjne w obronie przed oszukańczą sprawozdawczością finansową

Oszukańcza rachunkowość była znana już wcześniej, jednakże nigdy na taką skalę, jak to miało miejsce na początku XXI w., kiedy to manipulowanie danymi księgowymi łączyło się zarówno z ogromnymi skandalami finansowymi, jak i serią bankructw wielkich spółek giełdowych. To właśnie te wydarzenia zmotywowały polityków do zajęcia się problemem wiarygodności danych dostarczanych przez system rachunkowości. Zmiany legislacyjne najpierw wprowadziły Stany Zjednoczone, zapewne dlatego USA stały się prekursorem działań naprawczych w celu odbudowania zaufania publicznego, gdyż po pierwsze, to one były tym państwem, w którym kryzys się rozpoczął, po drugie, w myśl Pax America mieszkańcy Stanów, uważający swój kraj za gospodarczego lidera, poczuli się w obowiązku do wyznaczenia nowych trendów finansowych. W efekcie 30 lipca 2002 r. w USA przyjęto i wprowadzono w życie ustawę zwaną od jej twórców Sarbanes-Oxley lub w skrócie SOX (Reformę Rachunkowości Spółek Giełdowych i Ochrony Inwestorów) wraz z jej aktami wykonawczymi. W tym samym roku Unia Europejska Rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady nr 1606/2002 w sprawie stosowania międzynarodowych standardów rachunkowości ujednoliciła i zharmonizowała rachunkowość spółek giełdowych i banków. Cztery lata później UE przyjęła nowe rozwiązania w zakresie zarówno rachunkowości, jak i rynku kapitałowego w ramach dyrektywy 2006/43/WE w sprawie ustawowych badań rocznych sprawozdań finansowych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych. Przepisy te nazwano „Sarbanes-Oxley po europejsku” [Sawicka 2004].

Ustawa SOX nałożyła na kierownictwo spółek nieznane dotychczas obowiązki sprawozdawcze, zaostrzyła odpowiedzialność karną i cywilną za prawdziwość danych zawartych w sprawozdaniach finansowych, a także powołała publiczną instytucję nadzoru nad rachunkowością spółek giełdowych oraz uporządkowała rolę i miejsce audytorów zewnętrznych. Państwa Europy Zachodniej, które po XX wojnie światowej zaczęły być postrzegane jako państwa nadopiekuńcze – co skutkowało spowolnieniem gospodarczym – w latach 80. XX w. dokonały wyraźnej zmiany, promując swobodę rynku, co przyczyniło się później do stopniowej deregulacji rynków finansowych i braku rzetelnego nadzoru nad tymi rynkami, a także nad systemem rachunkowości. Dopiero w 2006 r. uchylono ósmą Dyrektywę z 1986 r., wprowadzając nowe przepisy zwiększające rolę biegłych rewidentów i audytorów.

Liczne akty prawne zmieniające formę współczesnej rachunkowości zostały uchwalone w celu odbudowania zaufania odbiorców do rachunkowości. Oceniając działania reformujące dziedzinę sprawozdawczości finansowej, można przytoczyć

kilka opinii. R. Adams, jeden z wicedyrektorów Stowarzyszenia Dyplomowanych Księgowych i D. Devlin, prezes Europejskiej Federacji Księgowych, uważali, że tak amerykańska, jak i europejska reforma rachunkowości przynoszą pozytywne efekty [Sawicka 2004]. Odmiennie stanowisko przyjmował Ch. Lunders – dyrektor FASB (Financial Auditing Standards Board), uznając, że problemu nie stanowi sam system rachunkowości, ale ludzie [Gut 2006]. Podobne stanowisko przyjmuje A. Kamela-Sowińska: „Za kryzys finansowy odpowiadają analitycy finansowi, księgowi, dyrektorzy finansowi i audytorzy, a nie rachunkowość jako system” [Pokojska 2008].

Podsumowując, należy zwrócić uwagę, że dokonanie pozytywnej oceny skuteczności działań naprawczych podjętych na początku pierwszej dekady XXI w. przyćmiewa rozpoczęty w 2007 r. w Stanach Zjednoczonych, a od 2008 r. rozprzestrzeniony niemal na cały świat kryzys finansowy.

4. Przyczyny globalnego kryzysu finansowego i zmiany w rachunkowości

Za jedną z przyczyn obecnego kryzysu finansowego, którego początek można różnie datować, przyjmując np. dzień ogłoszenia upadłości Banku Lehman Brothers, uznaje się nadmiernie rozwiniętą akcję kredytową: banki, stosując agresywną politykę finansową nastawioną na maksymalizację zysków, często udzielały kredytów osobom niemającym żadnej zdolności kredytowej (tzw. NINJA, od ang. *No Income, No Job, no Assets*, czyli osobom bez pracy, przychodów czy też aktywów zabezpieczających). Jednakże jeżeli działania te kończyłyby się tylko na udzielaniu takich „złych” kredytów, to wówczas problemem stałyby się jedynie masowe bankructwa banków hipotecznych. To system sekurytyzacji długów sprawił, że problem mieszkańców Stanów Zjednoczonych, niepotrafiących spłacić zaciągniętych długów, urósł do rangi globalnego kryzysu finansowego. Kredyty te były pakowane do jednego portfela inwestycyjnego i poprzez działanie spółek specjalnego przeznaczenia (wspomnianych już w niniejszej pracy), sprzedawane jako papiery wartościowe inwestorom na całym świecie. Skutki tych działań zapoczątkowały globalną dyskusję na temat reorganizacji rynków finansowych, zmian regulacji nadzoru nad tym rynkiem oraz problemów ryzyka i odpowiedzialności banków. Sprawozdania banków należy uznać za jeden z głównych elementów bezpieczeństwa finansowego. Banki są specyficznymi podmiotami gospodarki: w nich krzyżują się interesy różnych jednostek gospodarczych, one transferują ryzyko kredytowe. Dlatego też sprawozdania finansowe banków powinny stanowić informację nie tylko dla zarządów, lecz dla o wiele szerszego kręgu odbiorców. Te sprawozdania należy uznać za ważny element bezpieczeń-

stwa finansowego. Jednak niekiedy informacje o istotnych działaniach banków są rozproszone pomiędzy elementami sprawozdań i informacją dodatkową, co powoduje niejasność informacji ekonomicznej. Zjawisko wybiórczego akcentowania lub pomijania zdarzeń, brak przejrzystości sprawozdań, a także subiektywna interpretacja legły u podstaw światowego kryzysu finansowego. [Wąsowski 2010].

Kolejnym przyczynkiem kryzysu był rynek instrumentów pochodnych, który także był bańką sztucznie wykreowanego pieniądza. Na początku kryzysu wyceniano PKB świata na 52 bln USD, podczas gdy rynek instrumentów pochodnych na świecie szacowano na ponad 600 bln USD [Nieborak 2010]. Jeżeli spółka decyduje się na zawarcie kontraktu terminowego, ponieważ na przykład zakupiła towar, którego płatność jest odroczone w długim okresie, a obawia się ona dużego wahania kursów wahań, wówczas sytuacja taka nie budzi kontrowersji. Jeżeli jednakże zarząd zawiera różnorakie kontrakty opiewające na duże kwoty w celach wyłącznie spekulacyjnych, niejednokrotnie nie znając dokładnie struktury i działania owych instrumentów, wówczas trudno uniknąć sytuacji kryzysowych. Grę na instrumentach pochodnych można przyrównać do gry w kasynie. Wchodząc do kasyna trzeba się liczyć raczej ze stratą niż mieć nadzieję na ponadprzeciętne zyski.

Warto zwrócić uwagę także na wycenę instrumentów pochodnych, których to spekulacyjne wykorzystywanie często prowadziło do skandali finansowych, a jesienią 2008 r. przyczyniło się również do wywołania globalnego kryzysu finansowego.

Już w 1985 r. opublikowano MSR „Inwestycje”, jednak rosnąca liczba skandali zapoczątkowała prace nad jego nowelizacją. Według badań w zakresie instrumentów pochodnym niemożliwe jest wydanie standardu o tej tematyce spełniającego oczekiwania zarówno zarządu, księgowych, jak i inwestorów [*Perspektywy rozwoju rachunkowości...* 2010]. Dlatego też obecnie tę problematyczną kwestię porządkują dwa standardy: MSR 32 dotyczący prezentacji oraz wydany 3 lata później MSR 39 – regulujący zasady ujmowania i wyceny. Od tamtego czasu miało miejsce ciągle doskonalenie tych standardów; poprawki wprowadzane do tych standardów były efektem kryzysu finansowego, jak i próbą przeciwdziałania kolejnym możliwym kryzysom.

5. Propozycje globalnych standardów rachunkowości oraz standard dla małych i średnich przedsiębiorstw

Za kryzys nie można obwiniać samego systemu rachunkowości, lecz ludzi oraz brak właściwego nadzoru nad ich działaniami często nastawionymi za wszelką cenę na zysk. Dlatego zaczęto debatować, w jaki sposób usprawnić system

rachunkowości, a przede wszystkim system nadzoru finansowego. Zdarzenia kryzysowe, jak i szybko postępująca globalizacja gospodarek wielu państw wywołały pilną potrzebę wypracowania jednolitego sposobu odwzorowywania zdarzeń gospodarczych i przedstawiania sytuacji finansowej jednostek. Już w 2007 r. podpisano na szczycie politycznym USA i UE porozumienie o podjęciu wspólnych działań w zakresie promocji transatlantyckiej integracji gospodarczej, czego jednym z przejawów miała być harmonizacja rachunkowości finansowej pomiędzy US GAAP a MSSF. Chciano, aby te standardy były uznawane we wszystkich państwach, co niwelowałoby konieczność kosztownego przekształcania danych zawartych w MSSF na GAAP i odwrotnie [Ignatowski 2010]. Pracę nad nową koncepcją sprawozdania finansowego, zwaną biznesową, podjęła Rada Standardów Rachunkowości Finansowej FASB – twórca US GAAP oraz Rada Międzynarodowych Standardów Rachunkowości IASB – twórca MSSF. Doradcami zostali m.in. Joint International Group i Financial Institution Advisory Group [Gierusz 2010]. Motywacją do przebudowy sprawozdawczości był fakt, że błędne decyzje podejmowane w wyniku informacji zawartych w sprawozdaniach finansowych przyczyniły się zarówno do zaistnienia kryzysu, jak i jego długiego czasu trwania. Głównym celem nowej sprawozdawczości miało być więc przekazywanie inwestorom informacji umożliwiających im ocenę niepewności przyszłych przepływów pieniężnych.

Propozycja nowej sprawozdawczości jest nieszablonowa, część jej postanowień jest całkowicie inna i sprzeczna z dotychczasowymi przepisami, np. dotyczącymi struktury bilansu [Gierusz 2009]. Niektórzy określają projekt Rady mianem „łopatologii”, wskazując, że nowe podejście nie doprowadzi wcale do zwiększenia użyteczności sprawozdań. Rachunkowości przedkryzysowej zarzucano, że jest ona niezrozumiała dla przeciętnego użytkownika – głównie inwestora. Czy nowy układ sprawozdawczości nie wprowadzi jednakże nowej jakości informacji, a jedynie pokaże ją w innej strukturze? Pozytywnie należy postrzegać to, że dwie dotychczas silnie ze sobą konkurujące instytucje w dobie kryzysu finansowego połączyły swe siły w walce o dobre imię systemu rachunkowości. Świadczyć o tym może chociażby fakt, że w 2009 r. została utworzona wspólnie przez IASB i FASB Grupa Doradcza do spraw Kryzysu Finansowego (w skrócie FCAG), której raport traktuje właśnie o usprawnieniach w systemie sprawozdawczości finansowej.

Ze względu na kryzys zaczęto proponować różnorakie rozwiązania, nie tylko dotyczące tych największych jednostek gospodarczych. Zwracano też uwagę, że obowiązek prowadzenia ksiąg rachunkowych dotyczy niewystarczającej liczby firm, i podobnie, że obligatoryjnym badaniem sprawozdań finansowych powinno się objąć większą grupę jednostek gospodarczych. FASB jako pierwszy wysnuł budzącą już od początku wątpliwości koncepcję standardów rachunkowości dla

małych i średnich przedsiębiorstw. W lipcu 2009 r. Rada MSR (IASB) wydała Międzynarodowy standard rachunkowości dla małych i średnich przedsiębiorstw (MSSF dla MŚP) [Szewc 2011]. Można uznać, że został on opracowany na podstawie tzw. pełnych MSSF, stanowiąc pewne ich uproszczenie. Jednakże biorąc pod uwagę, że MSSF zostały opracowane na potrzeby największych jednostek gospodarczych, głównie spółek giełdowych, wątpliwość może budzić ich praktyczna przydatność dla małych i średnich podmiotów. Unia Europejska, rozpoczynając prace nad kolejną dyrektywą w sprawie rachunkowości, przeprowadziła ankietę wśród jednostek sporządzających sprawozdania finansowe, w której znajdowało się pytanie o opinie na temat zalet i wad MSSF dla MŚP. Większość respondentów ankiety KE było zdania, że informacje ze sprawozdań finansowych sporządzanych według MSSF dla MŚP nie byłyby bardziej użyteczne niż te sporządzane według przepisów krajowych. Ich obawy wydają się słuszne, gdyż inwestorzy i inni odbiorcy już od dawna zwracali uwagę na niezrozumiałość systemu rachunkowości dla przeciętnie zaznajomionych z rachunkowością. Sprawozdania sporządzane zgodnie z MSSF dla MŚP, w których to np. już obligatoryjnie musiałyby zostać ujęty odroczony podatek, stałyby się jeszcze mniej zrozumiałe dla użytkowników niebędących ekspertami. Ponadto przejście na nowe zasady rachunkowości zaprzepaściłoby możliwość porównywania wyników z latami poprzednimi, kiedy to SF było sporządzane według starych zasad.

Zwolennicy MSSF dla MŚP podkreślają, że umożliwiłyby one porównywalność sprawozdań na arenie międzynarodowej. Pojawia się pytanie o cel porównywania danych przedsiębiorstw działających lokalnie. Sceptycy uważają, że nowy standard będzie użyteczny jedynie dla agencji ratingowych, gdyż ułatwi im pracę. Dla banków, które zgodnie z założeniami autorów pomysłu wprowadzenia MSSF dla MŚP mają być jednymi z głównych odbiorców sprawozdań, zastosowanie MSSF nie przyniesie prawdopodobnie żadnych korzyści przy podejmowaniu decyzji kredytowych, jedynie uniemożliwi porównywalność danych.

Zaproponowany już w 2007 r. standard miał być kolejną odpowiedzią na kryzys finansowy, jednakże trzeba zauważyć, że MŚP tak naprawdę nie mają dużego wpływu na rynek. Są oni biorcami cen, zazwyczaj składają się z właściciela, więc nie zawierająby wartości poznawczej dla inwestora, który to bez znajomości zagadnień podatku odroczonego i rezerw sam najlepiej wie, jak wygląda sytuacja finansowa jego przedsiębiorstwa. Małe przedsiębiorstwa nie mają dużego wpływu na rynek. To od dużych jednostek zaczął się kryzys: najpierw rynkiem wstrząsnęły afery księgowo-gigantów, takich jak WorldCom i Enron, później zbankrutował czwarty co do wielkości bank Stanów Zjednoczonych Lehman Brothers, olbrzymie kwoty zostały przeznaczone na ratowanie takich potentatów, jak General Motors, Chrysler czy Ford, podobnie dopłaty rządowe musiały stanowić tarczę ochronną dla banku Fortis. Można zatem wysnuć wniosek, że

rachunkowość powinna wypełniać kontrolną funkcję zwłaszcza wobec dużych jednostek, które mają realny wpływ na sytuację finansową na świecie, zwłaszcza że wprowadzenie MSSF dla MŚP jeszcze bardziej skomplikowałoby i tak już zawiły system rachunkowości.

J.E. Stiglitz [2006] stwierdza, że rachunkowość jest coraz bardziej złożona. Stojąc w obronie zawiłych może nieraz przepisów prawa bilansowego, trzeba stwierdzić, że z biegiem czasu zdarzenia gospodarcze stają się coraz to bardziej skomplikowane, a rozwiązania rachunkowości, mimo iż ciągle poprawiane i korygowane, nie są w stanie nadążyć za pojawiającymi się nowymi formami wymiany finansowej, nowymi typami instrumentów finansowych i powiązań gospodarczych. W coraz szerszym zakresie stosowane są więc rozwiązania uniwersalne, a także wielkości szacunkowe, które nie zawsze są gwarantem zachowania zasady wiernego obrazu. Stąd wnioski, że zarówno zbyt szczegóławiane przepisów rachunkowych, jak i zbyt uogólnianie nie prowadzi do zmniejszenia prawdopodobieństwa wystąpienia sytuacji kryzysowych. Tak więc manipulowanie przy konstrukcji systemu rachunkowości nie stanowi środków zapobiegawczych na zdarzenia kryzysowe. Na straży wiarygodności sprawozdań finansowych, a tym samym pośrednio stabilności systemu finansowego stoją biegli rewidenty [Micherda i Stępień 2009]. Niepokój może jednak budzić to, że zbyt duża liczba zarówno instytucji finansowych, jak i przedsiębiorstw, które jako pierwsze padały ofiarą kryzysu finansowego, uzyskiwała opinie bez zastrzeżeń od biegłych rewidentów. Fakt ten stał się bodźcem do zajęcia się przez Komisję Europejską problematyką badania sprawozdań finansowych, a efektem jej prac została opublikowana 13 października 2010 r. *Zielona Księga. Polityka badania sprawozdań finansowych*.

6. Biegły rewident na straży wiarygodności sprawozdania finansowego i stabilności zaufania publicznego do rynku finansowego

Głównymi działaniami na rzecz stabilności finansowej, oprócz ładu korporacyjnego i nadzoru, jest również badanie sprawozdań finansowych, gdyż dostarcza ono pewności co do odczytania prawdziwej kondycji finansowej jednostki. Biegły rewident bowiem wyraża „wystarczającą pewność”, że sprawozdanie finansowe nie zawiera istotnych zniekształceń, błędów czy oszustw. Niestety w ostatnich czasach utrwalił się paradygmat „wszystko albo nic” [Zielona Księga... 2010]. Oznacza on negatywny odbiór sprawozdań z zastrzeżeniami, które piętnowały zarówno badaną jednostkę, jak i biegłego rewidenta. Tymczasem wyrażane są również opinie podmiotów gospodarczych, które chciałyby, aby rewident nie

tylko wskazał, co jest źle zrobione, lecz również udzielił konkretnej pomocy w usuwaniu przyczyn i skutków negatywnej diagnozy. Biegły rewident jest zawodem społecznego zaufania, dlatego na biegłych ciąży nie tylko odpowiedzialność wobec badanych jednostek, ale również wobec całego społeczeństwa [Lachowski 2010]. Dlatego też jedną z reakcji na kryzys finansowy był wzrost kontroli administracyjnej nad biegłymi rewidentami. Zaostrzenie takich kontroli miało odnieść pozytywne skutki. Kwestionowano rzetelność audytorów, oskarżano ich nawet o wywołanie kryzysu finansowego. Jednakże sprzeciw budzi zastosowanie odpowiedzialności zbiorowej wobec biegłych rewidentów. Historia gospodarki odnotowała wiele przypadków, kiedy po okresach finansowej euforii i tworzeniu baniek spekulacyjnych następowało ich pęknięcie, czemu niemal zawsze towarzyszyły skandale księgowe. Jednakże w chwili obecnej to m.in. od działania władz zależy, czy uda się odbudować zaufanie do audytorów. Do lat 70. XX w. reklamowanie usług audytorskich było zabronione. Później stopniowo wzrastały liczby jednostek podlegających badaniu, ale również koszty badań i ryzyko badania były większe. Audytorzy zaczęli coraz silniej ze sobą konkurować. Prawdziwa rewizja finansowa została zastąpiona szablonem, który uzupełniano danymi poszczególnych firm. To spowodowało paradoksalną sytuację, że nieraz dany podmiot zbankrutował, mimo iż jego sprawozdanie finansowe uzyskało pozytywną opinię z badania, a wszystkie standardy i procedury rewizyjne zostały zachowane. Minimum, które jest wymagane przez standardy rewizji, można osiągnąć, stosując wrywkowe badania dotyczące małej zbiorowości, a eliminując procedury, które chociaż są czasochłonne, jednak pozwalają na lepszą jakość badania i skuteczniejsze wykrycie nieprawidłowości. Współczesny audyt jednak odszedł również od takich wartości, jak dokładność, cierpliwość i zdolność analitycznego myślenia, na rzecz umiejętności sprzedażowych dodatkowych usług i łatwego nawiązywania dobrych relacji z zarządami badanych spółek [Lachowski 2010]. Chęć utrzymania klienta stwarzała pokusę dla audytora, aby opinia z badania była jak najlepsza. Świadczenie dodatkowych usług mimo zakazu powodowało zawyżanie wynagrodzenia biegłego. Takie zachowania powinny wzbudzać czujność, gdyż mogą stać się przyczynkiem do wystąpienia sytuacji kryzysowych. Audytorzy borykają się z problemem z jednej strony rosnących kosztów badania, a z drugiej z coraz niższymi z tego tytułu wynagrodzeniami. Brakuje niestandardowego myślenia o tym, jakie mogą być w jednostce nieprawidłowości, gdyż uwaga jest skupiona głównie na dokumentacji rewizyjnej. W takiej sytuacji nietrudno o błędy i przeoczenia. W aspekcie działań mających na celu zapobieganie sytuacjom kryzysowym na rynkach finansowych ważne jest ujawnianie, z możliwie jak największym wyprzedzeniem, zakłóceń płynności oraz zagrożeń kontynuacji działalności jednostki, aby inwestorzy nie byli nagle zaskakiwani sytuacjami, na które pozytywna opinia biegłego rewidenta nigdy by

nie wskazywała. Biegły rewident powinien sprawdzić, czy założenie kontynuacji działalności, stwierdzone przez kierownika jednostki jest rzeczywiście uzasadnione, ocenić, czy nie ma zagrożenia utraty płynności finansowej, zweryfikować, czy nie nastąpiła nieujawniona trwała utrata aktywów, przyjrzeć się wycenie w wartości godziwej, a także sprawdzić, czy nie nastąpiły w jednostce nadużycia [Fiedziuk 2010].

Ze względu na globalizację, wzrost wolumenu transakcji gospodarczych, rozwoju technologii informatycznych, ciągłych zmian w prawie i standardach audyt na skutek kryzysu powinien podlegać ciągłej ewolucji. Można zauważyć, że audyt, który w zamyśle miał być ważnym elementem zapewniającym bezpieczeństwo obrotu gospodarczego, nie spełnia swego zadania tak pod względem etyki, jak i zapewnienia odpowiedniego poziomu wiedzy biegłych rewidentów.

7. Nowa dyrektywa Unii Europejskiej o rachunkowości

Komisja Europejska, w odpowiedzi na to, co wydarzyło się na rynkach finansowych w ostatnich latach, mając na względzie rolę rachunkowości i audytu w wywołaniu takich zdarzeń, opracowała, a 25 października 2011 r. opublikowała pakiet przedsięwzięć mających na celu wspieranie przedsiębiorczości i odpowiedzialności społecznej gospodarki [Stachniak 2012]. Ich częścią jest projekt nowej dyrektywy UE o rachunkowości, która miałaby zastąpić obecnie obowiązujące dyrektywy 4 i 7. Główne cele regulacji wskazywane przez Komisję to ograniczenie obciążeń administracyjnych małych spółek, zwiększenie jasności i porównywalności sprawozdań finansowych spółek aktywnych na rynkach międzynarodowych, ochrona potrzeb użytkowników sprawozdawczości finansowej (http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/index_en.html).

Nowa dyrektywa wprowadza obowiązek badania sprawozdań finansowych jedynie średnich oraz dużych spółek, natomiast zostawia państwom członkowskim możliwość wprowadzenia obowiązku badania małych spółek. Określone w projekcie progi są bardzo wysokie, dlatego zwalniając z obowiązku badania jednostki małe, zwolniłoby się zbyt dużą liczbę jednostek. To mogłoby doprowadzić do ogólnego pogorszenia jakości sprawozdawczości finansowej, a przez to negatywnie wpływać na bezpieczeństwo całego obrotu gospodarczego. Dla państw negatywnym skutkiem byłoby także nierzetelne obliczanie podatków.

Dyrektywa zachowuje wszystkie podstawowe zasady rachunkowości obecne do tej pory, natomiast dodatkowo wprowadza zasadę istotności, która do tej pory nie miała charakteru zasady ogólnej, a jedynie niektóre przepisy się do niej odnosiły. Dyrektywa wskazuje, że określenie poziomu istotności przy ujmowaniu wycenie i prezentacji danych będzie należało do jednostki. Zapis taki może

stanowią kolejny słaby punkt systemu rachunkowości służący manipulowaniu danymi sprawozdawczymi – szczególnie w tych państwach (jest ich 9 w UE [Stachniak 2012]), które w swoim krajowym prawie bilansowym nie stosowały do tej pory zasady istotności. Komisja Europejska odrzuciła finalnie opcję wprowadzenia MSSF dla MŚP.

Problemem pozostaje klasyfikacja przedsiębiorców. Właściwa klasyfikacja pozwoliłaby określić te jednostki, których sprawozdań finansowych nie musi obejmować obligatoryjne badanie przez biegłego rewidenta, oraz te, które nie muszą sporządzać wszystkich elementów sprawozdań. Taka klasyfikacja powinna uwzględniać użytkowników i odbiorców sprawozdań finansowych, aby dane w nich zawarte były adekwatne do ich potrzeb informacyjnych. Brak spójności informacji, skomplikowane zasady rachunkowe (co sprawia, że użytkownicy, dla których to sprawozdania są robione, mają problemy z ich zrozumieniem) jest kolejnym problemem, z jakim boryka się prawo bilansowe.

8. Podsumowanie

Krytyka systemu rachunkowości za skutki kryzysu finansowego zazwyczaj dotyczy osób, które niewiele mają wspólnego z rachunkowością [Sprawozdawczość i rewizja..., 2011]. W czasach przedkryzysowych krytykowano rachunkowość głównie za nieufność wobec szacunków rynku oraz nadmiernego zaniżania wyceny. Obecnie przyczyn kryzysu w rachunkowości można szukać w nadmiernym zaufaniu do rynku jako podmiotu szacującego wartość oraz nieprzestrzeganiu zasady ostrożnej wyceny. Niektórzy jako przyczynę kryzysu finansowego wskazują wprost odejście od wartości historycznej do wartości godziwej [de Soto 2009]. Jednakże samo pojęcie wartości godziwej nie stanowi o jej problematyczności, problemem jest jej niewłaściwe wykorzystywanie, często nieświadomie, lecz również często celowo, aby zniekształcać sytuację majątkową i finansową jednostki.

Zarówno krajowe ustawodawstwo, jak i zagraniczne regulacje prawne i zalecenia czuwają obecnie nad tym, aby rachunkowość nie była podatna na manipulacje ze strony księgowych, zarządu i kierowników. W kolejnych nowelizacjach ustawy o rachunkowości widoczne jest dążenie do coraz bardziej precyzyjnej wyceny aktywów, co powinno przyczyniać się do wykazywania bardziej realnego stanu majątku, źródeł finansowania, a także wyniku finansowego, zgodnie z zasadą rzetelności i jasności. Od 1 stycznia 2012 r. zaczął w Polsce obowiązywać Kodeks Etyki Zawodowych Księgowych IFAC jako zasady etyki dla biegłych rewidentów.

Kryzys finansowy przyczynił się do weryfikacji niektórych rozwiązań stosowanych w rachunkowości, co skutkowało powstaniem wielu projektów przebudowania sprawozdawczości finansowej. Leczą czy nowe rozwiązania będą lepsze i sprawią, że informacja – pojęcie kluczowe w dobie gospodarki opartej na wiedzy – płynąca ze sprawozdań finansowych rzeczywiście będzie lepiej spełniała definicję *true and fair*?

Literatura

- Dudek J., Dudek M. [2010], *Wiarygodność sprawozdania finansowego i biegłego rewidenta (Artykuł dyskusyjny)*, „Rachunkowość”, nr 8.
- Fiedziuk L. [2010], *Badanie sprawozdania finansowego w czasie recesji. Wybrane zagadnienia*, „Rachunkowość”, nr 4.
- Gierusz J. [2010], *Ocena przygotowanego przez IASB i FASB projektu sprawozdania finansowego*, Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości, t. 56 (112).
- Gierusz J. [2009], *Przebudowa sprawozdawczości finansowej – propozycje IASB i FASB*, „Rachunkowość”, nr 7.
- Lachowski W. [2010], *Audyt na rozstaju dróg. (Artykuł dyskusyjny)*, „Rachunkowość”, nr 4.
- Micherda B., Stepień M. [2009], *Sprawozdawczość i rewizja finansowa wobec kryzysu ekonomicznego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków.
- Nieborak T. [2010], *Globalny kryzys finansowy – istota, przyczyny, konsekwencje*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjalny, Rok LXXII z. 4.
- Perspektywy rozwoju rachunkowości, analizy i rewizji finansowej w teorii i praktyce* [2010], red. B. Micherda, Studia i Prace Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków.
- Piaszczyk A. [2011], *System kontroli przedsiębiorstwa w gospodarce pokryzysowej na przykładzie jednostek zainteresowania publicznego*, C.H. Beck, Warszawa.
- Sawicka M. [2004], *Sarbanes – Oxley po europejsku*, „CFO”, nr 4.
- de Soto J.H. [2009], *A Critical Note On the New International Accounting Rules*, Madrid.
- Stachniak A. [2012], *Projekt nowej dyrektywy UE o rachunkowości*, „Rachunkowość”, nr 4.
- Surdykowska S. [2003], *Kreatywna inżynieria księgową*, „Rynek Kapitałowy”, nr 1.
- Szenc M. [2011], *Celowość stosowania MSSF dla MŚP. Wyniki ankiety Europejskiej*, „Rachunkowość”, nr 3.
- Wąsowski W. [2010], *Kreatywna rachunkowość. Fałszowanie sprawozdań finansowych*, Difin, Warszawa.
- Zielona Księga wydana przez Komisję Europejską. Polityka badania sprawozdań finansowych: lekcje wyciągnięte z kryzysu (Wyciąg)* [2011], „Rachunkowość”, nr 2.

Streszczenie

W artykule podjęto próbę dokonania oceny, jaką rolę w zapoczątkowaniu kryzysu finansowego odegrały system rachunkowości, sprawozdawczość finansowa oraz biegli

rewidenci. Opisano rozwiązania zastosowane w celu poprawienia jakości informacji dostarczanych przez rachunkowość oraz spróbowano dokonać oceny, na ile te rozwiązania były trafne. Poruszono takie tematy, jak: oszukańcza sprawozdawczość finansowa a początki kryzysu finansowego, propozycje usprawnienia systemu rachunkowości w odpowiedzi na kryzys finansowy: globalne standardy rachunkowości oraz MSSF dla małych i średnich przedsiębiorstw, nowa dyrektywa Unii Europejskiej o rachunkowości oraz wnioski z kryzysu dla biegłych rewidentów. Stworzenie skuteczniejszych zasad nadzoru nad człowiekiem mogłoby zapobiec wystąpieniu kryzysu finansowego na tak wielką skalę.

Słowa kluczowe: kryzys, rachunkowość, sprawozdanie finansowe, biegły rewident.

Financial Reporting in the Global Financial Crisis – An Analysis of the Corrective Actions Taken

The article is an attempt to evaluate the role that the system of accounting, financial reporting and chartered accountants played in starting the financial crisis. Some of the solutions that were subsequently applied to improve the quality of information provided by accounting departments are presented and evaluated. The following topics are discussed: deceitful financial reporting and the beginnings of the financial crisis, proposals for improving the system of accounting in response to the financial crisis, including global accounting standards and MSSF for small and medium-size enterprises, a new EU directive for accounting and conclusions for chartered accountants drawn from the crisis.

The final conclusion arrived at is that the financial crisis will never be caused by a faulty system but rather by people misusing it. Nevertheless, creating good principles of financial supervision could have prevented the financial crisis from occurring on such a large scale.

Keywords: financial crisis, accounting, financial statement, chartered accountant.

Grzegorz Strupczewski

Katedra Zarządzania Ryzykiem i Ubezpieczeń
Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Ubezpieczenie odpowiedzialności cywilnej członków władz spółki kapitałowej

1. Wprowadzenie

Dążenie do ograniczenia ryzyka działalności gospodarczej prowadzonej w różnych formach, w tym w spółkach kapitałowych, jest naturalną tendencją występującą wśród przedsiębiorców i managementu. W okresie wielkich zawirowań gospodarczych decyzje podejmowane na podstawie wcześniejszych, optymistycznych prognoz gospodarczych mogą okazać się nietrafne, przez co przedsiębiorstwa oraz ich właściciele mogą być narażeni na wysokie straty [Łyskawa i Handschke 2009, s. 387].

Źródłem takich strat okazały się np. nietrafne transakcje z wykorzystaniem opcji walutowych przez polskie przedsiębiorstwa, które w 2009 r., gdy załamał się kurs PLN, przyniosły straty sięgające 15 mld zł [Baca 2009]. Do zaangażowania w opcje przyznało się 99 spółek giełdowych, spośród których 35 wykazało ujemne wyceny opcji [Okrzesik 2009]. Niektóre spółki notowane na GPW w Warszawie ogłosiły upadłość z powodu ujemnego wyniku na instrumentach pochodnych¹.

Zanotowane w drugiej połowie 2012 r. trudności płatnicze przedsiębiorstw budowlanych w Polsce (według szacunków, problem dotyczy 30% polskich firm budowlanych) mogą skutkować zarzutami wobec zarządów tych podmiotów o złe

¹ Odlewnie Polskie SA, Elwo SA, Huta Szkła Krosno SA. Szerzej na temat opcji walutowych zob.: [Wyrobek 2010].

zarządzanie i niegospodarność [Na problemy... 2012]. Wśród innych czynników zwiększających prawdopodobieństwo powstania roszczeń przeciwko członkom władz można wymienić: szybki rozwój spółki, wysoki poziom inwestycji, ryzykowne strategie przejęć, poszerzenie bazy inwestorów (wejście na giełdę, emisja obligacji itp.), spory pracownicze, wysoki poziom outsourcingu, uzależnienie od koncesji, silne uzależnienie od jednego rynku dostaw lub zbytu.

Ubezpieczenie członków władz spółki kapitałowej (D&O) ma istotne znaczenie zarówno dla członka zarządu, asekurując go na wypadek poniesienia odpowiedzialności cywilnej, jak i dla wierzyciela, wzmacniając jego szanse na zaspokojenie w sytuacji, w której osobisty majątek członka zarządu był niewystarczający [Kappes 2009, s. 23].

Celem artykułu jest analiza warunków ubezpieczenia D&O dostępnych na polskim rynku pod względem identyfikacji różnic w proponowanym zakresie pokrycia. Skupiono się na najistotniejszych czynnikach decydujących o zakresie ubezpieczenia, tj.: podmiotowym, przedmiotowym, wyłączenia odpowiedzialności, klauzulach dodatkowych, kwotowym i czasowym zakresie odpowiedzialności, czynnikach ryzyka determinujących poziom składki. Badaniu poddano cztery produkty znajdujące się w ofercie PZU, Allianz, ACE oraz HDI-Asekuracja. Na wybór ubezpieczycieli do próby badawczej wpłynęły takie czynniki, jak: siła rynkowa zakładu ubezpieczeń i jego znaczenie w badanym segmencie produktów, a także dostępność ogólnych warunków ubezpieczenia (niektóre towarzystwa nie posiadają standardowych OWU, lecz każdorazowo tworzą indywidualnie uzgadniane warunki ochrony). Analizę poprzedzono charakterystyką prawnych źródeł odpowiedzialności cywilnej władz spółek kapitałowych. Na zakończenie wspomniano o aktualnych problemach dotyczących kwestii podatkowych związanych ze składką za ubezpieczenie D&O.

2. Rynek ubezpieczeń D&O

Początki ubezpieczeń D&O sięgają lat 30. XX w. – czasu wielkiej depresji i krachu na giełdzie nowojorskiej. Od tamtego czasu Stany Zjednoczone nieprzerwanie plasują się jako największy rynek ubezpieczeń D&O na świecie.

Przez ostatnie dekady ubezpieczenie D&O przechodziło znamiennej ewolucję. W pierwotnej wersji chroniło wyłącznie przed roszczeniami z tytułu odpowiedzialności osobistej władz spółki. Pod naciskiem klientów włączono do zakresu klauzule chroniące spółkę, tj. część B (refundacja odszkodowania zapłaconego przez spółkę) pokrycie roszczeń samej spółki (OC wzajemna). Z czasem włączono klauzule ubezpieczenia spółki z tytułu obrotu papierami wartościowymi spółki, czy odpowiedzialność z tytułu naruszenia praw pracowniczych. Na początku XXI w. zaczęto lansować „powrót do korzeni” polegający na stopniowym

wyłączaniu z zakresu ochrony lub ograniczaniu pokrycia dla różnych rodzajów ryzyka. Podejście to nie zostało zaakceptowane przez klientów i brokerów, dlatego obecnie można obserwować wzrost liczby klauzul dodatkowych zmierzający do pełnego pokrycia odpowiedzialności spółki, a nie tylko wybranych jej segmentów [Sukiennik 2011b, s. 31].

Lloyd's of London od kilkudziesięciu lat jest jednym z liderów globalnego rynku ubezpieczeń D&O tak po stronie reasekuracji, jak i ubezpieczeń bezpośrednich. Wzrost szkodowości w skali globalnej jest rekompensowany rosnącą składką (co jest wynikiem wzrostu poziomu sum gwarancyjnych oraz upowszechnieniem tego ubezpieczenia), dzięki czemu nawet ostatni kryzys finansowy nie zmienił wieloletniego trendu wzrostowego w tym segmencie rynku.

W Polsce ubezpieczenie D&O pojawiło się w 1992 r. w ofercie Towarzystwa Ubezpieczeń AIG Poland. Obecnie dostępne jest u takich ubezpieczycieli, jak:

- syndykaty Lloyd's (np. Leadenhall),
- zagraniczne towarzystwa ubezpieczeń z państw członkowskich Unii Europejskiej działające w Polsce na zasadzie swobody świadczenia usług (np. Chubb),
- oddziały zagranicznych towarzystw działające w Polsce (np. ACE, Chartis),
- towarzystwa ubezpieczeń z siedzibą w Polsce (np. PZU, Hestia, Allianz, HDI Asekuracja, TUW Concordia).

Lloyd's ocenia, że polski rynek ubezpieczeń D&O zagospodarowany jest w około 5% [Janusz 2011, s. 29]. Najwięcej polis wystawianych jest na rzecz menedżerów spółek z kapitałem zagranicznym oraz spółek notowanych na giełdzie. Nowy, rozwijający się segment klientów stanowią członkowie władz z sektora małych i średnich przedsiębiorstw. Dalszy wzrost rynku zależeć będzie od wzrostu świadomości interesariuszy spółki dotyczącej możliwości dochodzenia roszczeń, a także od nowych regulacji prawnych, takich jak np. instytucja pozwów zbiorowych.

3. Źródła odpowiedzialności cywilnej władz spółki

Członkowie władz spółek kapitałowych odpowiadają wobec spółki za każdą szkodę wyrządzoną działaniem lub zaniechaniem sprzecznym z prawem lub z postanowieniami statutu, chyba że nie ponoszą winy, przy czym zasadą jest, że osoby te powinny przy wykonywaniu swoich obowiązków dołożyć staranności wynikającej z zawodowego charakteru ich działalności (art. 293 i 483 ksh).

Odpowiedzialność członków zarządu może dotyczyć naprawienia szkody wyrządzonej samej spółce, osobom trzecim (akcjonariuszom, pracownikom, wierzycielom), jak również odpowiedzialności za zobowiązania spółki, którą należy traktować jako wzmocnienie ochrony wierzyciela spółki [Zawarska 2009, s. 170].

Szczegółowe zestawienie najważniejszych źródeł odpowiedzialności cywilnej członków władz spółek przedstawiono w tabeli 1.

Tabela 1. Źródła odpowiedzialności cywilnej członków władz spółek kapitałowych

Rodzaj odpowiedzialności cywilnej	Podstawa prawna
Odpowiedzialność cywilna za szkodę wyrządzoną spółce	
Odpowiedzialność za szkodę wyrządzoną spółce przy jej tworzeniu	art. 292 i 480 KSH
Odpowiedzialność za szkodę wyrządzoną zawinionym działaniem lub zaniechaniem sprzecznym z postanowieniami umowy spółki (statutu) lub przepisami prawa	art. 293 i 483 KSH
Odpowiedzialność za „nadmierne korzyści” zapewnione w związku z powstaniem spółki akcyjnej lub podwyższeniem jej kapitału zakładowego	art. 481 KSH
Odpowiedzialność za dezinformowanie osób biorących udział w obrocie papierami wartościowymi	art. 484 KSH
Odpowiedzialność za dokonanie nienależnych wypłat (świadczeń) na rzecz wspólników (akcjonariuszy) spółki	art. 198i 350 KSH
Odpowiedzialność za zgłoszenie spółki do rejestru pomimo znacznego zawyżenia wartości aportów	art. 175 KSH
Odpowiedzialność za objęcie akcji własnych przez spółkę akcyjną, jej spółkę zależną lub spółdzielnię zależną	art. 366 KSH
Odpowiedzialność za szkodę wyrządzoną przy przekształceniu spółki	art. 568 KSH
Odpowiedzialność wobec wspólników, akcjonariuszy, wierzycieli spółki oraz osób trzecich	
Odpowiedzialność za zobowiązania spółki w przypadku zgłoszenia fałszywych danych dotyczącej wkładów przy tworzeniu spółki lub podwyższeniu jej kapitału zakładowego	art. 291 i 479 KSH
Odpowiedzialność za zobowiązania spółki w organizacji	art. 13 KSH
Odpowiedzialność wobec wierzycieli spółki z ograniczoną odpowiedzialnością za jej zobowiązania w przypadku bezskuteczności egzekucji (odpowiedzialność osobista, solidarna i nieograniczona)	art. 299 KSH
Odpowiedzialność za dezinformowanie osób biorących udział w obrocie papierami wartościowymi	art. 484 KSH
Odpowiedzialność za szkodę wyrządzoną przy łączeniu i podziale spółki	art. 512, 526 i 548 KSH
Odpowiedzialność za szkodę wyrządzoną przy przekształceniu spółki	art. 568 KSH
Odpowiedzialność za wyrządzenie szkody nieprowadzeniem oddzielnego zarządu majątkiem spółek połączonych	art. 495 KSH
Odpowiedzialność odszkodowawcza na zasadach ogólnych (odpowiedzialność deliktowa, kontraktowa, deliktowo-kontraktowa)	art. 300 i 490 KSH oraz art. 415, 443 i 471 KC
Odpowiedzialność władz spółki wynikająca z innych aktów prawnych	
Odpowiedzialność za niezłożenie w wymaganym terminie wniosku o ogłoszenie upadłości spółki	art. 21 Prawa upadłościowego i naprawczego

cd. tabeli 1

Rodzaj odpowiedzialności cywilnej	Podstawa prawna
Odpowiedzialność za zaległości podatkowe	art. 107 i 116 Ordynacji podatkowej
Odpowiedzialność za należności z tytułu składek na ubezpieczenia społeczne	art. 31 Ustawy o systemie ubezpieczeń społecznych
Odpowiedzialność za zawinione udostępnienie do publicznej wiadomości nierzetelnej, nieprawdziwej lub niekompletnej informacji lub przemilczenie informacji, w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych spółki	art. 51, 56 i 98 Ustawy o ofercie publicznej
Odpowiedzialność za rzetelność, bezbłądność, sprawdzalność i prowadzenie na bieżąco ksiąg rachunkowych	art. 24 Ustawy o rachunkowości
Odpowiedzialność za zgodność sprawozdań finansowych z wymaganiami ustawy o rachunkowości	art. 4a Ustawy o rachunkowości

Źródło: opracowanie własne.

Finansowe skutki błędnych decyzji lub zaniechań zarządu spółki, wynikające z przytoczonych powyżej aktów prawnych, mogą osiągać wielomilionowe sumy. Przykładowe roszczenia z tytułu ubezpieczenia D&O w Polsce przedstawiono poniżej:

– Awalo (2002), Spółka otrzymała od FOZZ pożyczkę, której nie zdołała spłacić w terminie, likwidator FOZZ wystąpił z roszczeniem do ówczesnych członków zarządu o zapłatę około 6 mln zł, podstawa roszczenia: art. 299 KSH (jeżeli egzekucja przeciw spółce jest bezskuteczna, członkowie zarządu odpowiadają osobiście i solidarnie za jej zobowiązania), ostateczna zasądzona kwota opiewała na 1 mln 148 tys. zł plus odsetki za 7 lat [*Zarząd pozwany...* 2002],

– Cash Flow SA (2006), według doniesień prasowych, firma windykacyjna Cash Flow nie ujawniła w prospekcie emisyjnym wielu faktów stanowiących ważne czynniki ryzyka (najważniejszym może być to, że w latach 2002–2004 nie było formalnie wybranego zarządu i rady nadzorczej), po tych publikacjach kurs akcji spółki gwałtownie spadł: z 15 zł po debiucie do niespełna 6 zł, postępowanie wyjaśniające prowadzone przez KNF może doprowadzić do wytoczenia powództwa cywilnego przez stowarzyszenie drobnych inwestorów [*Zamiast tłumaczyć...* 2006],

– Dom Maklerski WGI SA (2006), WGI prowadziło 1500 rachunków inwestycyjnych, zarzuty postawione przez KNF to wprowadzenie w błąd klientów, rozbieżności między danymi przekazywanymi w różnych raportach, nieprzestrzeganie reguł postępowania mających na celu przeciwdziałanie praniu brudnych pieniędzy, Przewodniczący KNF wystąpił w imieniu byłych klientów przeciwko członkom zarządu, członkom rady nadzorczej oraz spółce WGI Consulting Sp.

z o.o., pozew obejmuje roszczenia 780 osób o wartości ponad 220 mln zł [Stec 2006],

– Huta Metali Nieżelaznych Szopienice (2009), odszkodowanie wypłacone przez TU AIG Europe w kwocie 15 mln zł z tytułu roszczeń spółki wobec ubezpieczonego prezesa Huty, którego błędne decyzje dotyczące wykorzystania kontraktów terminowych doprowadziły do poważnych strat finansowych [Roguski 2009].

4. Analiza ogólnych warunków ubezpieczenia D&O

4.1. Zakres i przedmiot ochrony ubezpieczeniowej

Co do zasady, przedmiotem ubezpieczenia jest ochrona przed roszczeniami, które w okresie ubezpieczenia (lub ewentualnie w tzw. okresie dodatkowym) po raz pierwszy zostaną zgłoszone przeciw ubezpieczonemu. Tym samym będzie to *trigger claims made*, w myśl którego wypadkiem ubezpieczeniowym jest moment zgłoszenia roszczenia, natomiast szkoda (lub jej przyczyna) mogła wystąpić przed rozpoczęciem okresu ubezpieczenia. Zastosowanie triggera *claims made* w ubezpieczeniu OC D&O jest powszechną praktyką rynkową w Polsce, z wyjątkiem PZU, który zbudował swój produkt na bazie triggera *loss occurrence*².

W ubezpieczeniu OC członków zarządu pojęcie roszczenia jest rozumiane w specyficzny sposób i różnorodnie definiowane przez zakłady ubezpieczeń, wpływając pośrednio na zakres oferowanej ochrony. Najczęściej roszczenie oznacza:

- proces lub postępowanie przeciwko ubezpieczonemu o odszkodowanie pieniężne (np. proces cywilny, arbitrażowy),
- pisemne żądanie ze strony jakiegokolwiek osoby wyrażające jej zamiar przypisania ubezpieczonemu odpowiedzialności za skutek jakiegokolwiek uchybienia,
- postępowanie karne, administracyjne bądź urzędowe dochodzenie, które dotyczy uchybienia popełnionego przez ubezpieczonego,
- postępowanie ekstradycyjne (tylko w TU Allianz).

„Uchybienie” stanowi kolejne pojęcie kluczowe dla sprecyzowania rzeczywistego zakresu ubezpieczenia. W myśl większości OWU „uchybieniem” jest: faktyczne lub domniemane naruszenie obowiązku, zaniedbanie, błąd, nieprawdziwe oświadczenie, zaniechanie lub też inny czyn członków władz w zakresie ich kompetencji, bądź też jakiegokolwiek inne zachowanie, w tym naruszenie praw pracowniczych, będące podstawą skierowanego przeciwko nim roszczenia,

² Wypadkiem ubezpieczeniowym jest działanie lub zaniechanie ubezpieczonego, w następstwie którego powstała szkoda. Zgłoszenie szkody może nastąpić po zakończeniu okresu ubezpieczenia, jednak przed upływem terminów przedawnienia.

którego podstawę stanowi zajmowane przez nich stanowisko członków władz spółki.

Ubezpieczonym może być osoba fizyczna, która w okresie ubezpieczenia była, jest lub będzie:

- członkiem organów spółki kapitałowej (zarządu, rady nadzorczej, komisji rewizyjnej lub innych porównywalnych organów wykonawczych, doradczych lub nadzorczych),
- prokurentem,
- pracownikiem pełniącym funkcję zarządczą lub nadzorczą,
- współmałżonkiem członka organów lub pracownika spółki,
- spadkobiercą lub prawnym przedstawicielem zmarłego członka organów lub pracownika spółki,
- prawnym przedstawicielem członka organów lub pracownika spółki w przypadku utraty zdolności do czynności prawnych lub upadłości,
- osobą przewidzianą do objęcia funkcji członka zarządu, wskazaną w dowolnym giełdowym memorandum informacyjnym lub prospekcie wydanym przez spółkę,
- prawnikiem zatrudnionym przez spółkę, który w ramach pełnienia obowiązków zobowiązany jest przestrzegać przepisów amerykańskiej Ustawy Sarbanes-Oxley z 2002 r.³

Niekiedy (np. w TU Allianz) ubezpieczonymi mogą być także ci członkowie władz spółek, którzy na życzenie lub w interesie ubezpieczonych spółek sprawują mandaty w organach zarządzających lub nadzorczych albo sprawują funkcje prokurentów w innych organizacjach (np. prokurent ubezpieczonej spółki zasiadający w radzie nadzorczej spółki córki).

Z punktu widzenia zakresu ubezpieczenia, typowa polisa OC D&O dzieli się na trzy części.

1) Część A. Ochrona członków władz spółki kapitałowej.

Ubezpieczyciel zapłaci w imieniu ubezpieczonego za wszelkie szkody wynikające z roszczenia podniesionego wobec ubezpieczonego po raz pierwszy w okresie ubezpieczenia lub w okresie dodatkowym z wyjątkiem sytuacji, gdy szkodę pokryła spółka.

2) Część B. Ochrona spółki kapitałowej.

Ubezpieczyciel zapłaci w imieniu spółki za wszelkie szkody wynikające z roszczenia podniesionego wobec ubezpieczonego po raz pierwszy w okresie ubezpieczenia lub w okresie dodatkowym w sytuacji, gdy szkodę pokryła spółka.

³ Ustawa ta, w odpowiedzi na afery Enronu i Worldcomu, wprowadziła zaostrzone wymogi wobec spółek notowanych na giełdzie w zakresie zarządzania ryzykiem, kontroli wewnętrznej, obowiązków informacyjnych, zasad wyboru niezależnego audytora zewnętrznego (por. [Thlon 2012, s. 69–71]).

Chociaż w tym przypadku roszczenie dotyczy błędu i odpowiedzialności osobistej członka zarządu, jednak zgodnie z polskim prawem (art. 416 kc) „osoba prawna jest obowiązana do naprawienia szkody wyrządzonej z winy jej organu”. Nie można więc wykluczyć sytuacji, w której spółka będzie pozwana o zapłatę odszkodowania za szkodę wyrządzoną przez członka zarządu [Sukiennik 2011a, s. 21].

3) Część C. Koszty postępowania przygotowawczego.

Ubezpieczyciel zapłaci w imieniu ubezpieczonego wszelkie koszty zastępstwa procesowego⁴ w związku z postępowaniem przygotowawczym⁵ oraz wszelkie koszty zastępstwa procesowego opłacone przez spółkę w imieniu ubezpieczonego.

Pewnym odstępstwem w stosunku do istniejącego standardu rynkowego jest ubezpieczenie oferowane przez PZU. Towarzystwo to proponuje ochronę jedynie w podstawowym, dość wąsko określonym zakresie, tzn. pokrywa „szkody wyrządzone osobom trzecim (w tym ubezpieczonej spółce) w związku z wykonywaniem powierzonych obowiązków, za które ubezpieczony ponosi odpowiedzialność cywilną”. Tak zdefiniowany zakres pokrycia nie obejmuje części B i C, a ponadto ogranicza się tylko do ustawowej odpowiedzialności cywilnej, pomijając niektóre rodzaje odpowiedzialności o charakterze administracyjnym.

W przypadku wszystkich analizowanych ubezpieczycieli, odszkodowanie ubezpieczeniowe kompensuje wyłącznie szkodę rozumianą jako czysta strata finansowa. Jest to poniesiona szkoda finansowa, która nie jest ani szkodą osobową, ani szkodą rzeczową, ani nie wywodzi się z takich szkód. W szczególności czysta strata finansowa może obejmować [tak ACE i HDI]:

- odszkodowania i inne świadczenia zasądzone wyrokiem lub płatne na podstawie ugody, w tym koszty obsługi prawnej strony powodowej,
- koszty obrony,
- koszty zastępstwa procesowego,
- koszty poręczenia majątkowego,
- koszty zarządzania kryzysowego,
- koszty zajęcia majątku,
- koszty zaskarżenia/oskarżenia,
- koszty public relations,
- koszty ochrony dobrego imienia,
- koszty porady prawnej.

⁴ Uzasadnione koszty obsługi prawnej oraz powiązane z nimi koszty wynagrodzeń specjalistów poniesione przez ubezpieczonego lub w jego imieniu.

⁵ Formalne lub oficjalne dochodzenie, badanie lub śledztwo dotyczące spółki lub ubezpieczonego.

W praktyce pojęcie szkody rozszerza się o zadośćuczynienia pieniężne za ujemne przeżycia psychiczne w przypadku naruszenia praw pracowniczych popełnionego przez ubezpieczonego.

Szkoda w ubezpieczeniu OC D&O nie obejmuje:

- grzywien i kar nałożonych zgodnie z przepisami prawa,
- podatków i innych kwot płatnych w związku z podatkami.

Warto zauważyć, że HDI rozszerza katalog ubezpieczonych kosztów o kwotę zobowiązania podatkowego ciążyącą na ubezpieczonym, a wynikającą z postępowania przeprowadzonego przez organy skarbowe zgodnie z art. 107 oraz art. 116 Ordynacji podatkowej (z wyjątkiem, gdy takie zobowiązania podatkowe wynikają z umyślnych działań ubezpieczonego).

Ważną korzyścią z ubezpieczenia OC D&O jest możliwość pokrycia różnego rodzaju kosztów obrony prawnej. Chodzi tu o uzasadnione i konieczne koszty wynagrodzenia zewnętrznych pełnomocników procesowych, biegłych, rzeczoznawców, dokonany przez ubezpieczonego na rzecz świadków zwrot kosztów ich udziału w postępowaniu, opłaty sądowe oraz koszty postępowania mediacyjnego lub arbitrażowego, gdy koszty te zostały poniesione przez ubezpieczonego na sądową i pozasądową obronę prawną przed roszczeniami. Ponadto pokrywane są inne wydatki, których podstawę stanowi dochodzenie, uregulowanie, obrona oraz środek odwoławczy związane z roszczeniem skierowanym przeciwko ubezpieczonemu, z wyłączeniem wewnętrznych kosztów spółki. Ubezpieczyciele co do zasady wymagają ich uprzedniej zgody na poniesienie danego wydatku, dopuszczając niekiedy pewien pułap kosztów, które można ponieść w trybie nagłym. Konieczne jest jednak wskazanie podlimitu odpowiedzialności z tego tytułu (tak ACE, Allianz).

Porównując różne warunki ubezpieczenia warto zwrócić uwagę na możliwość otrzymywania wypłat zaliczkowych na poczet kosztów obrony. Na przykład, ACE [*Ubezpieczenie szkód...* 2010, pkt 5.7] dopuszcza bieżące wypłacanie zaliczek na koszty obrony przed dokonaniem ostatecznej płatności lub rozstrzygnięciem roszczenia, zastrzegając konieczność ich zwrotu w sytuacji, gdy ubezpieczony nie będzie uprawniony do ich otrzymania. Podobny zapis można znaleźć w OWU Allianz, natomiast PZU i HDI nie przewidziały tego typu zaliczek.

4.2. Wyłączenia odpowiedzialności ubezpieczyciela

W zbiorze standardowych wyłączeń znalazły się roszczenia:

- wynikające z umyślnego zachowania ubezpieczonego, z zastrzeżeniem, że okoliczność ta powinna zostać potwierdzona orzeczeniem sądu (w tym arbitrażowego) lub pisemnym oświadczeniem ubezpieczonego,
- zgłoszone wcześniej i dochodzone w ramach innej umowy ubezpieczenia,

- wynikające z postępowania sądowego rozpoczętego lub zakończonego przed początkiem okresu ubezpieczenia,
- zgłoszone w USA lub Kanadzie (w Allianz i Ace wyłączenie nie obejmuje kosztów obrony),
- w postaci kar, grzywien i sankcji za działania sprzeczne z prawem (choć Allianz i Ace przewiduje możliwość włączenia ich do ochrony po opłaceniu dodatkowej składki i ustaleniu podlimitu odpowiedzialności),
- w postaci zobowiązań podatkowych i innych publicznoprawnych (w Ace i HDI wyłączenie nie obejmuje roszczeń wynikających z art. 107 i art. 116 Ordynacji podatkowej),
- wynikające ze zdarzeń prowadzących do uzyskania przez ubezpieczonego osobistych korzyści,
- związane ze szkodą osobową (uszkodzenie ciała, choroba, śmierć) lub rzeczową (uszkodzenie, zniszczenie rzeczy) wraz z utraconymi korzyściami,
- polegające na zanieczyszczeniu, rozumianym jako emisja, wyciek lub inna forma przedostania się do powietrza, wody lub gruntu jakichkolwiek substancji (Ace i HDI pokrywają jednak koszty obrony).

Zakres ochrony w Ace i PZU nie obejmuje ponadto roszczeń wynikających z działania ubezpieczonego jako powiernika różnego rodzaju programów pracowniczych (np. program emerytalny, program świadczeń zdrowotnych, socjalnych, fundusz udziału w zyskach).

Ogólne warunki ubezpieczenia PZU przewidują wiele dodatkowych wyłączeń, których nie ma w pozostałych analizowanych towarzystwach. PZU nie odpowiada zatem za szkody [*Ogólne warunki...* 2007, § 5]:

- powstałe w wyniku utraty przez ubezpieczonego dokumentów, gotówki, papierów wartościowych,
- powstałe w następstwie działań wojennych, stanu wojennego, rozruchów, terroryzmu, strajków,
- powstałe wskutek ujawnienia wiadomości poufnej,
- wynikające z roszczeń pomiędzy członkami organów spółki (byłymi, obecnymi, przyszłymi),
- związane z prywatyzacją spółki,
- za które ubezpieczony jest odpowiedzialny wskutek umownego rozszerzenia odpowiedzialności cywilnej ponad ustawowo określony zakres,
- powodujące roszczenia dochodzone przed sądami zagranicznymi lub związane z naruszeniem prawa obcego.

4.3. Okres ubezpieczenia

Okres ubezpieczenia rozpoczyna się od dnia wskazanego w polisie, nie wcześniej niż po zapłaceniu pierwszej raty składki, i standardowo trwa 12 miesięcy. Standardem rynkowym jest oferowanie za dodatkową składkę tzw. dodatkowego okresu ubezpieczenia. Oznacza on okres określony w polisie, następujący bezpośrednio po zakończeniu okresu ubezpieczenia na skutek jej nieodnowienia i pod warunkiem niezawarcia przez ubezpieczonego w tym okresie umowy ubezpieczenia z innym zakładem ubezpieczeń. Podczas okresu dodatkowego ubezpieczenia może zgłaszać roszczenia z tytułu uchybienia, które miało miejsce przed zakończeniem okresu ubezpieczenia [*Warunki ubezpieczenia...* pkt 2g].

W przypadku umowy ubezpieczenia z triggerem *claims made* obowiązuje zasada, że ubezpieczyciel przyznaje ochronę ubezpieczeniową z mocą wsteczną w stosunku do wszelkich uchybień ubezpieczonych, pod warunkiem że zgłoszenie związanych z nimi roszczeń nastąpi w okresie ubezpieczenia lub w tzw. okresie dodatkowym [*Ogólne warunki...* 2009, art. 3 § 3].

4.4. Suma gwarancyjna i udział własny

Suma gwarancyjna wskazana w polisie odpowiada całkowitemu łącznemu limitowi odpowiedzialności ubezpieczyciela za wszystkie szkody powstałe w następstwie roszczeń skierowanych po raz pierwszy przeciwko ubezpieczonemu w okresie ubezpieczenia (w tym okresie dodatkowym). Koszty obrony stanowią część szkody i nie podlegają rozliczeniu ponad sumę gwarancyjną. Dostępny limit odpowiedzialności (jak i podlimity) podlegają konsumpcji w wyniku wypłaconych odszkodowań.

Powszechną praktyką jest stosowanie przez ubezpieczycieli udziału własnego w szkodzie, którego wysokość, stanowiąca zwykle jako procent szkody lub odszkodowania, ustalana jest indywidualnie. Dokument ubezpieczenia może przewidywać odrębne udziały własne dla poszczególnych rodzajów ryzyka i zakresów ochrony. PZU, jako jedyne analizowane towarzystwo, wprowadza ponadto do umowy franzyżę integralną na poziomie 2000 zł [*Ogólne warunki...* 2007, § 4 ust. 1].

4.5. Składka ubezpieczeniowa

Składkę ubezpieczeniową ustala się indywidualnie na podstawie [*Ogólne warunki...* 2007, § 11; *Ubezpieczenie szkód...* 2010, pkt 7]:

- wysokości sumy gwarancyjnej,
- okresu ubezpieczenia,
- zakresu ubezpieczenia,
- indywidualnej oceny ryzyka.

W ramach indywidualnej oceny ryzyka analizie zostają poddane następujące informacje:

- rodzaj działalności spółki (niektóre branże są historycznie bardziej ekspozowane na ryzyko, np. instytucje finansowe, telekomunikacja, media, biotechnologia, farmaceutyka, przemysł wydobywczy i paliwowy),
- podstawowe dane finansowe: suma bilansowa, kapitał własny, obroty, wynik finansowy i jego tendencje zmian w perspektywie ostatnich kilku lat,
- doświadczenie osób ubezpieczonych i systemy kontroli wewnętrznej (niezależność rady nadzorczej, *corporate governance* w spółkach giełdowych itd.),
- struktura własnościowa spółki, w tym ewentualne zaangażowanie samych osób ubezpieczonych, spółek *private equity* i *venture capital*, inwestorów zagranicznych, wykupienie przez zarząd (*management buy-out*) lub z finansowaniem zewnętrznym (w formie np. kredytu bankowego, tzw. *leveraged buy-out*),
- dla spółek giełdowych: miejsce obrotu, przebieg notowań od wejścia na giełdę, kapitalizacja, *freefloat*, struktura własnościowa,
- rozwój rynku, na którym działa spółka,
- prowadzenie działalności na terenie USA (w formie sprzedaży, zatrudnienia, spółek zależnych, notowań na tamtejszej giełdzie itd.),
- istotne przejęcia i fuzje z udziałem spółki lub też pogłoski o możliwym przejęciu samej spółki,
- znacząca restrukturyzacja spółki w zakresie zatrudnienia lub obszarów działalności,
- postępowania sądowe i pozasądowe z udziałem spółki i osób ubezpieczonych,
- dotychczasowa historia szkodowości spółki.

4.6. Klauzule dodatkowe

Dzięki przewidzianym w ogólnych warunkach ubezpieczenia klauzulom dodatkowym, ubezpieczający ma możliwość dostosowania zakresu ochrony do indywidualnych potrzeb. Na podstawie przeanalizowanych ofert ubezpieczycieli przygotowano zestawienie najważniejszych rozszerzeń zakresu pokrycia (tabela 2).

Największą elastycznością charakteryzuje się produkt ACE, który zapewnia najbogatszy katalog klauzul dodatkowych. W ten sposób ubezpieczający w Polsce zyskuje dostęp do rozwiązań obecnych na rozwiniętych rynkach światowych. Wydaje się, że oferty HDI i Allianz zostały dostosowane do niezbyt rozbudowanych potrzeb ubezpieczeniowych przeciętnego konsumenta usługi ubezpieczeniowej. Z kolei produkt PZU rozczarowuje brakiem rozszerzeń do podstawowego zakresu pokrycia.

Tabela 2. Klauzule rozszerzające zakres ubezpieczenia OC D&O

Nazwa klauzuli	Treść	PZU	Allianz	ACE	HDI
Koszty naprawy wizerunku	W ramach uzgodnionego podlimitu, ubezpieczyciel pokryje koszty przywracania dobrego imienia ubezpieczonego, w tym koszt konsultanta public relations, jednak z wyłączeniem kosztu publikowania reklam lub emisji w mediach.	X	V	V	V
Obrót papierami wartościowymi ubezpieczonych spółek	Ubezpieczyciel udziela ochrony ubezpieczonym spółkom, w przypadku gdy przeciwko nim zostało wniesione roszczenie o odszkodowanie z tytułu szkody powstałej w wyniku ich nieprawidłowego zachowania w związku z obrotem papierami wartościowymi tych spółek.	X	V	X	X
Koszty awaryjne	W ramach uzgodnionego podlimitu, jeżeli ubezpieczony nie będzie mógł uzyskać zgody ubezpieczyciela przed poniesieniem kosztów obrony, ubezpieczyciel udzieli takiej zgody z mocą wsteczną, o ile wniosek o zgodę zostanie przedstawiony w ciągu 14 dni od poniesienia po raz pierwszy kosztów obrony.	X	V	V	P
Koszty obrony poprzedzającej wniesienie roszczenia	Jeżeli w stosunku do ubezpieczonego oznajmiono lub powzięto informację o zamiarze wszczęcia sporu z powodu uchybienia, ubezpieczyciel pokryje koszty obrony także wtedy, gdy w stosunku do ubezpieczonego nie wystąpiono jeszcze z roszczeniem, lecz jest to prawdopodobne.	X	V	V	X
Ustępujący członkowie władz	Jeżeli dana umowa ubezpieczenia nie zostanie odnowiona, zakres ochrony zostaje rozszerzony na każdego ustępującego członka organów spółki w odniesieniu do roszczeń podniesionych przeciwko takim osobom w okresie 6 lat od daty wygaśnięcia umowy ubezpieczenia.	X	X	V	X
Fuzje i przejęcia	W przypadku fuzji lub przejęcia, ubezpieczyciel może rozszerzyć ochronę na roszczenia po raz pierwszy podniesione przeciwko ubezpieczonemu w okresie 72 miesięcy od dnia wygaśnięcia okresu ubezpieczenia.	X	X	V	X
Grzywny i kary cywilnoprawne	Rozszerzenie ochrony ubezpieczeniowej na grzywny i kary cywilnoprawne nakładane zgodnie z przepisami prawa, chyba że zostaną uznane za niepodlegające ubezpieczeniu.	X	X	V	X

cd. tabeli 2

Nazwa klauzuli	Treść	PZU	Allianz	ACE	HDI
Zobowiązania podatkowe	Rozszerzenie ochrony ubezpieczeniowej na szkody poniesione przez ubezpieczonego wskutek osobistej odpowiedzialności za zaległości podatkowe na podstawie art. 107 i art. 116 Ordynacji podatkowej, z wyjątkiem działania celowego.	X	X	V	X
Razem		0	4	7	2

Objaśnienie: X – brak klauzuli, V – klauzula jest dostępna, P – klauzula jest w podstawowym zakresie ubezpieczenia.

Źródło: opracowanie własne.

5. Składka ubezpieczeniowa a podatki dochodowe

Dla spółki wykupującej polisę OC D&O zapłacona składka nie może zostać zakwalifikowana jako koszt uzyskania przychodu w podatku dochodowym od osób prawnych (CIT). Wynika to z treści art. 16, pkt 59 w związku z art. 15, ust. 1 Ustawy z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych, który wyłącza z kategorii kosztów uzyskania przychodu „składki opłacone przez pracodawcę z tytułu zawartych lub odnowionych umów ubezpieczenia na rzecz pracowników”. Stanowisko organów podatkowych zgodnie i jednoznacznie odmawia zapłaconej składce uznania jako koszt spółki z uwagi na takie okoliczności, jak: brak związku z zabezpieczeniem źródeł przychodów oraz zastosowanie konstrukcji umowy na rzecz osoby trzeciej [Bartoszcze 2011, s. 19].

W kontekście ewentualnego zaliczenia składki ubezpieczeniowej do przychodów członka zarządu korzystającego z ubezpieczenia OC D&O, należy wziąć pod uwagę art. 11, ust. 1, art. 12 ust. 1 oraz art. 13, ust. 7 Ustawy z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych. Stanowiska organów podatkowych wydawane na kanwie tych przepisów są w większości zgodne i traktują składkę ubezpieczeniową płaconą przez ubezpieczającego (spółkę) jako przychód w formie nieodpłatnego świadczenia, co rodzi obowiązek podatkowy. Nieodpłatnym świadczeniem jest zapewnienie ochrony ubezpieczonym członkom władz przed ewentualnymi stratami finansowymi wynikającymi z obowiązku pokrycia szkód powstałych w wyniku podjętych przez nich działań bądź zaniechań.

Strona przeciwna wskazuje problemy w jednoznacznym określeniu kręgu osób ubezpieczonych i kwoty przypadającego im przychodu. Nie jest to możliwe z uwagi na [Bartoszcze 2011, s. 18]:

- potencjalne zmiany podmiotowe w organach spółki w trakcie trwania okresu ubezpieczenia,
- brak korelacji między czasem trwania umowy ubezpieczenia a kadencjami organów osób prawnych,
- szeroki krąg osób ubezpieczonych obejmujący również pełnomocników, prokurentów i pracowników wykonujących czynności zarządcze w spółce,
- możliwość zgłaszania roszczeń w okresie dodatkowym po zakończeniu umowy ubezpieczenia.

W rezultacie nie ma możliwości rzetelnego i obiektywnego ustalenia podstawy opodatkowania.

Dodatkowym wsparciem przedstawionych argumentów są orzeczenia sądów administracyjnych, które krytycznie odnoszą się do równego dzielenia składki ubezpieczeniowej pomiędzy członków zarządu czy też dokonywania podziału zgodnie z regułami matematycznymi⁶. Ponadto Wojewódzki Sąd Administracyjny w Warszawie (orzeczenie nr III SA/Wa 648/10 z dnia 4 listopada 2010) orzekł, że ochrona ubezpieczeniowa nie służy celom osób ubezpieczonych, a samej spółce, natomiast umowa ubezpieczenia jest jedynie czynnikiem mającym za zadanie ułatwić wykonywanie czynności zawodowych przez ubezpieczonych i nie służy ich celom osobistym.

6. Podsumowanie

Analiza dostępnych na polskim rynku warunków ubezpieczenia D&O prowadzi do następujących wniosków:

- ochrona dotyczy odpowiedzialności cywilnej oraz administracyjnej członków władz spółki kapitałowej, lecz wyłącznie w zakresie enumeratywnie nazwanych rodzajów ryzyka i kosztów,
- zakres ubezpieczenia D&O zmierza w kierunku kompleksowej ochrony spółki i jej władz przed roszczeniami osób trzecich,
- zakres standardowej umowy ubezpieczenia obejmuje 3 części (A, B, C), z wyjątkiem PZU proponującego ochronę jedynie w ramach części A (ochrona członków zarządu),
- w ramach polisy pokrywane są ponadto zdefiniowane koszty ochrony prawnej wynikające z roszczeń zgłoszonych przeciwko osobie ubezpieczonej, choć należy zwrócić uwagę na istotne różnice dotyczące katalogu pokrywanych wydatków, realizacji wypłat zaliczkowych oraz możliwości dokonywania wydatków bez uprzedniej zgody ubezpieczyciela,

⁶ Patrz orzeczenia o sygnaturach: I SA/Kr 794/06, III SA/Wa 1039/10, II SA/Wa 2039/09, II SA/Wa 2019/08, I SA/Kr 174/10, I SA/GI 931/09, I SA/Wr 17/10.

- ubezpieczenie co do zasady nie obejmuje roszczeń z tytułu błędu zawodowego,
- ubezpieczenie nie podąży za członkiem władz (osobą), lecz za spółką, obejmując ochroną nie tylko obecne władze, ale również były i przyszłe (w drodze automatycznego pokrycia),
- standardem rynkowym są polisy typu *claims-made*, chociaż PZU jako jedyny ubezpieczyciel oferuje polisy na bazie triggera *loss occurrence*,
- stosowanie polisy typu *claims-made* powoduje, że ubezpieczyciele oferują możliwość wykupienia przedłużonego okresu zgłaszania roszczeń po zakończeniu umownego okresu ubezpieczenia,
- największe rozbieżności w badanych warunkach ubezpieczenia dotyczyły wyłączeń odpowiedzialności i dostępnych klauzul dodatkowych,
- z uwagi na brak jednoznacznej interpretacji Ministerstwa Finansów, istnieje ryzyko zaliczenia składki ubezpieczeniowej jako przychodu osobistego ubezpieczonych.

Reasumując, korzyści płynące z wykorzystania ubezpieczenia D&O w zarządzaniu ryzykiem przedsiębiorstwa, zwłaszcza w sytuacjach kryzysowych, są pewne. Pytaniem otwartym pozostaje kwestia czasu, kiedy to u właścicieli i zarządów spółek zrodzi się potrzeba ubezpieczenia odpowiedzialności wynikającej z szeroko pojętego zarządzania przedsiębiorstwem. Dotychczas polski rynek, który daleki jest jeszcze od poziomu nasycenia, kusi niewygórowanymi stawkami ubezpieczeniowymi. Jednak sytuacja ta może wkrótce się zmienić, w miarę jak wzrośnie liczba ubezpieczonych, a w ślad za tym – liczba i wartość roszczeń wobec ubezpieczycieli. Kryzys w gospodarce wymusza na przedsiębiorcach podejmowanie czynności zmierzających do podnoszenia efektywności przy równoczesnym ograniczaniu ekspozycji na ryzyko. Ubezpieczenie D&O jest skutecznym narzędziem wspierającym tę strategię. Można zatem spodziewać się dalszego rozwoju segmentu rynku związanego z ubezpieczeniami odpowiedzialności cywilnej przedsiębiorstw, w tym D&O. Wyniki badań zawarte w niniejszej pracy mają zatem istotny walor teoretyczno-poznawczy, jak i użyteczny dla praktyki gospodarczej.

Literatura

- Baca K. [2009], *Opcje 15 mld strat*, „Rzeczpospolita”, 17.02.2009.
- Bartoszcze M. [2011], *Podatkowe dylematy*, „Miesięcznik Ubezpieczeniowy”, nr 5.
- Janusz W. [2011], *Zdrowe podejście*, „Miesięcznik Ubezpieczeniowy”, nr 5.
- Kappes A. [2009], *Odpowiedzialność członków zarządu za zobowiązania spółki z o.o.*, Oficyna Wolters Kluwer business, Warszawa.

- Łyskawa K., Handschke J. [2009], *Ubezpieczenia odpowiedzialności cywilnej członków władz spółek (D&O) w okresie kryzysu gospodarczego*, Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, nr 3/1, Gdańsk.
- Na problemy branży budowlanej* [2012], Gazeta Ubezpieczeniowa, 16.10.2012.
- Ogólne warunki ubezpieczenia odpowiedzialności cywilnej członków organów lub dyrekcji spółki kapitałowej (Directors&Officers)* [2007], PZU, ustalone uchwałą Zarządu PZU SA nr UZ/351/2007 z dnia 28.06.2007 (z późn. zm).
- Ogólne warunki ubezpieczenia odpowiedzialności cywilnej członków władz spółki* [2009], Allianz, przyjęte uchwałą Zarządu Towarzystwa Ubezpieczeń Allianz Polska SA nr 158/2009 z dnia 16.12.2009.
- Okrzesik J. [2009], *Złoty traci na opcjach walutowych*, „Gazeta Prawna”, 7.02.2009.
- Roguski A. [2009], *Hutmen Szopienice zawarły ugodę z AIG Europe*, „Parkiet”, 29.08.2009.
- Stec A. [2006], *Dom Maklerski WGI nie oddaje klientom pieniędzy*, „Gazeta Wyborcza”, 16.05.2006.
- Sukiennik P. [2011a], *Produkt na miarę czasów, cz. I*, „Miesięcznik Ubezpieczeniowy”, nr 5.
- Sukiennik P. [2011b], *Produkt na miarę czasów, cz. II*, „Miesięcznik Ubezpieczeniowy”, nr 6.
- Thlon M. [2012], *Zarządzanie ryzykiem operacyjnym przedsiębiorstwa. Metoda szacowania ryzyka delta-EVT*, Monografie: Prace Doktorskie, nr 15, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków.
- Ubezpieczenie szkód powstałych w następstwie roszczeń z tytułu odpowiedzialności członków organów spółki kapitałowej* [2010], ACE, mające zastosowanie od 1.01.2010, www.aceeurope.co.uk (dostęp: 20.11.2012).
- Warunki ubezpieczenia odpowiedzialności cywilnej członków władz spółek kapitałowych* [2008], HDI, www.hdi-asekuracja.pl (dostęp: 19.11.2012).
- Wyrobek J. [2010], *Banki na rynku instrumentów pochodnych i aktywów sekurytyzowanych [w:] Bank na rynku finansowym: problemy skali, efektywności i nadzoru*, E. Miklaszewska, Oficyna Wolters Kluwer business, Warszawa.
- Zamiast tłumaczyć, Cash Flow atakuje* [2006], „Puls Biznesu”, 27.07.2006.
- Zarząd pozwany za długi spółki* [2002], „Rzeczpospolita”, 13.06.2002, www.rp.pl (dostęp: 21.11.2012).
- Zawarska J. [2009], *Wybrane źródła odpowiedzialności cywilnej członków zarządów spółek kapitałowych*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe”, nr 4.

Streszczenie

Ubezpieczenie członków władz spółki kapitałowej (D&O) ma istotne znaczenie zarówno dla członka zarządu, asekurując go na wypadek poniesienia odpowiedzialności cywilnej, jak i dla wierzyciela, wzmacniając jego szanse na uniknięcie straty, gdy osobisty majątek członka zarządu był niewystarczający. Celem artykułu jest analiza warunków ubezpieczenia D&O dostępnych na polskim rynku pod względem identyfikacji różnic w proponowanym zakresie pokrycia. Analizę poprzedzono charakterystyką prawnych źródeł odpowiedzialności cywilnej władz spółek kapitałowych. Wspomniano także o aktualnych problemach dotyczących kwestii podatkowych związanych ze składką

za ubezpieczenie D&O. W podsumowaniu stwierdzono m.in., że kryzys w gospodarce wymusza na przedsiębiorcach podejmowanie kroków zmierzających do podnoszenia efektywności przy równoczesnym ograniczaniu ekspozycji na ryzyko. Ubezpieczenie D&O jest skutecznym narzędziem wspierającym tę strategię. Można zatem spodziewać się dalszego rozwoju segmentu rynku związanego z ubezpieczeniami odpowiedzialności cywilnej przedsiębiorstw, w tym D&O.

Słowa kluczowe: ubezpieczenie D&O, ubezpieczenie członków zarządu, ubezpieczenia, ubezpieczenia odpowiedzialności cywilnej.

Directors and Officers Liability Insurance

D&O insurance is important both for board members, by securing them against civil liability, as well as creditors, as it strengthens their chances of being paid when a board member's personal assets prove insufficient. The purpose of this article is to analyse the general terms and conditions of D&O insurance available on the Polish market in order to identify differences in the proposed scope of coverage. The analysis is preceded by a description of legal sources of a director's and an officer's liability. The end of the article discusses current problems on tax issues related to D&O insurance premiums. The author concludes, among other things, that the recent economic crisis has forced entrepreneurs to take steps to improve efficiency while also limiting their exposure to risk. D&O insurance is undoubtedly an effective tool for supporting this strategy. Further development of the company liability insurance market segment (including D&O insurance) may therefore be expected, and hence the results of the paper have important theoretical and practical value.

Keywords: D&O insurance, directors and officers insurance, insurance, liability insurance.

Joanna Węgrzyn

Katedra Ekonomiki Nieruchomości
i Procesu Inwestycyjnego
Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Przesłanki podejmowania inicjatyw partnerstwa publiczno-prywatnego – analiza porównawcza na przykładzie wybranych gmin województwa małopolskiego

1. Wprowadzenie

Koncepcja partnerstwa publiczno-prywatnego (PPP) zaczęła być popularyzowana w Polsce niedawno. Ta forma współpracy pomiędzy sektorem publicznym i prywatnym została usankcjonowana w 2009 r. przez nowe akty prawne [Ustawa z dnia 19 grudnia 2008 r. o partnerstwie publiczno-prywatnym, Dz.U. z 2009 r. nr 19, poz. 100, Ustawa z dnia 9 stycznia 2009 r. o koncesji na roboty budowlane lub usługi, Dz.U. z 2009 r. nr 157, poz. 1241].

W ciągu trzech lat funkcjonowania obecnych przepisów, jednostki sektora publicznego ogłosiły 147 postępowań w tej formule. Zdecydowana większość postępowań (ok. 70%) ogłoszona została przez jednostki samorządu terytorialnego, a wśród nich przez 39 gmin, 21 miast na prawach powiatu oraz Warszawę. Jednocześnie do końca 2011 r. jedynie 24 spośród wszystkich ogłoszonych przez ten czas postępowań zakończyło się wyborem partnera prywatnego. Oznacza to, że

sektor publiczny w Polsce napotyka bariery utrudniające nawiązanie współpracy z podmiotami prywatnymi. W związku z tym konieczne staje się prowadzenie i upowszechnianie badań, których przedmiotem jest ocena funkcjonowania PPP w Polsce. Z tego też powodu ważnym zagadnieniem staje się nakreślenie sytuacji społeczno-ekonomicznej gmin, które w latach 2009–2011 podjęły działania zmierzające w kierunku zastosowania formuły PPP. Głównym celem opracowania jest ustalenie różnic pomiędzy średnimi wielkościami zmiennych statystycznych uzyskanymi dla gmin angażujących się w PPP oraz gmin, które do tej pory nie podjęły inicjatyw w tym obszarze.

Przeprowadzone badania mają charakter eksploracyjny i służą zbadaniu możliwości kontynuowania studiów dotyczących realizacji przez gminy projektów infrastrukturalnych, a także wypracowaniu metod, które mogą zostać wykorzystane w dalszych rozważaniach nad skutecznością podejmowanych przez władze lokalne przedsięwzięć inwestycyjnych w formule PPP.

2. Motywy implementacji PPP – doświadczenia zagraniczne

W latach 70. XX w. w wyniku głębokich przemian społeczno-gospodarczych w krajach uprzemysłowionych wzrosło zapotrzebowanie w zakresie powiększenia potencjału infrastrukturalnego. Pogłębiało się również niezadowolenie społeczeństwa z poziomu jakości usług świadczonych przez sektor publiczny. Jednocześnie w następstwie kryzysów naftowych, kraje uprzemysłowione doświadczały coraz większych trudności w pozyskiwaniu środków potrzebnych na realizację inwestycji [Moszoro 2010, s. 31]. Dlatego też coraz wyraźniej zaczęto dostrzegać, że sektor publiczny nie jest w stanie sam zagwarantować odpowiedniego poziomu usług infrastrukturalnych. Zaangażowanie sektora prywatnego w sferę usług użyteczności publicznej zapewnić również miało wzrost wydajności oraz podniesienie jakości świadczeń społecznych [Savas 2000, s. 4–5].

Rozwój koncepcji PPP nie byłby jednak możliwy bez zmiany poglądów na temat roli sektora publicznego w systemie gospodarczym. Pogłębiający się kryzys zaufania do władz publicznych wymusił przemiany w polityce gospodarczej. Zaczęto wprowadzać reformy, których celem było zmniejszenie wpływu rządu na gospodarkę. Zapoczątkowane procesy, jak uważają D. Grimsey i J.K. Lewis [2004], polegały przede wszystkim na wprowadzaniu rozwiązań rynkowych oraz na przekazywaniu uprawnień na rzecz sektora prywatnego.

Rozpoczęte w latach 80. XX w. przemiany spowodowały wzrost znaczenia sektora prywatnego w sferze infrastruktury oraz rozwój koncepcji partnerstwa publiczno-prywatnego. Jednocześnie podkreśla się, że sektor publiczny, podejmując inicjatywy PPP, kieruje się trzema podstawowymi przesłankami [Delmon 2011, s. 13]:

- oczekiwaniami, że sektor prywatny osiągnie w danej dziedzinie lepsze wyniki,
- dążeniem do pozyskania odpowiednich zasobów technicznych oraz usprawnienia procesu zarządzania,
- koniecznością pozyskania środków finansowych umożliwiających zrealizowanie planowanych inwestycji.

Projekty realizowane w formule PPP posiadają również wiele zalet. Korzyści wynikające z zastosowania koncepcji PPP przejawiają się między innymi w dążeniu strony prywatnej do obniżenia kosztów ujmowanych z perspektywy całego okresu funkcjonowania projektu. Dodatkowo PPP stanowi szansę na transfer technologii, innowacji i know-how do sektora publicznego. Podsumowując dotychczasowe rozważania, warto podkreślić, że PPP uznawane jest za atrakcyjną formę realizacji projektów infrastrukturalnych.

3. Znaczenie PPP w realizacji inwestycji infrastrukturalnych w gminach w Polsce

Występujący w Polsce problem niedoinwestowania infrastruktury jest od wielu lat przedmiotem licznych publikacji. Autorzy zajmujący się tym zagadnieniem zgodnie podkreślają, że obecny stan nierównowagi pomiędzy popytem na usługi infrastrukturalne a możliwościami jego zaspokojenia jest następstwem ograniczonych inwestycji w sferze infrastruktury w okresie gospodarki centralnie planowanej.

Problem ten w latach 80. XX w. opisywał w swoich publikacjach M. Ratajczak [1980, 1986]. Autor, bazując na modelu sformułowanym przez ekonomistów węgierskich pracujących pod kierunkiem E. Erlicha [Csernok, Erlich i Szylagyi 1972], opracował syntetyczny miernik poziomu rozwoju infrastruktury, który następnie wykorzystał do porównania stanu infrastruktury w piętnastu wybranych krajach w Europie. Badania obejmowały swym zasięgiem lata 1970 oraz 1978. W obu przypadkach Polska znalazła się na 10 miejscu spośród 15 poddanych ocenie krajów. Badając związki pomiędzy tempem rozwoju infrastruktury a tempem ogólnego rozwoju społeczno-gospodarczego, M. Ratajczak wykazał również, że w Polsce w porównaniu z innymi krajami europejskimi istnieje wyraźna rozbieżność pomiędzy rozbudową potencjału przemysłowego a tworzeniem infrastruktury, na niekorzyść tej drugiej.

Dwadzieścia lat później podobne badania przeprowadzone zostały przez K. Sobiech [2006]. Zgodnie ze zmodyfikowanym przez autorkę syntetycznym miernikiem poziomu rozwoju infrastruktury, w 1999 r. Polska znalazła się na 14 miejscu w grupie 15 badanych krajów europejskich. Wyniki uzyskane na podstawie przedstawionych powyżej badań dowodzą, że Polskę charakteryzuje

niedostateczny poziom wyposażenia w urządzenia infrastrukturalne na tle krajów europejskich.

Inne podejście do oceny stopnia, w jakim zaspokajany jest w Polsce popyt na usługi infrastrukturalne zaprezentowali A. Gałązka oraz J. Sierak [1998]. Autorzy przyjęli, że termin „luka infrastrukturalna” można zdefiniować jako istniejący stan niedoinwestowania w stosunku do zgłaszanego zapotrzebowania społecznego. Podjęli oni próbę oszacowania potrzeb w zakresie wyposażenia w infrastrukturę komunalną w latach 1992–1995 oraz określenia możliwości finansowych i horyzontu czasowego likwidacji istniejącej w tym obszarze luki. Wyniki dokonanych analiz wskazują na duże zaległości inwestycyjne w sferze infrastruktury komunalnej. Autorzy ustalili, że w skali całego kraju w najkrótszym okresie luka może zostać zlikwidowana w obszarze infrastruktury związanej z oczyszczaniem ścieków – ok. 8 lat. W przypadku gospodarki odpadami stałymi oraz w obszarze dróg lokalnych proces ten może trwać nawet 35–40 lat [Gałązka i Sierak 1998].

Ponadto działania gmin nie ograniczają się jedynie do realizacji inwestycji niezbędnych do wyrównywania niskiego poziomu inwestycji w przeszłości. W swych planach inwestycyjnych gminy muszą również uwzględniać konieczność rozbudowy infrastruktury w związku ze zmianami demograficznymi i rozwojem gospodarczym, a także inwestycje niezbędne do modernizacji istniejących urządzeń komunalnych [Bitner i Cichocki 2008]. Można zatem sądzić, że władze lokalne chętnie będą wykorzystywały możliwości, jakie daje realizacja inwestycji w formule PPP.

Należy również podkreślić, że w Polsce ciężar niwelowania luki infrastrukturalnej spoczywa przede wszystkim na gminach. Jak podają M. Bitner oraz K.S. Cichocki [2008], samorządy gminne są największym inwestorem publicznym. Ich wydatki majątkowe dwukrotnie przekraczają wydatki majątkowe z budżetu państwa.

Wnioski te znajdują potwierdzenie w wynikach przeprowadzonych w 2008 r. badań na temat zakresu, w jakim samorządy polskie podejmują współpracę z sektorem prywatnym w realizacji swych zadań [Kornberger-Sokołowska 2008]. Na podstawie badań ankietowych ustalano, że w opinii administracji publicznej PPP stanowi przede wszystkim źródło pozyskania dodatkowego kapitału (48% udzielonych odpowiedzi) oraz możliwość sfinansowania inwestycji bez konieczności przekraczania limitów swoich zobowiązań (13% – ankietowanych). Respondenci zdecydowanie mniejszą wagę przypisywali pozostałym motywom podejmowania działalności w ramach PPP, a w szczególności możliwościom:

- szybszej realizacji inwestycji – 18%,
- polepszenia jakości usług – 13%,
- podniesienia jakości administracji – 8%.

Biorąc zatem pod uwagę dotychczasowe badania i poglądy formułowane na temat rozwoju infrastruktury oraz szczególnej roli, jaką w tym zakresie odgrywają gminy, warto poddać problem likwidacji luki infrastrukturalnej bardziej szczegółowym analizom. W dalszej części opracowania dokonana zostanie próba odpowiedzi na pytanie, w jakim zakresie sytuacja społeczno-ekonomiczna determinuje gminy do podejmowania decyzji o wykorzystaniu narzędzia, jakim jest PPP.

4. Analiza sytuacji społeczno-ekonomicznej w wybranych gminach województwa małopolskiego

Prezentowane w opracowaniu wyniki są efektem badań, których celem było udzielenie odpowiedzi na pytanie, jakimi cechami wyróżniają się gminy, w których władze lokalne poszukują możliwości współpracy z sektorem prywatnym w ramach PPP. Na potrzeby opracowania przyjęto, że realizację projektów infrastrukturalnych w gminach warunkują następujące czynniki:

- dostępność urządzeń infrastruktury niezbędnych do realizacji powierzonych gminom zadań,
- wielkości zasobów finansowych znajdujących się w dyspozycji gmin,
- możliwości sfinansowania inwestycji bez przekraczania limitów zobowiązań.

Takie przedstawienie problemu pozwala zaproponować zbiór wskaźników, dzięki którym możliwe będzie dokonanie charakterystyki wybranych gmin. Do oceny stopnia wyposażenia gmin w urządzenia infrastruktury wykorzystano syntetyczny miernik poziomu rozwoju infrastruktury (INF). Do budowy wskaźnika wybrano następujące zmienne diagnostyczne:

- ilość wody dostarczonej mieszkańcom ($m^3/os./rok$),
- ilość ścieków odprowadzonych kanalizacją miejską ($m^3/os./rok$),
- udział ścieków oczyszczonych w ściekach komunalnych odprowadzanych siecią kanalizacyjną ogółem (%),
- liczba pomieszczeń szkolnych na 100 uczniów (pomieszczenia/100 uczniów),
- liczba dzieci w przedszkolach na 1000 mieszkańców (dzieci/1000 os.).

Przyjęto, że dla pełnego określenia potrzeb gmin w sferze infrastruktury należy zbadać również czy w danej gminie rozwój infrastruktury następuje równoległe z rozwojem gospodarczym. Jak podaje Z. Dziembowski [1985], infrastruktura stwarza podstawę funkcjonowania zakładów i instytucji zaliczanych do bezpośrednio produkcyjnych działów gospodarki narodowej. Zapewnia jednocześnie odpowiednie warunki życia ludności, a tym samym służy potrzebom gospodarki mieszkaniowej. Obie te funkcje mają związek z rozwojem gospodarczym.

Dlatego też przyjęto, że stopień rozwoju gospodarczego gminy charakteryzują następujące zmienne:

- (ZM) zasoby mieszkaniowe (mieszkania/1000 os.),
- (PR) liczba podmiotów prywatnych prowadzących działalność gospodarczą na terenie gminy (podmioty prywatne/1000 os.).

W efekcie przyjęto, że poziom rozwoju infrastruktury na terenie gminy określają następujące wskaźniki:

- (INF) syntetyczny miernik poziomu rozwoju infrastruktury,
- (TINF – TZM) różnica pomiędzy tempem rozwoju infrastruktury a tempem zmian zasobów mieszkaniowych,
- (TINF – TPR) różnica pomiędzy tempem rozwoju infrastruktury a tempem zmian liczby podmiotów prywatnych.

Powyższe dane zebrane zostały dla dwóch okresów: 2000 r. i 2009 r. Dobór zmiennych wiąże się przede wszystkim z dostępnością informacji znajdujących się na stronie internetowej GUS. Z tego też powodu w konstrukcji syntetycznego miernika rozwoju infrastruktury nie uwzględniono danych na temat sieci transportowej.

Następnie przystąpiono do budowy zagregowanego wskaźnika rozwoju infrastruktury¹. W tym celu uzyskane dane przekształcono do postaci niemianowanej za pomocą formuły:

$$x'_{ij} = \frac{x_{ij}}{S(x_j)}$$

Za pomocą powyższego wzoru dokonano również normalizacji zmiennych charakteryzujących rozwój gospodarczy.

Do określenia stopnia, w jakim gminy mogą realizować projekty inwestycyjne we własnym zakresie, wybrano następujące zmienne diagnostyczne:

- (SI UE) środki z budżetu UE na inwestycje (tys. zł/os.),
- (DO) dochody ogółem (tys. zł/os.),
- (WI%) wydatki inwestycyjne jak % wydatków ogółem (%),
- (WI) wydatki inwestycyjne (tys. zł/os.),

Obliczenia oparte zostały na danych za 2009 r. Wyjątek stanowią dane dotyczące wielkości środków na inwestycje pozyskanych z budżetu UE. Wskaźnik ten zawiera zestawienie środków unijnych, jakie gminom udało się pozyskać łącznie w latach 2006–2009.

¹ Bazując na wynikach badań A. Krakowiak-Bal [2005], wykorzystano w tym celu bezwzorcowy miernik syntetyczny M. Cieślak, gdzie x'_{ij} jest unormowaną wartością cechy wyznaczoną jako iloraz wartości cechy (x_{ij}) i jej przeciętnego zróżnicowania $S(x_j)$.

Tabela 1. Zestawienie wybranych wskaźników w badanych gminach

Gmina	INF	ZM	PR	Tempo 2009/2000			Relacje – tempo		ŚI UE	DO	WI %	WI	WZI
	2009	2009	2009	TINF	TZM	TPR	TINF-TZM	TINF-TPR	2006-2009	2009	2009	2009	2009
Gminy z PPP													
Biskupice (2)	7,09	6,80	2,47	0,10	0,04	0,43	0,07	-0,33	0,26	2,30	39,4	1,23	16,0
Niepolomice (3)	18,61	7,67	3,25	0,26	0,10	0,41	0,16	-0,15	1,86	3,90	20,8	0,50	36,7
Nowy Targ (1)	13,50	7,74	4,52	-0,05	-0,05	0,09	0,01	-0,13	0,01	2,10	20,9	0,52	30,5
Skrzyszów (2)	12,30	6,47	1,90	0,36	0,11	0,23	0,25	0,13	0,04	2,36	30,9	0,82	45,8
Sucha Beskidzka (1)	12,94	8,15	4,56	0,23	0,04	0,23	0,20	0,01	0,26	2,04	35,7	1,06	5,6
Zabierzów (2)	16,31	7,84	3,38	0,33	0,08	0,36	0,24	-0,04	0,19	2,57	16,6	0,35	50,2
Alwernia (3)	13,82	7,83	2,60	0,27	0,04	0,28	0,24	-0,01	0,05	1,95	10,3	0,23	33,8
Babice (2)	12,52	7,10	2,53	0,37	-0,01	0,28	0,38	0,08	0,00	2,00	13,0	0,31	19,9
Bochnia (1)	16,76	8,42	3,61	0,18	0,03	0,01	0,15	0,17	0,05	2,54	20,0	0,50	25,6
Bochnia (2)	14,62	6,95	2,04	0,16	0,10	0,42	0,06	-0,26	0,04	2,23	42,3	2,13	12,7
Bolesław (2)	13,75	8,32	2,40	0,40	0,02	0,05	0,39	0,36	0,09	2,74	16,3	0,47	13,2
Charsznica (2)	12,54	8,06	1,65	0,03	-0,07	0,14	0,09	-0,11	0,22	2,07	25,4	0,72	13,3
Chelmiec (2)	8,69	5,46	2,11	0,19	0,12	0,44	0,07	-0,25	0,00	2,82	28,7	0,78	18,3
Dąbrowa Tarnowska (3)	14,23	6,62	2,14	0,18	0,01	0,13	0,17	0,05	0,12	2,30	30,2	0,75	11,3
Dębno (2)	14,72	6,34	1,65	0,29	-0,04	0,16	0,33	0,13	0,03	2,16	36,9	1,13	0,0
Igołomia-Wawrzyszyc (2)	10,67	6,56	1,96	0,06	-0,08	0,35	0,13	-0,29	0,17	2,46	35,9	1,21	30,1
Katowia Zembrzydska (3)	12,47	7,10	4,61	0,27	0,00	-0,08	0,27	0,35	0,05	2,21	15,9	0,35	43,0
Kościełisko (2)	11,22	7,90	3,62	0,12	0,12	0,39	-0,01	-0,27	0,23	2,86	14,7	0,34	9,4
Lanckorona (2)	9,20	7,29	2,81	0,00	0,02	0,17	-0,02	-0,17	0,18	2,32	16,5	0,51	1,4
Lisia Góra (2)	14,80	6,06	1,53	0,27	-0,00	0,22	0,27	0,05	0,14	2,32	16,4	0,48	9,9
Łukowica (2)	10,09	5,87	1,56	0,08	-0,02	0,44	0,09	-0,36	0,09	2,83	41,3	1,27	11,6
Maków Podhalanski (3)	11,20	7,24	3,85	0,53	0,05	0,17	0,48	0,36	0,02	2,10	20,6	0,45	0,4
Michałowice (2)	11,90	7,84	3,12	0,08	0,13	0,59	-0,04	-0,51	0,09	2,42	9,3	0,20	4,8
Nawojowa (2)	9,42	5,08	1,63	0,62	-0,06	0,34	0,67	0,27	0,13	2,67	8,0	0,17	6,9
Olesno (2)	14,86	5,96	1,31	0,24	-0,07	0,17	0,31	0,07	0,37	2,36	14,9	0,37	53,3
Oświęcim (1)	17,26	9,58	3,49	0,19	0,01	0,28	0,18	-0,09	0,14	2,89	25,7	0,61	26,8
Raba Wyżna (2)	12,47	5,82	1,76	0,39	-0,01	0,28	0,40	0,12	0,06	2,68	17,8	0,40	25,2
Siepraw (2)	12,57	7,07	3,54	0,42	0,15	0,11	0,27	0,31	0,10	2,42	28,4	0,70	7,8
Staboszów (2)	4,83	8,40	1,54	-0,27	-0,00	0,24	-0,27	-0,51	0,17	2,21	17,6	0,41	37,3
Wadowice (3)	13,85	7,40	3,94	0,19	0,03	0,14	0,16	0,05	0,02	2,15	24,1	0,60	16,0
Zator (3)	15,06	7,06	2,32	0,18	-0,05	0,28	0,23	-0,10	0,30	2,49	21,6	0,55	36,7
Gminy bez PPP													

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS za lata 2000–2009; www.stat.gov.pl/bdl/ (dostęp: 1.02.2010).

Możliwość sfinansowania inwestycji bez przekraczania limitów zobowiązań została scharakteryzowana jedną zmienną diagnostyczną: (WZ1) udział zobowiązań ogółem w dochodach ogółem (%).

Analizie poddano 31 gmin położonych w województwie małopolskim. W grupie tej znajdują się wszystkie gminy z województwa małopolskiego, które w latach 2009–2011 podjęły inicjatywy PPP – łącznie 6 gmin. Pozostałe gminy (25 gmin) stanowią losowo wybraną próbę kontrolną. W badaniach nie uwzględniono miast na prawach powiatu.

Wyniki dokonanych przekształceń ujęto w tabelach 1 oraz 2. Przedstawione w tabelach dane obrazują stan wyposażenia w urządzenia infrastrukturalne oraz charakteryzują kondycję finansową wybranych gmin. Dane te pozwalają wstępnie na sformułowanie następujących wniosków:

- gminy, które podjęły inicjatywy PPP, posiadają większy potencjał infrastrukturalny, jednak zmiany zachodzące w obszarze infrastruktury następują wolniej w porównaniu z przemianami zachodzącymi w gminach, które nie zgłosiły chęci wykorzystania PPP,
- gminy, które podjęły inicjatywy PPP w badanym okresie, charakteryzowały się większym potencjałem finansowym, który przekładał się na większe wydatki przeznaczane na inwestycje,
- gminy, które nie podjęły inicjatyw PPP, mają korzystniejszy wskaźnik zadłużenia.

Do zweryfikowania poprawności przyjętych wniosków posłużono się techniką testowania hipotez. Zastosowana technika odnosi się do oceny różnic pomiędzy średnimi dla wybranych wskaźników. W procesie testowania hipotez dla każdego z opisanych wskaźników uwzględniano hipotezę zerową oraz hipotezę alternatywną:

$$H_0 : \mu_1 = \mu_2,$$

$$H_1 : \mu_1 \neq \mu_2,$$

gdzie:

μ_1 – średnia dla gmin, które podjęły inicjatywy PPP,

μ_2 – średnia dla gmin, które nie podjęły inicjatywy PPP.

Testowaniu poddawana była hipoteza zerowa, według której średnie dwóch populacji są identyczne, natomiast według hipotezy alternatywnej średnia w grupie gmin, które podjęły inicjatywy PPP, różni się od średniej w grupie pozostałych gmin. Założono, że jeżeli otrzymana wartość testu t jest większa od 2,045, to należy odrzucić hipotezę zerową i przyjąć, że różnice pomiędzy średnimi są istotne statystycznie. Zestawienie otrzymanych wyników zawiera tabela 3.

Wyniki przeprowadzonego testu wskazują, że w sześciu przypadkach różnice pomiędzy przedstawionymi wskaźnikami nie są statystycznie istotne. Na

Tabela 2. Zestawienie wybranych wskaźników w badanych gminach – uzupełnienie tabeli 1

Wskaźnik	Rok	Średnia i odchylenie standardowe					
		Gminy razem		Gminy z PPP		Grupa kontrolna	
		\bar{X}_{31}	S_{31}	\bar{X}_6	S_6	\bar{X}_{25}	S_{25}
Syntetyczny miernik poziomu rozwoju infrastruktury	2000	10,53	2,40	11,19	3,17	10,37	2,23
	2009	12,72	2,96	13,46	3,92	12,54	2,76
Zasoby mieszkaniowe	2000	7,01	1,00	7,10	0,86	6,99	1,05
	2009	7,16	1,00	7,45	0,66	7,09	1,07
Podmioty prywatne	2000	2,21	1,00	2,65	1,06	2,11	0,98
	2009	2,69	1,00	3,35	1,07	2,53	0,94
Tempo zmian	2009/2000	0,22	0,18	0,21	0,15	0,22	0,18
	2009/2000	0,02	0,06	0,05	0,06	0,02	0,07
	2009/2000	0,25	0,15	0,29	0,13	0,24	0,15
Relacje	2009/2000	0,19	0,18	0,05	0,10	0,20	0,19
	2009/2000	-0,03	0,24	-0,08	0,16	-0,02	0,26
Środki z budżetu UE na inwestycje	2006–2009	0,18	0,33	0,44	0,70	0,11	0,09
Dochody ogółem	2009	2,43	0,38	2,55	0,69	2,41	0,28
Wydatki inwestycyjne	2009	0,65	0,41	0,75	0,35	0,62	0,43
	2009	23,09	9,65	27,40	9,23	22,06	9,64
Wskaźnik zadłużenia	2009	21,81	15,80	38,76	21,97	18,88	15,28

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS za lata 2000–2009; www.stat.gov.pl/bdl/ (dostęp: 1.02.2010).

podstawie przeprowadzonego testu potwierdzono jedynie występowanie związku pomiędzy zaangażowaniem się gmin w PPP a wielkością środków na inwestycje pozyskanych z UE, a także pomiędzy zaangażowaniem się w PPP a poziomem zadłużenia.

Tabela 3. Wyniki testu istotności różnic pomiędzy średnimi

Wskaźnik	Błąd standardowy σ	Wartość testu t
INF	1,418	0,647
TINF–TZM	0,08	0,56
TINF–TPR	0,11	0,54
SI z UE	0,151	2,151
DO/os.	0,186	0,741
WI (%)	4,496	1,187
WI/os.	0,195	0,638
WZ1	0,079	2,519
Wartość testu t odczytana z tablic, test dwustronny, $\alpha = 0,05$, $df = 29$; $t(tab) = 2,045$		

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS za lata 2000–2009.

Dla dwóch powyżej opisanych wskaźników obliczony został również współczynnik korelacji Pearsona. Dla grupy 31 gmin współczynnik korelacji wynosi 0,453. Dla 6 gmin, które podjęły inicjatywy PPP, współczynnik korelacji przyjmuje wartość 0,894.

Otrzymane wyniki wskazują również, że w grupie gmin, które podjęły inicjatywy PPP, istnieje silny związek pomiędzy wielkością środków na inwestycje pozyskanych z Unii Europejskiej a poziomem zadłużenia.

5. Podsumowanie

W opracowaniu nie udało się jednoznacznie rozstrzygnąć problemu oddziaływania luki infrastrukturalnej na decyzje dotyczące wykorzystania formuły PPP w realizacji projektów infrastrukturalnych w gminach. Można uznać, że przedstawione dane nie są wystarczające, by móc jednoznacznie wskazać, jaki jest kierunek zależności pomiędzy poziomem rozwoju infrastruktury a skłonnością gmin do podejmowania inicjatyw PPP. Pomiar poziomu wyposażenia w urządzenia infrastrukturalne dokonany został za pomocą metody, która obrazuje jedynie zróżnicowanie przestrzenne zagospodarowania infrastrukturalnego, nie wyjaśniając jednak, jakie są realne potrzeby w sferze infrastruktury w badanych gminach. Pewnym ograniczeniem przyjętego modelu jest też wielkość prób przy-

jętych do szacunków. Pojawia się zatem konieczność przeprowadzenia dalszych, bardziej szczegółowych badań na próbie gmin powiększonej o pozostałe gminy spoza województwa małopolskiego, które od 2009 r. ujawniły chęć współpracy w ramach PPP.

Otrzymane wyniki potwierdziły jednak, że gminy doświadczają negatywnego zjawiska rosnącego długu publicznego. Zjawisko to zagraża procesom inwestycyjnym w gminach, ponieważ wysoki poziom zadłużenia skutkuje pogorszeniem się zdolności kredytowej gmin i blokuje dostęp do kolejnych kredytów inwestycyjnych. Opracowany model potwierdza, że wraz z rosnącym poziomem zadłużenia wrasta również skłonność gmin do poszukiwania rozwiązań, dzięki którym możliwe jest realizowanie zamierzeń inwestycyjnych bez przekraczania ustalonych przepisami limitów zobowiązań. Badania dowodzą, że w opinii władz lokalnych odpowiednie przygotowanie projektu w formule PPP umożliwia osiągnięcie tego celu.

Literatura

- Bitner M., Cichocki K.S. [2008], *Efektywność zarządzania długiem w samorządach*, Raport przygotowany w Ramach programu Ernst&Young Sprawne Państwo, Warszawa.
- Csernok A., Erlich E., Szilagyi G. [1972], *A Hundred Year of Infrastructural Development. An International Comparison*, Acta Oeconomica, vol. 9/1.
- Delmon J. [2011], *Public-Private Partnership Projects in Infrastructure. An Essential Guide for Policy Makers*, The World Bank.
- Dziembowski Z. [1985], *Infrastruktura jako kategoria ekonomiczna*, „*Ekonomista*”, nr 4–5.
- Gałązka A., Sierak J. [1985], *Gospodarka budżetowa a potrzeby inwestycyjne gmin*, Agencja rozwoju Komunalnego, Warszawa.
- Grimsey D., Lewis K.M. [2004], *Public Private Partnerships. The Worldwide Revolution in Infrastructure Provision and Project Finance*, Edward Elgar, Cheltenham–Northampton.
- Krakowiak-Bal A. [2005], *Wykorzystanie wybranych miar syntetycznych do budowy miary rozwoju infrastruktury technicznej*, Infrastruktura i Ekologia Terenów Wiejskich nr 3, PAN, Oddział w Krakowie.
- Moszoro M. [2010], *Partnerstwo publiczno-prywatne w sferze użyteczności publicznej*, Oficyna Wolters Kluwer, Warszawa.
- Ratajczak M. [1980], *Typy rozwoju infrastruktury w państwach rozwiniętych gospodarczo*, Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, nr 82, Poznań.
- Ratajczak M. [1986], *Syntetyczna miara poziomu rozwoju infrastruktury*, Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, nr 126, Poznań.
- Savas E.S. [2000], *Privatization and Public – Private Partnerships*, Seven Bridges Press LCC, New York.

Streszczenie

Celem artykułu jest ustalenie motywów, jakimi kierują się władze lokalne, planując współpracę w ramach partnerstwa publiczno-prywatnego (PPP). Założono, że realizację projektów inwestycyjnych w gminach warunkują charakterystyki, które można zagregować w trzech obszarach, takich jak: dostępność urządzeń infrastruktury niezbędnych do realizacji zadania, wielkość zasobów finansowych znajdujących się w dyspozycji gmin, możliwość sfinansowania inwestycji bez przekraczania limitów zobowiązań.

Zastosowanie metody analizy taksonomicznej pozwala na wyrażenie w sposób ilościowy badanego zjawiska. W opracowaniu nie udało się jednoznacznie rozstrzygnąć problemu oddziaływania luki infrastrukturalnej na decyzje dotyczące wykorzystania formuły PPP. Otrzymane wyniki potwierdziły jednak, że gminy doświadczają negatywnego zjawiska rosnącego długu publicznego, co zagraża procesom inwestycyjnym. Badania dowodzą, że PPP postrzegane jest przez gminy jako remedium na problemy związane z pozyskaniem funduszy na inwestycje.

Słowa kluczowe: partnerstwo publiczno-prywatne, luka infrastrukturalna, poziom zadłużenia gmin, inwestycje.

The Premises of Public-Private Partnership (PPP) – A Comparative Analysis Based on Selected Municipalities in Małopolska

The aim of this paper is to determine the motives to implement public-private partnership (PPP) in municipalities. It was assumed that the implementation of such projects is determined by characteristics that can be aggregated into three areas: the availability of infrastructure, the size of the financial resources at the disposal of municipalities, and the ability to finance an investment project without exceeding the limits of liability.

A quantitative study of these relations was done using taxonomic analysis. The study failed to clearly resolve the impact of having an infrastructure gap on PPP decisions. The results have confirmed, however, that municipalities are suffering from rising public debt, which threatens the investment process. Research shows that PPP is perceived by the communities under consideration as a remedy to the problems associated with obtaining investment financing.

Keywords: public-private partnership, infrastructure gap, the level of debt in municipalities, investments.

Joanna Wyrobek

Katedra Finansów Przedsiębiorstw
Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Wpływ eksportowania na strukturę kapitałową przedsiębiorstw w świetle badań empirycznych

1. Wprowadzenie

Internacjonalizacja stanowi istotny element rozwoju przedsiębiorstwa, gdyż oznacza wejście podmiotu na rynki międzynarodowe, co wymusza i poprawia: produktywność przedsiębiorstwa, jego konkurencyjność, tempo wzrostu sprzedaży, jakość produktów, a także wielkość inwestycji oraz rentowność. Wydaje się jednak, że o ile istnieje dużo dowodów empirycznych na występowanie wspomnianych powyżej zależności, to istnieje luka badawcza w zakresie badań nad samym eksportowaniem, a szczególnie nad negatywnymi skutkami eksportowania. Celem opracowania jest uzupełnienie tej luki, w szczególności zweryfikowanie hipotezy, że eksporterzy posiadają wyższy poziom ogólnego zadłużenia od nieeksporterów.

2. Przegląd wcześniejszych badań

Zagadnienie wpływu eksportu na strukturę kapitałową nie znalazło jak dotąd jednoznacznych rozstrzygnięć w (mało licznych) badaniach empirycznych. W niektórych opracowaniach wskazuje się, że eksport obniża poziom zadłużenia, inne sugerują odwrotną zależność (czyli że eksport jest związany z wyższym

poziomem zadłużenia). Dość dobrym kryterium podziału tych badań jest podział na publikacje z lat 80., 90. oraz po 2000 r. (wcześniejsze publikacje tzn. sprzed lat 80. nie były zgodne: część sugerowała wyższe, a część niższe zadłużenie).

Wyniki sprzed lat 80. XX w. badań empirycznych nad wpływem eksportu na strukturę kapitałową przedsiębiorstw

Wczesne prace badawcze (z lat 80. i 90. XX w.) sugerują, że przedsiębiorstwa prowadzące sprzedaż zagraniczną posiadają niższy poziom zadłużenia od firm działających wyłącznie na rynku krajowym. Jest przy tym podawane wiele powodów takiego stanu rzeczy. Jednym z często cytowanych powodów jest zwiększenie liczby dostępnych możliwości rozwojowych w przypadku wejścia na rynki zagraniczne (dostępnych projektów inwestycyjnych).

Dodatkowe możliwości rozwojowe (inwestycyjne) uzyskane dzięki powiększeniu rynku (jaki są efektem eksportowania i szerzej, internacjonalizacji) w opinii W.S. Kima i E.O. Lyna [1986] (badania oparte na przedsiębiorstwach amerykańskich) prowadzą do większego niedoinwestowania¹ w takich przedsiębiorstwach, co prowadzi (w efekcie niezadowolenia kredytodawców i wzrostu ryzyka działalności podmiotu, czyli niepewności jego przepływów pieniężnych) do zwiększenia finansowania kapitałem własnym i, w efekcie, wzrostu udziału kapitału własnego przy spadku zadłużenia. Oprócz argumentów opartych na klasycznej teorii struktury kapitałowej, argumenty za niższym zadłużeniem eksporterów można znaleźć także w szkole konfliktów agencyjnych.

W opinii badaczy należących do nurtu kosztów agencyjnych, szybki rozwój i ryzyko związane z wkraczaniem na nowe, nieznanne rynki rodzi lub zaostrza wiele konfliktów agencyjnych; oprócz konfliktu pomiędzy udziałowcami i kredytodawcami spory mogą zaostrzać się także pomiędzy pracownikami a zarządem (ponieważ często produkcja proeksportowa jest lepiej wynagradzana niż krajowa), konflikty mogą nasilić się także pomiędzy zarządem a dostawcami czy klientami

¹ Problem niedoinwestowania wynika z niechęci przedsiębiorstw do inwestowania w nowe projekty o stosunkowo niskim ryzyku i dodatniej, ale nie bardzo wysokiej wartości bieżącej. Niechęć do realizowania takich projektów wynika z niechęci do takich projektów udziałowców. Niechęć udziałowców zaś wynika stąd, że projekty tego typu nie oferują szansy na ponadnormalny dochód (ponad średnią rentowność projektów na rynku), który by wzbogacił udziałowców. Projekty o niskim ryzyku oferują natomiast stabilny strumień dochodów i względne bezpieczeństwo tych dochodów, co działa na korzyść kredytodawców. Jeżeli firma zrealizowałaby dużo projektów o niskim ryzyku, to doszłoby do transferu wartości od udziałowców do kredytodawców. Dlatego udziałowcy są takim projektem niechętni i w efekcie, przedsiębiorstwa często takich projektów nie realizują. Projekty te posiadają jednakże dodatnią wartość bieżącą netto i gdyby zostały zrealizowane zwiększyłyby wartość firmy jako całości. Dlatego ich odrzucanie obniża wartość firmy w stosunku do potencjalnej wartości, jaka mogłaby zostać uzyskana i nosi nazwę problemu niedoinwestowania. Niezadowoleni z realizowania jedynie ryzykownych projektów kredytodawcy nie chcą ich finansować.

krajowymi (ponieważ zarząd ma mniej czasu, aby się nimi zajmować). Powoduje to nie tylko niechęć do finansowania długiem przedsiębiorstwa, ale także wzrost kosztu długu, które to czynniki przyczyniają się do wzrostu udziału finansowania kapitałem własnym.

Teorię tę starali się udowodnić K.C. Lee i C.C.Y. Kwok [1988] (porównania międzynarodowe dla 51 krajów), którzy po wprowadzeniu do modelu dodatkowych zmiennych kontrolnych: wielkości przedsiębiorstwa i branży przemysłu, potwierdzili, że w przedsiębiorstwach prowadzących sprzedaż zagraniczną występuje niższy poziom zadłużenia niż w firmach krajowych, a to z powodu konfliktów generujących wysokie koszty agencyjne.

Wysoki poziom kosztów agencyjnych długu i kosztów bankructwa u firm prowadzących sprzedaż zagraniczną wykazali także C.J.P. Chen i współautorzy [1997] (firmy amerykańskie z obrotem powyżej 10 mln USD) oraz J. Doukas i C. Pantzalis [2003] (firmy amerykańskie), a także badania przeprowadzone dla firm europejskich, japońskich i amerykańskich (USA) przeprowadzone przez następujących badaczy: C.J.P. Chena i współautorów [1997], K.C. Lee i C.C.Y. Kwoka [1988], A. Michela i I. Shakeda [1986], A.C. Shapiro [1978]².

Kolejnym argumentem za wzrostem udziału kapitału własnego w firmach eksportujących w stosunku do krajowych jest wysokość posiadanych przez jednostkę wartości niematerialnych i prawnych. Aktywa z tej grupy nie są lubiane przez kredytodawców, gdyż w przypadku upadłości dłużnika nie ma zbyt wielu szans na odzyskanie z nich pieniędzy (zwykle aktywów z tej grupy nie można ani leasingować, ani sprzedać, ani w żaden sposób spieniężyć). Ponadto wartości niematerialne i prawne mogą być kreowane w nieco sztuczny sposób w drodze przejęć innych przedsiębiorstw (przejęcia zwykle są realizowane w okresie hossy giełdowej, gdy ceny rynkowe przedsiębiorstw są wysokie. Po zakończeniu hossy jednostka dokonująca przejęcia zwykle nie jest już w stanie sprzedać przejętego podmiotu za tak wysoką cenę za jaką go nabyła). W firmach eksportujących z racji ich większej wielkości i szybkiego rozwoju (oraz realizowania wielu projektów inwestycyjnych) wartości niematerialnych i prawnych jest więcej niż w firmach krajowych i to może to zniechęcać kredytodawców i podnosić koszt długu. To może prowadzić do wzrostu finansowania kapitałem własnym. Zależność tę udowodniał W.J. Ethier [1996] (firmy amerykańskie).

Następnego argumentu za wzrostem finansowania kapitałem własnym u eksporterów, dostarcza teoria wolnych przepływów pieniężnych. Zgodnie z tą

² Należy jednak zauważyć, że jeszcze wcześniejsze chronologicznie badania, oparte na rozwijaniu teorii klasycznej struktury kapitałowej, twierdziły że koszt długu w firmie prowadzącej sprzedaż zagraniczną będzie niższy; miało to wynikać ze stabilizacji przepływów pieniężnych uzyskanych dzięki dywersyfikacji geograficznej i niedoskonałej synchronizacji rynków, wskazywały na to badania A. Rugmana [1976], H. Levygo i M. Sarnata [1970] czy D. Lessarda [1973].

teorią firmy korzystają z dużej ilości długu w sytuacji, gdy pojawiają się wysokie koszty agencyjne (konflikty pomiędzy najważniejszymi grupami interesu w firmie). Konflikty te pojawiają się wtedy, gdy firma jest dojrzała i ma małe możliwości rozwojowe. Wtedy kwestia podziału wolnych przepływów pieniężnych jest bardziej dyskutowana niż wtedy, gdy przed firmą otwiera się wiele atrakcyjnych możliwości inwestycyjnych. Zdaniem zwolenników teorii wolnych przepływów pieniężnych, w przypadku eksporterów sytuacja jest odwrotna – firmy te rozwijają się szybko, mają wiele atrakcyjnych możliwości inwestycyjnych, stąd spory na temat podziału wolnych przepływów pieniężnych są mniejsze – występuje silna motywacja, aby pozostały one w firmie i były reinwestowane. Skoro zaś nie ma silnych konfliktów agencyjnych na tym tle, firma nie ma bodźców, żeby zwiększać zadłużenie i będzie preferować finansowanie kapitałem własnym. Zależność tę potwierdziły to wyniki T.A. Burgmana [1996] (spółki amerykańskie notowane na NYSE) oraz A.M. Fatemi [1988] (firmy amerykańskie).

Niezależnie jednak od wnioskowania o niższym zadłużeniu firm międzynarodowych część z badaczy twierdziła, że zachodzi dodatnia zależność pomiędzy stopniem umiędzynarodowienia przedsiębiorstwa a jego poziomem zadłużenia [Chen *et al.* 1997, Chkir i Cosset 2001]. Porównując zatem ze sobą tylko przedsiębiorstwa prowadzące sprzedaż zagraniczną, im wyższy odsetek operacji poza granicami kraju ojczystego jednostki, tym wyższego zadłużenia należy się spodziewać.

W grupie starszych badań na uwagę zasługują także badania C.C.Y. Kwoka i D.M. Reeba [2000] (32 kraje, w tym 12 rynków wschodzących). Badacze sformułowali hipotezę, którą nazwali *upstream downstream* z której wynika, że zależność pomiędzy eksportowaniem a strukturą kapitału zależy od relacji pomiędzy trzema rodzajami ryzyka: ryzykiem ogólnym działalności danego przedsiębiorstwa, ryzykiem działalności w kraju pochodzenia przedsiębiorstwa oraz ryzykiem krajów, do których firma wysłała swoje towary³.

Jeżeli ryzyko na rynku krajowym jest wyższe niż na rynkach zagranicznych, to eksportowanie podniesie poziom zadłużenia. Jeżeli ryzyko na rynku krajowym jest niższe od rynków zagranicznych to zadłużenie spadnie. Wyniki C.C.Y. Kwoka i D.M. Reeba potwierdziły ujemną zależność pomiędzy eksportowaniem i zadłużeniem dla firm amerykańskich (odróżnieniu od wyników badań: [Chen *et al.* 1997, Chkir i Cosset 2001]), ale wskazały także, że szczególnie dla firm pochodzących z rynków rozwijających się, im większe zaangażowanie firmy w sprzedaż zagraniczną, tym wyższe będzie jej zadłużenie. Wyniki C.C.Y. Kwoka i D.M. Reeba [2002] potwierdzili także P.Y. Low i K.H. Chen [2004] (30 krajów),

³ O zarządzaniu ryzykiem w działalności przedsiębiorstwa pisze [Strupczewski 2008].

ale potwierdzili oni jedynie zależność dla przedsiębiorstw amerykańskich, dla pozostałych badanych krajów zależności nie znaleziono.

Podsumowując wnioski ze starszych badań, eksporterzy posiadali niższy poziom zadłużenia od firm krajowych. W niektórych pracach sugerowano, że różnice występują tylko dla firm amerykańskich a dla reszty świata struktura kapitałowa nie zależała od faktu prowadzenia sprzedaży zagranicznej. Dla firm amerykańskich obserwowano także dodatnią zależność pomiędzy wzrostem sprzedaży zagranicznej a poziomem zadłużenia.

Wyniki nowszych badań empirycznych nad wpływem eksportowania na strukturę kapitałową przedsiębiorstw

W odróżnieniu od starszej grupy opracowań, w nowszych pracach można doszukać się wniosków odwrotnych, a mianowicie, że eksporterzy posiadają wyższy poziom zadłużenia od firm krajowych.

Przykładem mogą być opracowania S.A. Mansi i D.M. Reeba [2002] (firmy amerykańskie) oraz D.M. Reeba, S.A. Mansi i J.M. Allee [2001] (firmy amerykańskie), w których firmy prowadzące sprzedaż zagraniczną posiadają wyższe zadłużenie od firm krajowych, a koszt finansowania ich długu jest niższy niż u nieeksporterów. W opinii D.M. Reeba, S.A. Mansiego i J.M. Alle'a [2001] (firmy amerykańskie) aktywność międzynarodowa oddziałuje dwójako na przepływy pieniężne przedsiębiorstwa. Z jednej strony, eksportowanie sprzyja obniżaniu ryzyka dzięki dywersyfikacji geograficznej, która obniża koszt długu. Z drugiej jednak strony, eksportowanie sprzyja ryzyku walutowemu (dywersyfikować można jedynie część walutowego ryzyka transakcyjnego), gdyż rośnie ryzyko inwestycji w kapitał własny. Im większy jest zatem udział sprzedaży zagranicznej w całości sprzedaży jednostki, tym wyższa jest dywersyfikacja i niższy koszt długu, ale jednocześnie przez dźwignię finansową i ryzyko kursowe rośnie koszt kapitału własnego.

Dla firm niepochodzących z USA wyższe zadłużenie eksporterów potwierdzili dla firm francuskich M. Singh i A. Nejadmalayeri [2004] (firmy francuskie).

Wyższego zadłużenia u eksporterów spodziewali się także S. Kedia i A. Mozumdar [2002] (wielkie firmy amerykańskie), a to z uwagi na hedging, jaki mogą stosować takie przedsiębiorstwa, aby zabezpieczyć się przed ryzykiem walutowym i politycznym. Jedną z form zabezpieczenia przed tym ryzykiem jest zaciągnięcie na rynkach lokalnych (eksportowych) długu.

Wyższe zadłużenie firm eksportujących potwierdzają także niektóre starsze prace, między innymi S.L. Hestona i K.G. Rouwenhorsta [1994] (zwrot na indeksach 12 krajów europejskich) i T. Agmona i D.R. Lessarda [1977] (spółki amerykańskie notowane na NYSE). W pracach udowodniano, że doubezpieczenie

dzięki międzynarodowej dywersyfikacji działalności firm obniża oczekiwany koszt bankructwa, co z kolei pozwala zwiększyć poziom zadłużenia.

Nowe badania oprócz potwierdzenia wyższego zadłużenia eksporterów zaprzeczyły także dodatniej zależności pomiędzy udziałem sprzedaży zagranicznej a zadłużeniem. Hipotezie wzrostu zadłużenia wraz z udziałem sprzedaży międzynarodowej zaprzeczyli M. Singh, W.N. Dawidson i J. Suchard [2003] (duże firmy amerykańskie – obrót powyżej 100 mln USD) twierdząc, że poziom zadłużenia rośnie wraz z wielkością asortymentu, a nie z internacjonalizacją, i że firmy eksportujące, kontrolując wielkość asortymentu, mają niższe zadłużenie od firm krajowych.

Istnieją w końcu opracowania zaprzeczające możliwości jednoznacznego ustalenia czy u eksporterów wystąpi wyższe czy niższe zadłużenie. Na przykład N. Toy i współautorzy [1974] twierdzili, że o strukturze finansowania decydują ostatecznie zarządy firm oparte na lokalnych warunkach, w jakich działała dana jednostka.

3. Prezentacja wyników badań

3.1. Przedstawienie metody badawczej

W celu zweryfikowania hipotezy różnic w poziomie zadłużenia pomiędzy eksporterami i nieeksporterami wykorzystano test Cochran'a-Coxa. Test Cochran'a-Coxa to modyfikacja testu *t*-Studenta pozwalająca na odrzucenie założenia o homogeniczności wariancji dla dwóch populacji. Hipoteza zerowa tego testu zakłada, że nie ma różnic pomiędzy średnią jednej populacji a średnią drugiej populacji, czyli że $\mu_1 = \mu_2$. Hipoteza alternatywna zakłada, że występuje różnica pomiędzy średnią wartością dla jednej populacji i dla drugiej populacji, czyli, że $\mu_1 \neq \mu_2$.

Liczbę stopni swobody dla testu Cochran'a-Coxa oblicza się za pomocą następującej formuły:

$$df = \frac{\left(\frac{s_1^2}{n_1 - 1} + \frac{s_2^2}{n_2 - 1} \right)^2}{\left(\frac{s_1^2}{n_1 - 1} \right)^2 \left(\frac{1}{n_1 + 1} \right) + \left(\frac{s_2^2}{n_2 - 1} \right)^2 \left(\frac{1}{n_2 + 1} \right)} - 2.$$

Z uwagi na postawienie nierówności w hipotezie alternatywnej obszar będzie dwustronny i dla takiego obszaru należy ustalić poziom istotności (*significance level*). Do odczytania wartości krytycznej wykorzystuje się rozkład *t*-Studenta.

Błąd standardowy różnicy pomiędzy średnimi oblicza się za pomocą formuły (AcaStat Handbook <http://www.acastat.com/Handbook/15.html>, dostęp: 1.02.2012):

$$S_{\bar{x}_1 - \bar{x}_2} = \sqrt{\frac{s_1^2}{n_1 - 1} + \frac{s_2^2}{n_2 - 1}}$$

Sama statystyka testowa ma postać:

$$C = \frac{\bar{X}_1 - \bar{X}_2}{S_{\bar{x}_1 - \bar{x}_2}}$$

Jeżeli moduł z wartości obliczonej statystyki (t) jest większy od wartości krytycznej odczytanej z tablic rozkładu t -Studenta dla danego poziomu istotności (alfa) to należy odrzucić hipotezę zerową o braku różnic pomiędzy średnimi na rzecz hipotezy alternatywnej, że pomiędzy średnimi występuje istotna statystycznie różnica (w obliczeniach przyjęto poziom istotności $p = 5\%$).

Zastosowanie testu Cochran'a-Coxa wymaga normalności rozkładu badanych zmiennych. W niniejszym opracowaniu przyjęto, że zmienne mają rozkład normalny (na podstawie histogramów). Wskaźnik ogólnego zadłużenia obliczono jako zobowiązania ogółem podzielone przez aktywa ogółem (np. [Nesterak 2004, s. 78]).

3.2. Omówienie wyników badań empirycznych

Tabele 1–19 przedstawiają wyniki obliczeń, których celem było zweryfikowanie tezy o statystycznej istotności różnic pomiędzy eksporterami i nieeksporterami w zakresie poziomu zadłużenia jednostek. Do obliczeń wykorzystano spółki GPW pogrupowane na branże zgodnie z podziałem stosowanym w bazie Notoria Service. Dane do obliczeń pochodziły z bazy Notoria Service oraz z jednostkowych raportów rocznych spółek.

Z przedstawionych obliczeń wynika, że istotną statystycznie różnicę ($p = 5\%$) zaobserwowano dla następujących rodzajów działalności: spółek chemicznych (w latach 2007–2009), spółek elektromaszynowych, energetycznych, handlu detalicznego i hurtowego, spożywczych, telekomunikacyjnych (część lat) i dla tworzyw sztucznych (część lat).

Dla pozostałych rodzajów działalności (z nielicznymi wyjątkami) eksporterzy byli bardziej zadłużeni, ale różnice nie były istotne statystycznie. Sytuacja taka dotyczyła spółek budowlanych i deweloperskich, farmaceutycznych, materiałów budowlanych, medialnych i motoryzacyjnych. Wyższe zadłużenie u nieeksporterów (różnice nieistotne statystycznie) zaobserwowano jedynie u spółek metalo-

wych, które odnotowywały bardzo słabe wyniki finansowe. Wydaje się zatem, że ich wysokie zadłużenie nie było dobrowolne.

Wydaje się, że kluczem do wyjaśnienia uzyskanych wyników może być łatwość eksportowania produktów jednostki, a także ogólna sytuacja panująca w danej branży przemysłu. I tak w przypadku przedsiębiorstw budowlanych, deweloperskich oraz materiałów budowlanych możliwości eksportowe są duże, ale i sytuacja tej branży w analizowanym okresie w Polsce była bardzo dobra. Rynek budowlany rozwijał się szybko i oferował duże możliwości zysku w kraju. Zaowocowało to bardzo podobnym poziomem zadłużenia (tabele 1, 3, 12, rys. 1, 3, 12) dla eksporterów i nieeksporterów. Ekspansja zagraniczna nie dawała dużo większych możliwości rozwojowych niż te dostępne w kraju.

W przypadku przemysłu chemicznego i tworzyw sztucznych rynek nie rozwijał się tak prężnie, jak budownictwo, nie było też przeszkód technicznych w wysyłaniu produktów za granicę. Spowodowało to wyższe zadłużenie eksporterów, zmuszonych do większych inwestycji, które finansowali zadłużeniem (tabele 2 i 19, rys. 2 i 19).

Kolejnym badanym sektorem były przedsiębiorstwa drzewne posiadające bardzo duży potencjał eksportowy, ale także dobre perspektywy rozwojowe w Polsce (w Polsce działa dużo przedsiębiorstw meblarskich, ponadto firmy drzewne wspierają także przemysł budowlany). Jak wynika z tabeli 4 oraz rys. 4, zrównało to szanse rozwojowe i poziom inwestycji pomiędzy eksporterami i nieeksporterami i nie zaobserwowano istotnych różnic w zadłużeniu.

Branża elektromaszynowa (tabela 5, rys. 5) z racji stosunkowo wysokiego rozwoju gospodarczego kraju nie jest obecnie działalnością dającą duże możliwości rozwojowe w Polsce (po przekroczeniu pewnego poziomu rozwoju, o dalszych wzrostach PKB nie decyduje już przemysł ciężki). Stąd jedyną szansą rozwojową jest znalezienie innych, zagranicznych rynków zbytu, co jednak pociąga za sobą konieczne inwestycje (warto dodać, że eksportowanie maszyn jest łatwe i mało kłopotliwe). Stąd nie dziwi znacząco wyższy poziom zadłużenia eksporterów w stosunku do nieeksporterów.

Kolejna grupa przedsiębiorstw objętych badaniami to przedsiębiorstwa energetyczne. Jak wynika z tabeli 6 i rys. 6, w okresie kiedy przedsiębiorstwa energetyczne otrzymały możliwość eksportowania energii, bardziej zadłużone były przedsiębiorstwa eksportujące. Wynikało to prawdopodobnie z konieczności realizowania wyższych inwestycji. Podobna sytuacja zachodziła dla przedsiębiorstw farmaceutycznych, stąd i eksportujące przedsiębiorstwa farmaceutyczne posiadały wyższe zadłużenie od nieeksporterów (tabela 7, rys. 7).

Bardzo wyraźne różnice pomiędzy eksporterami i nieeksporterami (w poziomie zadłużenia) wystąpiły dla przedsiębiorstw handlowych zarówno detalicznych, jak i hurtowych oraz informatycznych i spożywczych (tabele 8, 9, 10 i 17 rys. 8, 9, 10 i 17). Szukając powodów różnic, wydaje się, że można

wymienić: różnice w wielkości przedsiębiorstw (eksporterzy byli więksi, co do wieku to większość przedsiębiorstw miała podobny wiek, licząc w dziesiątkach lat), duże możliwości eksportowe i to, że jakkolwiek w Polsce nieustannie rosta konsumpcja, to polski rynek jest rynkiem bardzo konkurencyjnym, o dużej liczbie przedsiębiorstw i niskich cenach, co ogranicza możliwości rozwojowe przedsiębiorstw z tych branż. Wspomniane czynniki mogły wpłynąć na wyższe zadłużenie przedsiębiorstw eksportujących, którzy wykorzystując niskie ceny (produktów i siły roboczej) w Polsce znajdowali zagraniczne rynki zbytu. Zmuszało to jednak do większych inwestycji i prawdopodobnie neutralizowania ryzyka eksportowego poprzez finansowanie się długiem zaciąganym kraju albo walucie kraju przeznaczenia eksportu.

Wyższe zadłużenie eksporterów w porównaniu z nieeksporterami występowało także dla przemysłu lekkiego (tabela 11, rys. 11). Z powodu niemalże dumpingowych cen odzieży produkowanej w Azji i importowanej do Polski, polski przemysł lekki w badanym okresie nie miał dużych możliwości rozwojowych w Polsce. Eksportowanie także nie było proste, ale dzięki niskim kosztom pracy w Polsce i dobremu wzornictwu, a także dobrej kombinacji jakości do ceny polskie przedsiębiorstwa miały szansę wysyłania stosunkowo tanich produktów o wysokiej jakości do krajów Europy Zachodniej (szczególnie do Niemiec), a także do Rosji i Ukrainy. Tak jak dla poprzednich branż, różnice w poziomie zadłużenia zinterpretowano jako efekt realizowania dużych inwestycji niezbędnych do utrzymania konkurencyjności na rynkach zagranicznych.

Brak różnic w poziomie zadłużenia pomiędzy eksporterami i nieeksporterami wystąpił dla spółek medialnych oraz motoryzacyjnych (tabele 13 i 15, rys. 13 i 15), gdzie praktycznie zadłużenie było identyczne. Powodem mogły być niewielkie możliwości eksportowe firm z tej branży. W przypadku przedsiębiorstw medialnych przeszkodą jest język (język polski nie jest bardzo popularny na świecie), dlatego firmy medialne mogą głównie eksportować poprzez podwykonawstwo dla przedsiębiorstw zagranicznych. Dla przedsiębiorstw motoryzacyjnych techniczne możliwości eksportu istnieją, ale ograniczają je różnorakie licencje i umowy producentów samochodów z producentami części zamiennych. W bogatych krajach częściej kupowane są bowiem części rekomendowane przez producentów samochodów niż tańsze zamienniki. Jeżeli zaś chodzi o eksport samochodów, to duży wpływ mają decyzje spółek matek na to, ile samochodów zostanie wytworzonych w danym kraju. Stąd nie dziwi brak różnic w poziomie zadłużenia pomiędzy eksporterami i nieeksporterami.

Branżą, w której nieeksporterzy byli bardziej zadłużeni od eksporterów, była branża metalowa (tabela 14, rys. 14). Bardzo wysokie zadłużenie nieeksporterów było spowodowane zapaścią w tej branży wynikającą z przesycenia rynku i braku w Europie dużych inwestycji, które wymagałyby produktów przemysłu metalowego. Jednakże w analizowanym okresie pojawił się popyt w Chinach na

te wyroby i polscy eksporterzy wykorzystali tę okazję. W wyniku tego, krajowi producenci osiągnęli zadłużenie przekraczające 100% aktywów, a eksporterzy dzięki znalezieniu rynku zbytu zachowali zadłużenie na poziomie 50–60% aktywów.

Wyższy poziom zadłużenia eksporterów od nieeksporterów zaobserwowano także dla branży paliwowej i telekomunikacji (tabela 16 i 18, rys. 16 i 18), co ponownie wynikało prawdopodobnie z różnic w wielkości eksporterów i nieeksporterów oraz niezbędnych nakładów inwestycyjnych, jakie musiały być ponoszone przez eksporterów (eksport w tych branżach jest kłopotliwy od strony technicznej, jakkolwiek jest on możliwy i jest realizowany).

Tabela 1. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla budowlanych spółek GPW, lata 2001–2009

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 23)	eksporterzy (n = 10)		
2001	59	55	0,50	0,62
2002	74	64	0,78	0,44
2003	77	69	0,56	0,58
2004	79	71	0,58	0,56
2005	79	78	0,05	0,96
2006	68	54	2,15	0,02*
2007	56	44	1,76	0,08
2008	51	51	-0,04	0,97
2009	46	45	0,19	0,85

* istotność statystyczna różnic pomiędzy średnimi na poziomie $p = 5\%$

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.

Tabela 2. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla chemicznych spółek GPW, lata 2001–2009

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 4)	eksporterzy (n = 10)		
2001	39	44	-0,41	0,69
2002	45	43	0,06	0,955
2003	47	43	0,23	0,823
2004	51	36	0,76	0,459
2005	27	37	-1,11	0,281
2006	27	36	-1,35	0,181
2007	11	40	-5,31	0,00001*
2008	13	39	-2,95	0,004*
2009	13	34	-2,11	0,038*

* istotność statystyczna różnic pomiędzy średnimi na poziomie p -value 5%.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.

Tabela 3. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla spółek deweloperskich GPW, lata 2001–2009

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 5)	eksporterzy (n = 6)		
2001	65	53	0,78	0,44
2002	47	45	0,10	0,922
2003	50	42	0,43	0,673
2004	37	29	0,55	0,585
2005	36	41	-0,27	0,789
2006	18	47	-1,70	0,10
2007	20	25	-0,24	0,812
2008	36	34	0,08	0,938
2009	33	33	0,00	0,99

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.

Tabela 4. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla drzewnych spółek GPW, lata 2001–2009

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 6)	eksporterzy (n = 12)		
2001	45	57	-1,35	0,186
2002	58	47	1,01	0,317
2003	53	37	1,03	0,31
2004	82	43	1,89	0,067
2005	58	47	0,65	0,519
2006	45	43	0,17	0,866
2007	36	44	-0,67	0,508
2008	33	45	-1,54	0,131
2009	40	49	-0,76	0,454

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.

Tabela 5. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla elektromaszynowych spółek GPW, lata 2001–2009

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 10)	eksporterzy (n = 12)		
2001	29	49	-2,43	0,016*
2002	35	58	-2,11	0,037*
2003	24	49	-3,46	0,001*
2004	25	52	-2,88	0,005*
2005	36	50	-1,68	0,096
2006	41	49	-0,85	0,397
2007	23	44	-2,25	0,003*
2008	30	38	-1,05	0,297
2009	37	34	0,34	0,732

* istotność statystyczna różnic pomiędzy średnimi na poziomie p-value 5%.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.

Tabela 6. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla energetycznych spółek GPW, lata 2005–2009

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 11)	eksporterzy (n = 12)		
2005	142	66	0,71	0,478
2006	44	74	-1,65	0,102
2007	21	69	-5,41	0,00001*
2008	26	66	-4,25	0,00001*
2009	25	69	-4,36	0,00001*

* istotność statystyczna różnic pomiędzy średnimi na poziomie p -value 5%.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.

Tabela 7. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla spółek farmaceutycznych GPW, lata 2004–2009

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 4)	eksporterzy (n = 4)		
2004	54	45	0,62	0,544
2005	47	39	0,83	0,422
2006	39	28	0,54	0,601
2007	29	45	-1,72	0,111
2008	27	46	-1,46	0,168
2009	46	52	-0,18	0,857

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.

Tabela 8. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla spółek GPW zajmujących się handlem detalicznym, lata 2003–2009

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 17)	eksporterzy (n = 8)		
2003	8	48	-4,41	0,001*
2004	24	50	-3,55	0,004*
2005	14	49	-4,43	0,001*
2006	22	53	-4,65	0,001*
2007	10	37	-4,74	0,0001*
2008	-7	38	-5,35	0,0001*
2009	-1	45	-4,08	0,001*

* istotność statystyczna różnic pomiędzy średnimi na poziomie p -value 5%.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.

Tabela 9. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla spółek GPW zajmujących się handlem hurtowym, lata 2001–2009

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 27)	eksporterzy (n = 8)		
2001	1	11	-0,97	0,336
2002	2	9	-0,67	0,508

cd. tabeli 9

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 27)	eksporterzy (n = 8)		
2003	4	36	-2,20	0,031*
2004	18	29	-1,39	0,164
2005	13	25	-1,37	0,174
2006	7	46	-6,71	0,0001*
2007	11	46	-4,28	0,0001*
2008	-8	44	-6,03	0,0001*
2009	6	40	-2,84	0,005*

* istotność statystyczna różnic pomiędzy średnimi na poziomie p-value 5%.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.

Tabela 10. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla informatycznych spółek GPW, lata 2001–2009

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 21)	eksporterzy (n = 5)		
2001	-5	6	-1,44	0,152
2002	-2	13	-1,12	0,27
2003	7	15	-0,52	0,609
2004	22	59	-2,37	0,026*
2005	25	50	-2,16	0,04*
2006	23	37	-1,20	0,241
2007	10	19	-1,00	0,327
2008	4	22	-2,82	0,009*
2009	-5	25	-0,66	0,509

* istotność statystyczna różnic pomiędzy średnimi na poziomie p-value 5%.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.

Tabela 11. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla spółek GPW przemysłu lekkiego, lata 2001–2009

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 8)	eksporterzy (n = 10)		
2001	44	56	-1,03	0,306
2002	42	69	-1,52	0,131
2003	38	67	-1,43	0,155
2004	39	74	-1,36	0,178
2005	51	44	0,63	0,528
2006	36	38	-0,14	0,89
2007	31	37	-0,77	0,441
2008	30	43	-1,32	0,19
2009	35	38	-0,23	0,816

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.

Tabela 12. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla mat. budowlanych spółek GPW, lata 2001–2009

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 6)	eksporterzy (n = 11)		
2001	45	31	1,39	0,171
2002	50	30	2,12	0,04
2003	47	40	0,67	0,507
2004	49	40	0,61	0,546
2005	52	36	2,12	0,037*
2006	44	43	0,04	0,97
2007	38	40	-0,21	0,837
2008	149	50	0,89	0,38
2009	73	42	1,42	0,164

* istotność statystyczna różnic pomiędzy średnimi na poziomie p -value 5%.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.

Tabela 13. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla medialnych spółek GPW, lata 2005–2009

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 14)	eksporterzy (n = 4)		
2005	109	44	1,30	0,196
2006	40	48	-0,73	0,467
2007	33	35	-0,16	0,877
2008	33	47	-0,73	0,479
2009	36	81	-6,35	0,0001*

* istotność statystyczna różnic pomiędzy średnimi na poziomie p -value 5%.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.

Tabela 14. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla metalowych spółek GPW, lata 2001–2009

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 8)	eksporterzy (n = 16)		
2001	42	59	-1,05	0,298
2002	54	68	-0,57	0,57
2003	214	53	1,18	0,244
2004	179	41	1,16	0,251
2005	235	45	1,12	0,266
2006	61	49	0,51	0,613
2007	24	41	-2,31	0,023*
2008	25	47	-1,87	0,063
2009	24	43	-1,48	0,14

* istotność statystyczna różnic pomiędzy średnimi na poziomie p -value 5%.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.

Tabela 15. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla motoryzacyjnych spółek GPW, lata 2001–2009

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 4)	eksporterzy (n = 5)		
2001	57	59	-0,08	0,937
2002	53	-10,76	43,71	0,877
2003	42	54	-0,54	0,60
2004	61	57	0,21	0,836
2005	65	67	-0,09	0,928
2006	67	74	-0,25	0,807
2007	49	70	-0,67	0,516
2008	66	63	0,08	0,937
2009	141	57	0,79	0,444

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.

Tabela 16. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla paliwowych spółek GPW, lata 2001–2009

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 5)	eksporterzy (n = 4)		
2001	51	78	-2,00	0,067
2002	47	105	-1,00	0,337
2003	39	314	-1,01	0,33
2004	36	244	-0,94	0,367
2005	35	298	-0,92	0,373
2006	26	89	-1,49	0,161
2007	18	47	-1,28	0,222
2008	22	56	-1,86	0,085
2009	28	57	-1,12	0,285

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.

Tabela 17. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla spółek spożywczych GPW, lata 2001–2009

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 16)	eksporterzy (n = 10)		
2001	2	60	-6,56	0*
2002	6	59	-6,25	0*
2003	7	57	-5,57	0*
2004	15	52	-6,06	0*
2005	8	52	-8,48	0*
2006	16	47	-3,82	0*
2007	14	44	-3,98	0,0001*
2008	9	50	-6,12	0*
2009	8	46	-5,79	0*

* istotność statystyczna różnic pomiędzy średnimi na poziomie p-value 5%.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.

Tabela 18. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla spółek telekomunikacyjnych GPW, lata 2001–2009

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 8)	eksporterzy (n = 4)		
2001	-6	33	-1,63	0,117
2002	-26	52	-3,17	0,597
2003	5	56	-1,02	0,033*
2004	6	58	-2,29	0,036*
2005	10	55	-1,93	0,072*
2006	5	52	-2,25	0,04*
2007	5	44	-1,28	0,223
2008	4	49	-1,68	0,118
2009	19	45	-1,03	0,322

* istotność statystyczna różnic pomiędzy średnimi na poziomie p -value 5%.

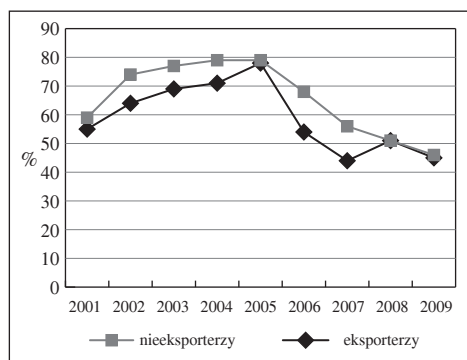
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.

Tabela 19. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla spółek GPW zajmujących się produkcją i sprzedażą tworzyw sztucznych, lata 2001–2009

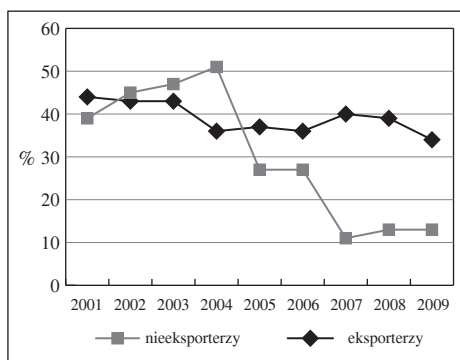
Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 4)	eksporterzy (n = 10)		
2001	-3	23	-1,25	0,23
2002	-3	36	-3,22	0,00024*
2003	-28	42	-3,12	0,007*
2004	4	41	-1,47	0,166
2005	11	42	-1,85	0,085
2006	20	37	-0,91	0,377
2007	13	34	-1,24	0,238
2008	6	35	-1,60	0,134
2009	2	34	-5,09	0*

* istotność statystyczna różnic pomiędzy średnimi na poziomie p -value 5%.

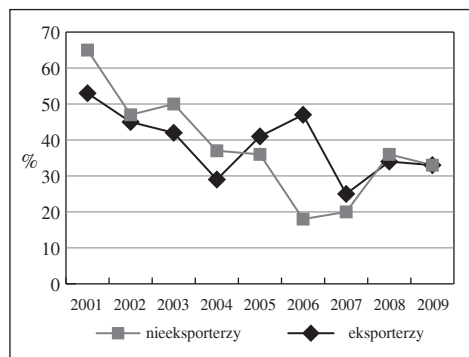
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.



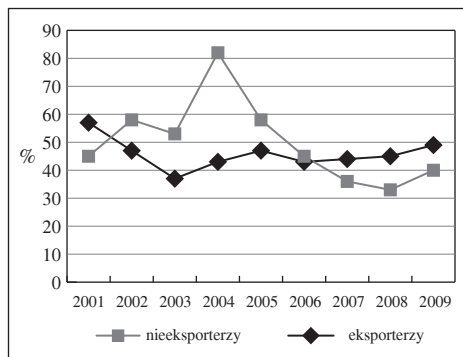
Rys. 1. Spółki budowlane



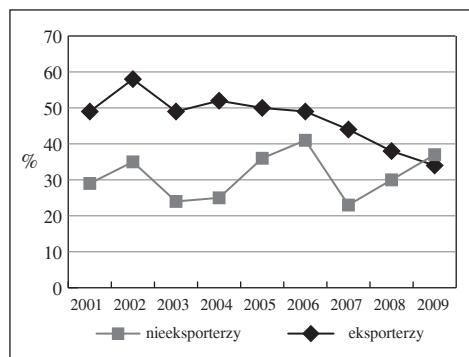
Rys. 2. Spółki chemiczne



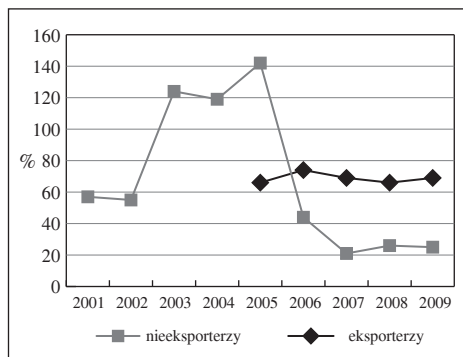
Rys. 3. Deweloperzy



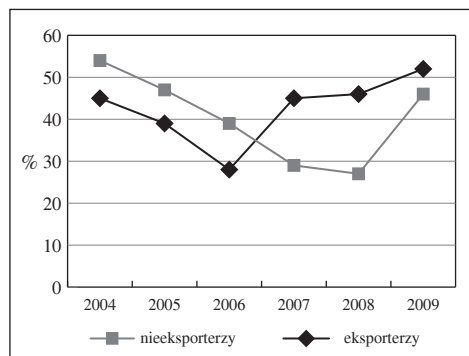
Rys. 4. Spółki drzewne



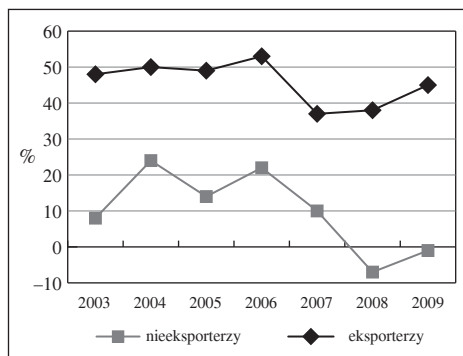
Rys. 5. Spółki elektromaszynowe



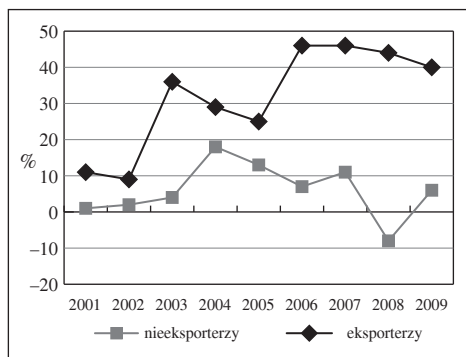
Rys. 6. Spółki energetyczne



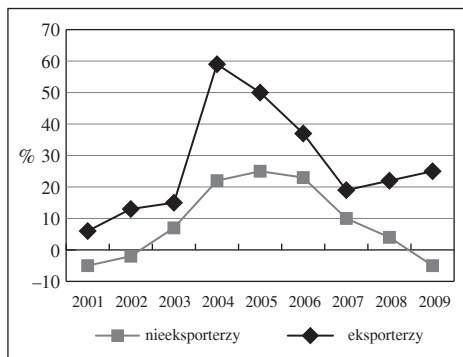
Rys. 7. Spółki farmaceutyczne



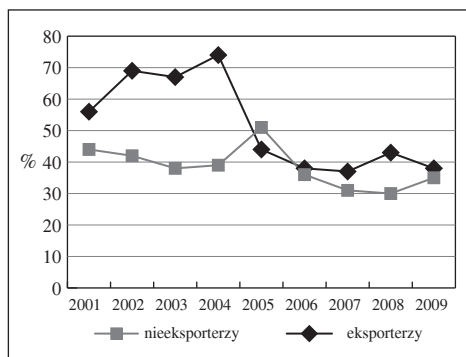
Rys. 8. Spółki handlu detalicznego



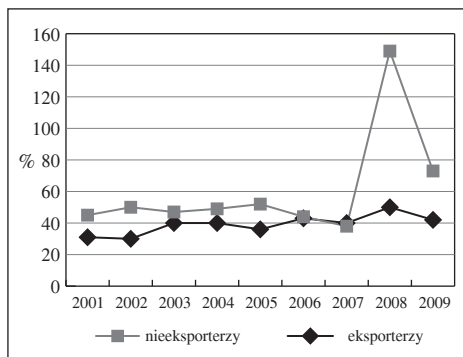
Rys. 9. Spółki handlu hurtowego



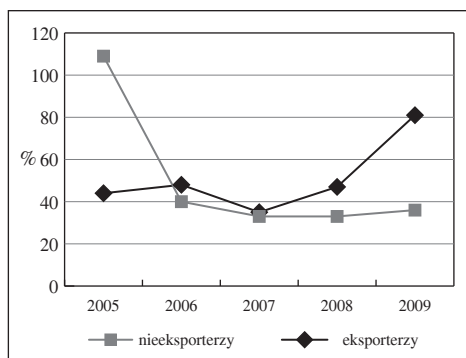
Rys. 10. Spółki informatyczne



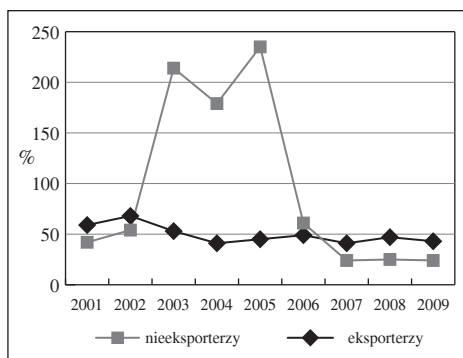
Rys. 11. Spółki przemysłu lekkiego



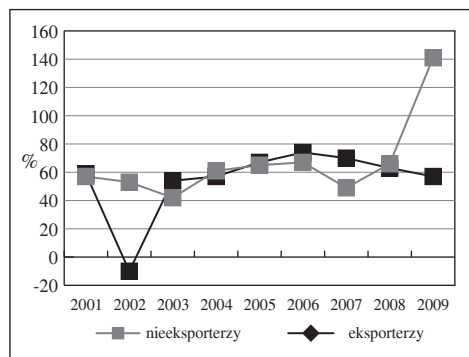
Rys. 12. Materiały budowlane



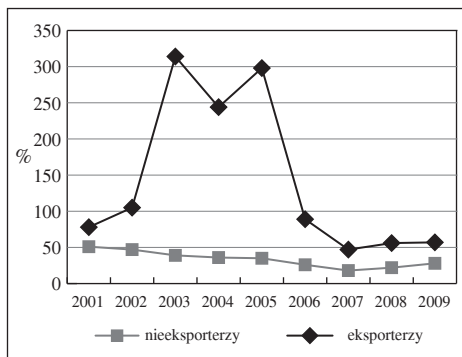
Rys. 13. Spółki medialne



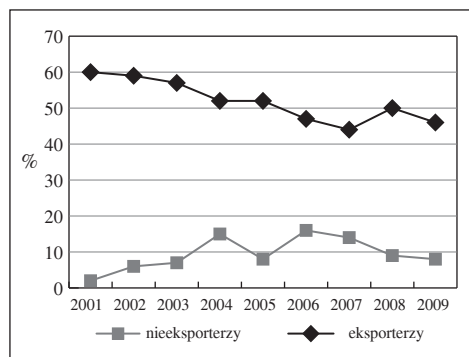
Rys. 14. Spółki metalowe



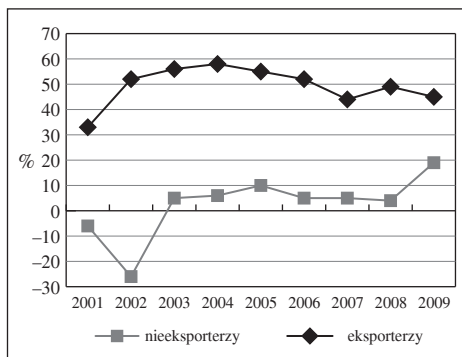
Rys. 15. Spółki motoryzacyjne



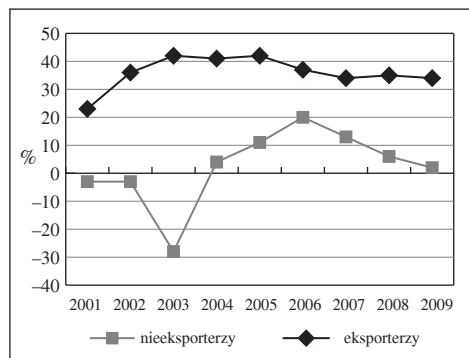
Rys. 16. Spółki paliwowe



Rys. 17. Spółki spożywcze



Rys. 18. Spółki telekomunikacyjne



Rys. 19. Tworzywa sztuczne

Źródło: opracowanie własne rys. 1–19 na podstawie tabel 1–19.

Aby obliczenia były łatwiejsze do interpretacji, wyniki zaprezentowane w tabelach 1–19 przedstawiono na rys. 1–19. Jak wynika z wykresów, jedynie krajowe spółki metalowe w wyraźny sposób były bardziej zadłużone od eksporterów.

4. Podsumowanie

Choć wyniki przeprowadzonych obliczeń nie zawsze wykazały, że różnice w poziomie zadłużenia eksporterów i nieeksporterów są statystycznie istotne, jednak z wyjątkiem spółek metalowych zadłużenie eksporterów było albo porównywalne do spółek krajowych, albo wyższe. Wydaje się, że różnica wynikała ze skali niezbędnych nakładów inwestycyjnych niezbędnych przy eksportowaniu, jak również w przypadku takich branż jak handel, z możliwych dużych różnic w wielkości eksporterów i nieeksporterów. Innym powodem wzrostu zadłużenia jest szybszy rozwój eksporterów, który łagodzi konflikty agencyjne, co pozwala korzystać w większym stopniu z finansowania długiem.

W świetle uzyskanych rezultatów wydaje się, że wyniki obliczeń potwierdzają hipotezę o wyższym zadłużeniu eksporterów niż nieeksporterów. Zatem hipoteza twierdząca, że wyższe zadłużenie jest pewnym kosztem eksportowania, została chociaż częściowo potwierdzona.

Należy jednak zaznaczyć, że obliczenia przeprowadzono, nie uwzględniając jako zmiennych kontrolnych (eksport może być silnie związany z niższymi zmiennymi i to one mogą w rzeczywistości powodować wyższe zadłużenie eksporterów, a nie sam fakt eksportowania): wielkości podmiotów, wieku, szerokości asortymentu czy poziomu ryzyka (porównanie ryzyka kraju siedziby eksportera i krajów przeznaczenia eksportu).

Literatura

- AcaStat Handbook [2012] <http://www.acastat.com/Handbook/15.html>, dostęp: 1.02.2012.
- Agmon T., Lessard D.R. [1977], *Investor Recognition of Corporate International Diversification*, „Journal of Finance”, vol. 32, nr 4.
- Burgman T.A. [1996], *An Empirical Examination of Multinational Corporate Capital Structure*, „Journal of International Business Studies”, vol. 27, nr 3.
- Chen C.J.P. et al. [1997], *An Investigation of the Relationship between International Activities and Capital Structure*, „Journal of International Business Studies”, vol. 28, nr 3.
- Chkir I.E., Cosset J.C. [2001], *Diversification Strategy and Capital Structure of Multinational Corporations*, „Journal of Multinational Financial Management”, vol. 11, nr 1.

- Doukas J., Pantzalis C. [2003], *Geographic Diversification and Agency Costs of Debt of Multinational Firms*, „Journal of Corporate Finance”, vol. 9.
- Ethier W.J. [1986], *The Multinational Firm*, „The Quarterly Journal of Economics”, vol. 101, nr 4.
- Fatemi A.M. [1988], *The Effect of International Diversification on Corporate Financing Policy*, „Journal of Business Research”, vol. 16, nr 1.
- Heston S.L., Rouwenhorst K.G. [1994], *Does Industrial Structure Explain the Benefits of International Diversification?*, „Journal of Financial Economics”, vol. 36.
- Kedia S., Mozumdar A. [2003], *Foreign Currency Denominated Debt. An Empirical Examination*, „Journal of Business”, vol. 76, nr 4.
- Kim W.S., Lyn E.O. [1986], *Excess Market Value, the Multinational Corporation and Tobin's Q-ratio: A Note*, „Journal of International Business Studies”, vol. 17, nr 1.
- Kwok C.C.Y., Reeb D.M. [2000], *Internationalization and Firm Risk: An Upstream – Downstream Hypothesis*, „Journal of International Business Studies”, vol. 31, nr 4.
- Lee K.C., Kwok C.C.Y. [1988], *Multinational Corporations vs. Domestic Corporations: International Environmental Factors and Determinants of Capital Structure*, „Journal of International Business Studies”, vol. 19, nr 2.
- Lessard D. [1973], *International Portfolio Diversification: A Multivariate Analysis for a Group of Latin American Countries*, „Journal of Finance”, vol. 28, nr 3.
- Levy H., Sarnat M. [1970], *International Diversification of Investment Portfolios*, „The American Economic Review”, vol. 60, nr 4.
- Low P.Y., Chen K.H. [2004], *Diversification and Capital Structure: Some International Evidence*, „Review of Quantitative Finance and Accounting”, vol. 23, nr 1.
- Mansi S.A., Reeb D.M. [2002], *Corporate Diversification: What Gets Discounted?*, „Journal of Finance”, vol. 57, nr 5.
- Michel A., Shaked I. [1986], *Multinational Corporations vs. Domestic Corporations: Financial Performance and Characteristics*, „Journal of International Business Studies”, vol. 17, nr 3.
- Myers S.C. [1977], *Determinants of Corporate Borrowing*, „Journal of Financial Economics”, vol. 5.
- Nesterak J., Kowalik M. [2004] *Finanse firm: długoterminowe zarządzanie finansami*, Wydawnictwo Anvix, Kraków.
- Reeb D.M., Mansi S.A., Allee J.M. [2001], *Firm Internationalization and the Cost of Debt Financing: Evidence from Non-provisional Publicly Traded Debt*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, vol. 36, nr 3.
- Rugman A. [1976], *Risk Reduction by International Diversification*, „Journal of International Business Studies”, vol. 7, nr 2.
- Shapiro A.C. [1978], *Financial Structure and Cost of Capital in the Multinational Corporation*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, vol. 13, nr 2.
- Singh M., Davidson W.N., Suchard J. [2003], *Corporate Diversification Strategies and Capital Structure*, „Quarterly Review of Economics and Finance”, vol. 43.
- Singh M., Nejadmalayeri A. [2004], *Internationalization, Capital Structure, and Cost of Capital: Evidence from French Corporations*, „Journal of Multinational Financial Management”, vol. 14, nr 2.
- Strupczewski G. [2008], *Proces zarządzania ryzykiem [w:] Ubezpieczenia wobec wyzwań XXI wieku*, red. W. Ronka-Chmielowiec, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, nr 1197, Wrocław.

Toy N. *et al.* [1974], *A Comparative International Study of Growth, Profitability, and Risk as Determinants of Corporate Debt Ratios in the Manufacturing Sector*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, vol. 9, nr 5.

Streszczenie

Celem artykułu było przedstawienie wyników badań empirycznych różnic w poziomie zadłużenia pomiędzy spółkami prowadzącymi działalność eksportową a spółkami prowadzącymi wyłącznie sprzedaż krajową. Badania przeprowadzono dla spółek notowanych na GPW w latach 2000–2009. Porównania przeprowadzono dla wskaźników ogólnego zadłużenia obliczanych jako iloraz zobowiązań ogółem do aktywów ogółem, do sprawdzenia istotności statystycznej wykorzystano test Cochran’a-Coxa. Różnice w poziomie zadłużenia nie zawsze były istotne statystycznie, ale poza spółkami metalowymi eksporterzy albo posiadali porównywalny, albo wyższy poziom zadłużenia w porównaniu ze spółkami nieeksportującymi.

Słowa kluczowe: eksport, wskaźniki zadłużenia, sytuacja eksporterów, struktura kapitałowa.

The Impact of Internationalisation on the Capital Structure of Exporters in Empirical Research

The purpose of the study was to verify whether exporters use more liabilities in their financing structure than non-exporters. The study was conducted for companies listed on the Warsaw Stock Exchange for the years 2000–2009. Capital structure was measured with a debt ratio calculated as a ratio of total liabilities divided by total assets. To test the statistical significance of differences between exporters and non-exporters I used the Cochrane-Cox test. Differences in the debt ratios were not always statistically significant but, apart from companies manufacturing and selling metal products, all remaining exporters had comparable or higher debt ratio values than non-exporters.

Keywords: export, debt ratios, financial situation of exporters, capital structure.

Andrzej Zyguła
Katedra Rynków Finansowych
Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Szacowanie kosztu kapitału własnego na przykładzie polskiego sektora bankowego*

1. Wprowadzenie

Koncepcja kosztu kapitału w tym kosztu kapitału własnego jest jednym z kluczowych zagadnień zarządzania finansami przedsiębiorstw, ponieważ stanowi ona główne ogniwo, które wiąże ocenę efektów długoterminowych decyzji inwestycyjnych i finansowych podejmowanych przez menedżerów firmy z zyskami oczekiwanymi przez inwestorów angażujących swoje kapitały w działalność tego podmiotu.

Z licznych opracowań naukowych i praktyki gospodarczej wynika, że nie ma jednej, uniwersalnej techniki szacowania kosztu kapitału własnego. Nawet w ramach danej techniki często nie ma zgodności co do sposobu wyznaczania podstawowych jej parametrów. Ten brak zgodności odnosi się do krajów o ugruntowanej gospodarce rynkowej, w których istnieją kompleksowe bazy danych opisujące funkcjonujące tam rynki finansowe wiele lat wstecz.

Jeżeli trudności w ustalaniu podstawowych parametrów modeli obliczeniowych występują na najbardziej rozwiniętych rynkach finansowych świata, nietrudno dojść do wniosku, że znacznie większe problemy z wyznaczaniem kosztu kapitału własnego będą występowały w pozostałych krajach. Ze szcze-

* W artykule wykorzystano fragmenty projektu nr 29/KRyF/1/2012/S/029 zrealizowanego w ramach badań statutowych w Katedrze Rynków Finansowych Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie w 2012 r. pt. *Rynki wschodzące a nowe tendencje w gospodarce globalnej*.

gólną wyrazistością kwestia ta objawia się w państwach zaliczanych do tzw. gospodarek wschodzących (*emerging markets*), gdzie słabo rozwinięte rynki finansowe stanowią główny problem w bezpośrednim określeniu kluczowych parametrów służących do oszacowania kosztu kapitału własnego.

Aktualność wspomnianej problematyki, zwłaszcza w odniesieniu do rynków wschodzących w tym również Polski, stała się główną przyczyną podjęcia jej w ramach niniejszego artykułu. Jak już wspomniano, szacowanie kosztu kapitału własnego jest istotne, ale też problematyczne. Wątpliwości i problemy pojawiające się przy szacowaniu kosztu kapitału własnego zostały przedstawione na przykładzie spółek sektora bankowego notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2001–2011.

2. Ustalanie kosztu kapitału własnego

Koszt kapitału własnego definiowany jest najprościej jako wymagana – oczekiwana przez akcjonariuszy – stopa zwrotu z kapitału akcyjnego [Byrka-Kita 2011, s. 166]. Oczekiwań inwestorów a tym samym kosztu kapitału własnego nie można jednak obserwować bezpośrednio, w przeciwieństwie do kosztu kapitału obcego, kiedy to umowa określa warunki spłaty łącznie ze stopą oprocentowania. Akcje są instrumentem bezterminowym, decyzje o wypłacie i wysokości dywidendy od akcji zwykłych zależą każdorazowo od sytuacji finansowej emitenta i uchwał walnego zgromadzenia akcjonariuszy. Niepewności te sprawiają, że określenie kosztu kapitału własnego jest trudniejsze niż oszacowanie kosztu kapitału obcego.

W teorii zarządzania finansami przedsiębiorstwa spotyka wiele różnych metod szacowania wielkości kosztu kapitału własnego. W krajach o ugruntowanej gospodarce rynkowej najczęściej wykorzystuje się następujące metody [Zarzecki 2010, s. 196]:

- metodę CAPM – podejście oparte na jednoczynnikowym modelu wyceny (*Capital Asset Pricing Model* – CAPM),
- metodę APM – podejście oparte na wieloczynnikowym modelu wyceny (*Arbitrage Pricing Model* – APM),
- metodę DDM – podejście oparte na prognozie przyszłej dywidendy i stopy jej wzrostu (*Discounted Dividend Model* – DDM),
- metodę DCF – podejście oparte na wyznaczaniu kosztu kapitału na podstawie prognoz analityków dotyczących przepływów pieniężnych i aktualnej ceny rynkowej akcji (*Discounted Cash Flow Method* – DCF),
- model Fama-Frencha – podejście oparte na trzyczynnikowym modelu wyceny (*Fama-French Model*),

– model Butlera-Pinkertona – podejście oparte na jednoczynnikowym modelu wyceny z wykorzystaniem tzw. bety całkowitej, uwzględniającej całkowite ryzyko spółki, tj. systematyczne i specyficzne (*Butler-Pinkerton Model – BPM*),

– metodę składania – podejście oparte na składaniu poszczególnych elementów ryzyka (*Build-up Approach*).

Z reguły koszt kapitału własnego jest ustalany przy użyciu jednej lub ewentualnie dwu metod, o ile jest to tylko możliwe. W literaturze szczególnie uznaniem cieszą się dwie metody, zwane zamiennie modelami lub teoriami, a mianowicie:

– modele oparte na dywidendzie, czyli ogólnie metoda DDM (*Discounted Dividend Model*),

– model wyceny aktywów kapitałowych, czyli metoda CAPM (*Capital Asset Pricing Model*).

Jak wykazały badania przeprowadzone m.in. przez: R.F. Brunera i in. [1998, s. 15], J.R. Grahama i C.R. Harveya [2001, s. 201], I. Welcha [2008, s. 7] czy P. Fernández [2010, s. 3], model CAPM jest zdecydowanie najchętniej używanym oraz najczęściej zalecanym modelem do szacowania kosztu kapitału własnego w praktyce krajów o ugruntowanej gospodarce rynkowej. Na rynkach wschodzących, zgodnie z podejściem praktycznym (np.: [Pereiro 2006; Mongrut i in. 2010; Thiripalraju i Acharya 2010; Foong i Goh 2010]) oraz rekomendacjami spotykanymi w literaturze [Copeland, Koller i Murrin 2000; Zarzecki i Byrka-Kita 2005; von Jenner 2008; Bruner i in. 2008], najlepszą metodą szacowania kosztu kapitału jest również model CAPM, choć powinien on podlegać pewnym modyfikacjom.

Według modelu CAPM koszt kapitału własnego jest równy stopie zwrotu z inwestycji wolnych od ryzyka powiększonej o premię za ryzyko związane z inwestowaniem w akcje danej firmy. Pełny wzór modelu wyceny aktywów kapitałowych CAPM, który może być użyty do oszacowania kosztu kapitału własnego, ma następującą postać:

$$k_E = r_{RF} + \beta_e \times (r_M - r_{RF}),$$

gdzie:

k_E – koszt kapitału,

r_{RF} – stopa zwrotu wolna od ryzyka,

β_e – współczynnik beta,

r_M – stopa zwrotu z portfela rynkowego,

„ $r_M - r_{RF}$ ” – przeciętna rynkowa premia za ryzyko.

Aby zastosować model CAPM, należy niewątpliwie oszacować trzy czynniki, które określają finalnie poziom kosztu kapitału własnego, takie jak: stopa zwrotu wolna od ryzyka, rynkowa premia z tytułu ryzyka, ryzyko systematyczne (rynkowe).

Szacując koszt kapitału własnego przy wykorzystaniu modelu CAPM, należy zdawać sobie jednak sprawę, że nie można jednoznacznie rozstrzygnąć, w jaki sposób należy ustalić poziom stopy zwrotu wolnej od ryzyka czy wysokość przeciętnej premii za ryzyko. Żadna teoria nie precyzuje tego dokładnie. Wyliczenie kosztu kapitału wymaga zebrania wielu danych z rynku kapitałowego i subiektywnego wyboru odpowiednich z nich.

Stopa zwrotu wolna od ryzyka (r_{RF}) to, zgodnie z definicją, oczekiwana i zarazem faktyczna stopa zwrotu, która jest znana już w chwili dokonywania inwestycji [Damodaran 2007, s. 278]. Aby określona inwestycja była uznana za wolną od ryzyka w jakimś okresie, muszą być spełnione dwa warunki [Damodaran 2007, s. 314; Byrka-Kita 2005, s. 158–159]:

- po pierwsze, nie istnieje ryzyko niedotrzymania warunków – za wolne od ryzyka uznawane są tym samym dłużne papiery wartościowe emitowane przez rządy. Problemem praktycznym jest jednak to, że nie we wszystkich krajach rządowe papiery wartościowe są wolne od ryzyka;
- po drugie, stopa reinwestycji nie jest obciążona niepewnością. Oznacza to, że w horyzoncie czasowym inwestycji nie będzie przepływów pieniężnych reinwestowanych w działalność emitenta.

Można więc stwierdzić, że stopą wolną od ryzyka będzie stopa rządowych instrumentów dłużnych (bony skarbowe, obligacje) o podstawie dyskontowej z terminem wykupu odpowiadającym przepływowi pieniężnym z analizowanej inwestycji. Jedynym przepływem pieniężnym w przypadku tego typu instrumentów byłaby płatność końcowa w dniu wykupu, zatem nie istniałoby ryzyko niedotrzymania warunków ani ryzyko reinwestycji.

Kolejnym czynnikiem, który odgrywa kluczową rolę w modelu CAPM jest premia za ryzyko rynkowe ($r_M - r_{RF}$). Premia ta definiowana jest jako „dodatkowa stopa zwrotu” wymagana przez inwestorów w zamian za to, że przenoszą oni pieniądze z inwestycji wolnych od ryzyka do inwestycji obciążonych ryzykiem [Damodaran 2007, s. 318].

Szacując premię, konieczna jest analiza historycznych średnich stóp zwrotu z portfela rynkowego w odniesieniu do historycznych średnich stóp zwrotu z instrumentów wolnych od ryzyka przy czym stopa zwrotu z portfela rynkowego (r_M) określana jest na podstawie analizy zmian cen akcji notowanych na danym rynku, czyli na podstawie tzw. wskaźnika rynku – określonego indeksu giełdowego. Z doświadczeń gospodarek posiadających rozwinięte rynki kapitałowe wynika, że długość okresu uwzględnianego w obliczaniu premii powinna być jak najdłuższa. W praktyce do obliczeń rzadko stosuje się okres krótszy niż ostatnie pięć lat. A. Damodaran [2006, s. 55] uważa, że powinien to być nawet okres co najmniej dziesięcioletni. W wielu przypadkach może pojawić się jednak problemem, gdy historia rynku kapitałowego w danym kraju jest zbyt krótka do

celów analizy premii za ryzyko rynkowe. W takiej sytuacji niezbędne jest wykorzystanie premii z innego rynku poprzez dokonanie niezbędnych korekt. Często wykorzystywanym podejściem jest metoda A. Damodarana, w której:

- punktem wyjściowym jest rynek amerykański, dla którego na podstawie analizy historycznego kształtowania się stopy zwrotu z portfela rynkowego i stopy zwrotu wolnej od ryzyka oszacowana jest premia za ryzyko rynkowe,
- w celu oszacowania długoterminowego ryzyka danego kraju porównywany jest rating przyznany przez agencję ratingową Moody's Investor Service obligacjom Stanów Zjednoczonych oraz obligacjom rządowym danego kraju,
- na tej podstawie szacowana jest następnie premia za ryzyko niewypłacalności danego kraju,
- ostatecznie ryzyko rynkowe danego kraju wyliczane jest jako suma premii za ryzyko niewypłacalności danego kraju i premii za ryzyko rynkowe oszacowanej dla rynku amerykańskiego.

Podobnie jak wybór długości okresu obliczeniowego tak również wybór między korzystaniem w kalkulacjach ze średniej arytmetycznej stóp zwrotu czy ze średniej geometrycznej stóp zwrotu oznacza możliwość wystąpienia istotnych różnic w szacowaniu premii za ryzyko (tabela 1).

Tabela 1. Premie za ryzyko w latach 1928–2010 w USA (w %)

Okres obliczeniowy	Akcje – bony skarbowe		Akcje – obligacje skarbowe	
	średnia arytmetyczna	średnia geometryczna	średnia arytmetyczna	średnia geometryczna
1928–2010	7,62	5,67	6,03	4,31
1960–2010	5,83	4,44	4,13	3,09
2000–2010	1,37	-0,79	-2,26	-4,11

Źródło: [Damodaran 2011, s. 26].

Premia za ryzyko rynkowe obejmuje wiele rodzajów ryzyka, z których najważniejsze według R. Stalmacha [2005, s. 137] to: ryzyko inflacji, ryzyko stopy procentowej, ryzyko walutowe. Ponadto jak wskazuje D. Zarzecki [2008, s. 110] trzeba mieć na względzie, że wysokość rynkowej premii z tytułu ryzyka determinują też trzy kluczowe czynniki, tj.: zmienność danej gospodarki, ryzyko polityczne oraz struktura rynku kapitałowego. Analizując premię za ryzyko rynkowe, należy również pamiętać o dużych różnicach mogących występować między poszczególnymi krajami (tabela 2 i 3).

Współczynnik beta (β_e) jest trzecim czynnikiem koniecznym do oszacowania modelu CAPM. Współczynnik ten wskazuje, o ile jednostek w przybliżeniu wzrośnie stopa zwrotu akcji, gdy stopa zwrotu wskaźnika rynku wzrośnie o jednostkę [Jajuga i Jajuga 2007, s. 238]. Oznacza on zatem stopień wrażliwości danej akcji

Tabela 2. Roczna premia za ryzyko w krajach rozwiniętych i na rynkach wschodzących (okres obliczeniowy: lata 1988–2010, w %)

Kraje rozwinięte	Rynki wschodzące									
	Azja			Ameryka Łacińska			Europa Wschodnia			Afryka
Australia	9,72	Chiny	3,36	Argentyna	27,36	Czechy	14,64	Egipt	20,16	
Kanada	8,64	Indie	12,72	Brazylia	30,00	Węgry	18,00	Maroko	11,40	
Francja	8,64	Indonezja	20,16	Chile	18,00	Polska	22,80	RPA	13,80	
Niemcy	8,52	Malezja	9,36	Kolumbia	19,32	Rosja	28,92			
Włoch	4,92	Filipiny	8,64	Meksyk	21,60	Turcja	24,36			
Japonia	-1,56	Korea	11,04							
Holandia	8,40									
Norwegia	10,68									
Singapur	8,76									
Hiszpania	8,76									
Szwajcaria	9,00									
Wielka Brytania	5,52									
USA	6,60									

Źródło: obliczenia własne na podstawie: [Donadelli i Proserpi 2012, s. 5, 10–11].

Tabela 3. Roczna premia za ryzyko na rynkach wschodzących w wybranych krajach Europy Środkowej i Wschodniej w latach 2001–2011 (w %)

Kraje	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Albania	.	.	.	.	.	.	10,04	15,75	11,25	11,00	12,00
Białoruś	.	.	.	.	.	.	10,04	15,75	11,25	11,00	15,00
Bośnia i Hercegowina	.	.	.	14,59	13,80	10,91	10,79	17,25	12,75	12,50	13,50
Bułgaria	10,01	13,51	9,32	8,59	8,18	6,94	6,82	9,90	7,50	8,00	8,63
Chorwacja	6,96	6,76	6,62	6,64	6,45	6,41	6,29	9,38	7,50	8,00	9,00
Czechy	6,71	6,01	6,02	6,04	5,70	5,96	5,84	8,10	5,85	6,28	7,28
Estonia	6,71	6,01	6,02	6,04	5,70	5,96	5,84	8,10	5,85	6,28	7,28
Węgry	6,46	6,01	6,02	6,04	5,70	6,11	5,99	8,63	6,90	8,00	9,60
Łotwa	6,81	6,39	6,17	6,19	6,00	6,11	5,99	8,63	7,50	8,00	9,00
Litwa	8,01	6,76	6,25	6,27	6,15	6,11	5,99	8,40	6,90	7,25	8,25
Moldawia	13,01	15,76	16,07	16,09	15,30	13,91	13,79	24,00	15,75	14,00	15,00
Czarnogóra	.	.	.	.	.	.	.	12,00	9,75	9,88	10,88
Polska	6,71	6,39	6,17	6,19	6,00	6,11	5,99	8,40	6,08	6,50	7,50
Rumunia	11,01	13,51	10,82	10,84	8,18	6,94	6,82	9,90	7,50	8,00	9,00
Rosja	9,51	10,51	7,00	7,02	6,60	6,64	6,52	9,00	6,90	7,25	8,25
Słowacja	6,96	6,54	6,25	6,27	6,00	5,96	5,84	8,10	5,85	6,28	7,28
Słowenia	6,41	5,86	5,87	5,89	5,70	5,66	5,54	7,50	5,40	5,75	7,28
Ukraina	13,01	15,76	11,57	11,59	10,80	10,16	10,04	15,75	12,75	12,50	13,50

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z lat 2001–2011: [Damodaran 2012].

na zmiany stopy zwrotu wskaźnika rynku. Z interpretacji tej wynika, że współczynnik beta może być traktowany jako miara ryzyka rynkowego (systematycznego) rozpatrywanej akcji.

Współczynnik beta najczęściej obliczany jest na podstawie danych historycznych z rynku akcji. Beta traktowany jest jako parametr funkcji regresji (zależności) pomiędzy stopą zwrotu z danego papieru wartościowego a rynkową stopą zwrotu [Jajuga i Jajuga 2007, s. 239]. Można go obliczyć, korzystając z następujących wzorów:

$$\beta_i = \frac{\sum_{t=1}^N (r_{it} - \bar{r})(r_{Mt} - \bar{r}_M)}{\sum_{t=1}^N (r_{Mt} - \bar{r}_M)^2}$$

lub równoważnie:

$$\beta_i = \frac{Cov_{iM}}{\sigma_M^2} \quad \text{albo} \quad \beta_i = p_{iM} \frac{\sigma_i}{\sigma_M},$$

gdzie:

N – liczba okresów z przeszłości, z których pochodzą dane,

r_{it} – stopa zwrotu akcji i -tej spółki w okresie t ,

r_{Mt} – stopa zwrotu indeksu rynku w okresie t ,

\bar{r}_i – średnia arytmetyczna stóp zwrotu akcji i -tej spółki,

\bar{r}_M – średnia arytmetyczna stóp zwrotu indeksu rynku,

Cov_{iM} – kowariancja stopy zwrotu akcji i -tej spółki i stopy zwrotu portfela rynkowego,

p_{iM} – współczynnik korelacji stopy zwrotu akcji i -tej spółki i stopy zwrotu portfela rynkowego,

σ_i – odchylenie standardowe stopy zwrotu akcji i -tej spółki,

σ_M – odchylenie standardowe stopy zwrotu wskaźnika rynku,

σ_M^2 – wariancja wskaźnika rynku.

Jak wskazują powyższe wzory, korzystając z danych z przeszłości, można w różny sposób oszacować współczynnik beta. Należy jednak pamiętać, że przystępując do szacowania współczynnika beta istotne jest założenie odpowiedniego przedziału czasowego wykorzystywanych stóp zwrotu. Biorąc do obliczeń stopy zwrotu dzienne lub *intra-day*, liczba obserwacji będzie wysoka. W tym przypadku nie uchwyci się jednak stóp zwrotu w okresach, kiedy nie były zawierane transakcje – stopy zwrotu w tych okresach będą równe zero (mimo że rynek przez cały czas reaguje na napływające informacje). Wykorzystując do kalkulacji, jak sugeruje to A. Damodaran [2007, s. 333], stopy zwrotu tygodniowe lub miesięczne, błąd związany z okresami beztransakcyjnymi będzie mniejszy.

3. Szacowanie wartości kosztu kapitału własnego

W niniejszym artykule, wykorzystując model CAPM, oszacowano i przedstawiono kształtowanie się kosztu kapitału własnego. Analizą objęto wszystkie spółki sektora bankowego, które były notowane w latach 2001–2011 na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) i one też stanowiły wyjściową próbę badawczą. Na wstępie z próby tej wyeliminowano spółki (dla danego roku), które albo debiutowały na giełdzie w danym roku albo też z giełdy zostały w danym roku wycofane, co w każdym z przypadków uniemożliwiało oszacowanie wskaźnika beta dla danego roku. W dalszej kolejności z analizowanej próby usunięto spółki zagraniczne (Bank Austria Creditanstalt AG oraz Unicredit S.P.A.), skupiając się w badaniach tylko na podmiotach krajowych. W wyniku tak przeprowadzonych eliminacji otrzymano finalną próbę badawczą, składającą się z 15 banków, które odpowiadały za 144 badane zdarzenia.

Aby zastosować model CAPM, należy oszacować trzy czynniki, tj. stopę zwrotu wolną od ryzyka, rynkową premię z tytułu ryzyka oraz ryzyko systematyczne – współczynnik beta. Jako stopę zwrotu wolną od ryzyka (r_{RF}) przyjmuje się najczęściej bieżącą rentowność krótkoterminowych bonów skarbowych, ponieważ ryzyko związane z niewypłacalnością emitenta oraz ryzyko zmiany stopy zwrotu jest bliskie zeru. Należy też wspomnieć, że pojawiają się opinie, że jako stopę zwrotu wolną od ryzyka powinno się przyjmować aktualną rentowność średnio- lub długoterminowych obligacji skarbowych, ponieważ okres ich obecności na rynku kapitałowym jest bardziej zbliżony do długości tego okresu dla akcji, niż w przypadku bonów skarbowych [Byrka-Kita 2005, s. 157–166; *Determinanty i modele...* 2007, s. 131].

Mając na względzie wcześniejsze uwagi oraz horyzont czasowy dokonywanych analiz, jako stopę zwrotu wolną od ryzyka przyjęto średnie w danym roku oprocentowanie 52-tygodniowych bonów skarbowych (tabela 4)¹.

Tabela 4. Średnia rentowność 52-tygodniowych bonów skarbowych w latach 2001–2011 (w %)

2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
14,64	8,24	5,34	6,63	5,09	4,2	4,64	6,47	4,65	3,91	4,46

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów <http://mf.gov.pl/dokument.php?const=5&dzial=724&id=69875&typ=news>, dostęp: 20.07.2012.

¹ Tego typu podejście jest reprezentowane przez wielu polskich ekonomistów, którzy określając stopę zwrotu wolną od ryzyka, przyjmują bieżącą rentowność krótkoterminowych bonów skarbowych. [Cwynar i Cwynar 2002, s. 401; Duliniec 2001 s. 96; Jerzmanowska 1999, s. 50; Stalmach 2005, s. 137].

Wysokość przeciętnej rynkowej premii za ryzyko ($r_M - r_{RF}$) – zgodnie z wcześniej zaprezentowanym wzorem – liczona jest jako różnica pomiędzy stopą zwrotu z portfela rynkowego (r_M) a stopą zwrotu wolną od ryzyka (r_{RF}).

Warszawski Indeks Giełdowy (WIG) obliczany jest od dnia rozpoczęcia notowań na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W skład portfela indeksu WIG wchodzi akcje wszystkich spółek giełdowych, tak z rynku podstawowego, jak i równoległego, spełniające kryteria co do wartości i liczby akcji w wolnym obrocie. W 2011 r. np. w skład indeksu WIG wchodziło 370 spółek spośród 426 notowanych na GPW tym samym jako przeciętną rynkową stopę zwrotu z portfela rynkowego (r_M) przyjęto stopę zwrotu z indeksu WIG (tabela 5).

Tabela 5. Stopa zwrotu z indeksu WIG w latach 2001–2011 (w %)

2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
-21,99	3,19	44,92	27,94	33,66	41,6	10,39	-51,07	46,85	18,77	-20,83

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie: http://www.gpw.pl/analizy_i_statystyki_pelna_wersja, dostęp: 20.07.2012.

W niniejszym artykule wstępnie wysokość przeciętnej rynkowej premii za ryzyko oszacowana została tym samym jako różnica pomiędzy stopą zmiany wartości indeksu WIG w danym roku a stopą zwrotu z 52-tygodniowych bonów skarbowych w badanym roku działalności spółek. Kształtowanie się tak skalkulowanej premii za ryzyko przedstawia tabela 6.

Tabela 6. Przeciętna rynkowa premia za ryzyko w latach 2001–2011 (w %)

2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
-36,63	-5,05	39,58	21,31	28,57	37,4	5,75	-57,54	42,2	14,86	-25,29

Źródło: obliczenia własne na podstawie tabel 4 i 5.

Obserwując wyniki obliczeń zaprezentowane w tabeli 6, można zauważyć duże wartości i ogromną niestabilność rynkowej premii za ryzyko. Premia ta waha się od minimum $-57,54\%$ w 2008 r. do maksimum $+42,2\%$ w 2009 r., co oznacza w ciągu tych lat zmianę o prawie 100 pkt proc. Na te wysokości niewątpliwie wpływ wywierają duże wahania przeciętnej rynkowej stopy zwrotu z portfela rynkowego oraz przyjęta metodologia, a wszystko to sprawia, że przydatność do dalszych obliczeń tak wyznaczonej przeciętnej rynkowej premii za ryzyko jest bardzo ograniczona. Z tych powodów w dalszych obliczeniach kosztu kapitału własnego przyjęto wysokość premii za ryzyko rynkowe zgodnie z rekomendacją A. Damodarana. A. Damodarana [2012] corocznie (począwszy od 2001 r.) szacuje premię za ryzyko rynkowe dla wielu państw, w tym dla Polski, kalkulując ją jako

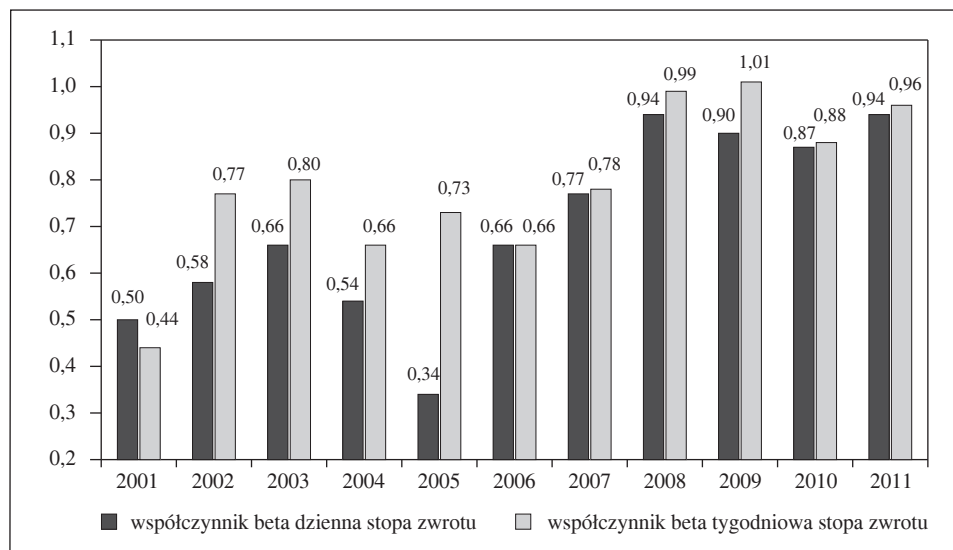
sumę premii za ryzyko w dojrzałej gospodarce (USA) i dodatkowej premii za ryzyko danego kraju.

Tabela 7. Premia za ryzyko rynkowe w Polsce według A. Damodarana w latach 2001–20011 (w %)

2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
6,71	6,39	6,17	6,19	6	6,11	5,99	8,4	6,08	6,5	7,5

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z lat 2001–2011 oraz: [Damodaran 2012].

Współczynnik beta, jak już wspomniano, jest miarą zmienności akcji w relacji do głównego indeksu rynku, na którym akcja ta jest notowana. W przypadku GPW w Warszawie podstawą odniesienia był WIG. Mając na względzie wcześniejsze uwagi odnoszące się do przedziału czasowego wykorzystywanych stóp zwrotu, w niniejszym opracowaniu dokonano kalkulacji współczynnika beta dla każdej spółki z wykorzystaniem zarówno z dziennych, jak i tygodniowych stóp zwrotu (rys. 1). Ostatecznie w obliczeniach kosztu kapitału wykorzystano jednak tylko współczynniki beta skalkulowane na podstawie tygodniowych stóp zwrotu (tabela 8).



Rys. 1. Średni w danym roku poziom współczynnika beta, kalkulowanego na podstawie dziennych i tygodniowych stóp zwrotu, w spółkach sektora bankowego notowanych na GPW w Warszawie w latach 2001–2011

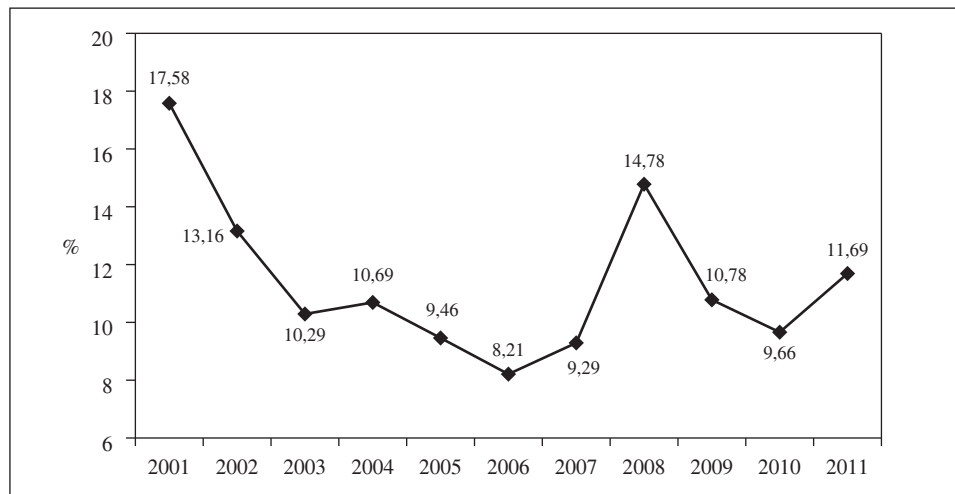
Źródło: obliczenia własne na podstawie danych bazy Notoria: <http://www.analizaportfelowa.pl/Stocks/StockAnalysis.aspx#>, dostęp: 15.05.2012.

Tabela 8. Współczynnik beta w spółkach sektora bankowego notowanych na GPW w Warszawie w latach 2001–2011 (finalna próba badawcza)

Banki	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
HANDLOWY	0,21	0,34	0,84	0,65	0,38	0,48	0,87	0,92	0,94	0,81	0,86
NORDEABP	0,28	-0,19	0,84	-0,12	0,33	-0,02	0,84	0,61	0,06	0,42	0,27
INGBSK	0,04	0,33	0,75	0,37	0,62	0,76	0,71	0,99	1,18	1,07	0,99
BOS	-0,04	0,47	0,34	0,76	0,07	0,05	0,46	0,46	0,37	0,16	0,40
BRE	0,84	1,41	1,20	0,74	0,76	0,83	1,09	1,76	1,85	1,45	1,13
KREDYTB	0,07	0,42	0,67	0,88	0,70	0,74	1,12	0,73	1,17	0,54	1,19
BZW/BK	1,02	1,32	1,37	1,09	0,92	1,00	1,07	1,48	1,74	1,08	0,46
MILLENNIUM	1,47	1,33	0,81	1,56	0,46	0,63	1,16	1,83	1,68	1,37	1,41
BANKBPH	0,82	1,56	1,49	1,36	1,14	1,11	0,05	0,92	0,67	0,64	1,35
PEKAO	0,75	1,45	1,06	1,32	1,31	1,15	0,92	1,38	1,86	1,27	0,93
BNPPL	-0,08	-0,0007	0,52	0,07	1,18	0,02	0,78	0,27	-0,22	0,49	0,90
DZPOLSKA	0,02	0,86	0,57	-0,12	0,60	.	0,05	-0,004	-0,08	.	-
PKOBP	-	-	-	-	0,996	1,13	0,98	1,36	1,53	1,29	1,01
GETINOBLE	-	-	-	-	-	-	-	1,15	1,37	0,90	1,63
DBPBC	0,30	0,72	-0,02	-0,03	-	-	-	-	-	-	-

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych bazy Notoria: <http://www.analizaportfelowa.pl/Stocks/StockAnalysis.aspx#>, dostęp: 15.05.2012.

Oszacowane trzy czynniki pozwalają przystąpić do finalnego obliczenia poziomu kosztu kapitału własnego. W ujęciu modelowym dla Banku Handlowego w Warszawie wszystkie parametry i obliczenia zawarto w tabeli 9. Kształtowanie się kosztu kapitału własnego w poszczególnych bankach giełdowych przedstawiono w tabeli 10, a na rys. 2 zobrazowano średnie wartości dla całej finalnej próby badawczej w kolejnych latach, tj. od 2001 r. do 2011 r.



Rys. 2. Średni w danym roku koszt kapitału własnego w spółkach sektora bankowego notowanych na GPW w Warszawie w latach 2001–2011

Źródło: obliczenia własne na podstawie tabeli 10.

Jak wynika z rys. 2, w badanym okresie średnie wartości wskaźnika kosztu kapitału własnego w sposób znaczący ulegały zmianom, obniżając się w początkowym okresie z poziomu 17,58% do 8,21% (zmiana o 9,37 pkt proc.), aby następnie w 2008 r. wzrosnąć do 14,78% i w kolejnych latach ponownie się obniżyć. Analizując kształtowanie się wartości wskaźnika, można z dużym prawdopodobieństwem stwierdzić, że pozytywne tendencje mające miejsce na rynkach wschodzących w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, w szczególności bliska perspektywa rozszerzenia UE, a następnie rozszerzenie UE były tymi czynnikami, które w latach 2001–2006 w sposób znaczący przyczyniły się do spadku ryzyka gospodarczego i politycznego w Polsce, a tym samym do obserwowanego obniżenia się wskaźnika średniego kosztu kapitału własnego wśród banków notowanych na GPW. W kolejnych latach, tj. 2007–2011, to niewątpliwie kryzys finansowy był czynnikiem, który odcisnął swoje piętno na kształtowaniu się wskaźnika średniego kosztu kapitału własnego.

Tabela 9. Kalkulacja kosztu kapitału własnego dla spółki Bank Handlowy w Warszawie SA

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
$k_E = r_{RF} + \beta_e \times (r_M - r_{RF})$	14,64	8,24	5,34	6,63	5,09	4,20	4,64	6,47	4,65	3,91	4,46
r_{RF}	6,71	6,39	6,17	6,19	6,00	6,11	5,99	8,40	6,08	6,50	7,50
β_e	0,21	0,34	0,84	0,65	0,38	0,48	0,87	0,92	0,94	0,81	0,86
k_E	16,05	10,41	10,52	10,65	7,37	7,13	9,85	14,20	10,37	9,18	10,91

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych w tabelach 4, 7 i 8.

Tabela 10. Koszt kapitału własnego w spółkach sektora bankowego notowanych na GPW w Warszawie w latach 2001–2011 (finalna próba badawcza)

Banki	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
HANDLOWY	16,05	10,41	10,52	10,65	7,37	7,13	9,85	14,20	10,37	9,18	10,91
NORDEABP	16,52	7,03	10,52	5,89	7,07	4,08	9,67	11,59	5,01	6,64	6,49
INGBSK	14,91	10,35	9,97	8,92	8,81	8,84	8,89	14,79	11,82	10,87	11,89
BOS	14,37	11,24	7,44	11,33	5,51	4,51	7,40	10,33	6,90	4,95	7,46
BRE	20,28	17,25	12,74	11,21	9,65	9,27	11,17	21,25	15,90	13,34	12,94
KREDYT	15,11	10,92	9,47	12,08	9,29	8,72	11,35	12,60	11,76	7,42	13,39
BZWBK	21,48	16,67	13,79	13,38	10,61	10,31	11,05	18,90	15,23	10,93	7,91
MILLENNIUM	24,50	16,74	10,34	16,29	7,85	8,05	11,59	21,84	14,86	12,82	15,04
BANKBPH	20,14	18,21	14,53	15,05	11,93	10,98	4,94	14,20	8,72	8,07	14,59
PEKAO	19,67	17,51	11,88	14,80	12,95	11,23	10,15	18,06	15,96	12,17	11,44
BNPPL	14,10	8,24	8,55	7,06	12,17	4,32	9,31	8,74	3,31	7,10	11,21
DZPOLSKA	14,77	13,74	8,86	5,89	8,69	.	4,94	6,44	4,16	.	–
PKOBP	–	–	–	–	11,07	11,10	10,51	17,89	13,95	12,30	12,04
GETINOBLE	–	–	–	–	–	–	–	16,13	12,98	9,76	16,69
DBPBC	16,65	12,84	5,22	6,44	–	–	–	–	–	–	–

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych w tabelach 4, 7 i 8.

4. Podsumowanie

Według zaprezentowanych szacunków kosztu kapitału własnego w latach 2001–2011 dokonanych na wyłonionej próbie spółek sektora bankowego notowanych na GPW w Warszawie, najwięcej trudności w trakcie określania parametrów modelu CAPM nastęrcza szacowanie premii z tytułu ryzyka. Należy jednak zaznaczyć, że kalkulacja premii z tytułu ryzyka jest problematyczna nie tylko na rynkach wschodzących. Odnosi się to do wszystkich rynków posiadających znacznie krótszą historię niż rynek amerykański i charakteryzujących się większą zmiennością.

Jak wynika z dokonanych obliczeń, koszt kapitału własnego w największym stopniu kształtuje właśnie premia za ryzyko. Za jego zmienność odpowiedzialna jest jednak przede wszystkim nominalna stopa zwrotu wolna od ryzyka. Współczynnik zmienności² stopy wolnej od ryzyka wynosi bowiem aż 50%, natomiast premii za ryzyko rynkowe tylko 12%.

Jak wynika z badań, stopy zwrotu z krótkoterminowych papierów rządowych ulegają znacznie większym wahaniom niż te, które odnoszą się do instrumentów o dłuższym terminie zapadalności [Byrka-Kita 2011, s. 166]. Stąd większość analityków w rozwiniętych gospodarkach, szacując koszt kapitału własnego jako stopę zwrotu pozbawioną ryzyka, przyjmuje stopę zwrotu z długoterminowych instrumentów dłużnych emitowanych przez rząd [Damodaran 2002, s. 220]. W Polsce w zależności od konkretnej emisji papierów skarbowych, stopy zwrotu mogą się różnić między sobą nawet o kilka pkt procentowych. Ponadto większość obligacji emitowanych przez ministerstwo finansów to obligacje ze zmienną stopą procentową, dlatego też wciąż w większości szacunków jako stopę zwrotu wolną od ryzyka przyjmuje się średnią w danym roku rentowność 52-tygodniowych bonów skarbowych.

Literatura

- Bruner R.F. i in. [1998], *Best Practices in Estimating the Cost of Capital: Survey and Synthesis*, „Financial Practice and Education”, t. 8, nr 1.
- Bruner R.F. i in. [2008], *Market Integration in Developed and Emerging Markets: Evidence from the CAPM*, „Emerging Markets Review”, nr 9.
- Byrka-Kita K. [2005], *Wybrane problemy szacowania stopy zwrotu wolnej od ryzyka*, Uniwersytet Szczeciński Zeszyty Naukowe nr 397, Prace Instytutu Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw nr 42, Szczecin.

² Liczony jako relacja ryzyka od oczekiwanego dochodu czyli odchylenia standardowego stopy wolnej od ryzyka/premii za ryzyko do oczekiwanej stopy wolnej od ryzyka/oczekiwanej premii za ryzyko [Jajuga i Jajuga 2007, s. 191].

- Byrka-Kita K. [2011], *Technika składania (build-up approach) jako alternatywna metoda szacowania kosztu kapitału*, Uniwersytet Szczeciński Zeszyty Naukowe nr 629, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 21, Szczecin.
- Copeland T., Koller T., Murrin J. [2000], *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies*, 3 ed., John Wiley & Sons, New York.
- Cwynar A., Cwynar W. [2002], *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.
- Damodaran A. [2002], *Investment Valuation. Tools & Techniques for Determining the Value of Any Asset*, 2 ed., John Wiley & Sons, New York.
- Damodaran A. [2006], *Damodaran on Valuation-Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, 2 ed., John Wiley & Sons, New York.
- Damodaran A. [2007], *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, wyd. 2, Helion, Gliwice.
- Damodaran A. [2011], *Equity Risk Premiums (ERP). Determinants, Estimation and Implications – The 2011 Edition*, <http://ssrn.com/abstract=1769064>.
- Damodaran A. [2012], *Estimating Country Risk Premiums*, http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/data.html.
- Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw* [2007], red. W. Skoczylas, PWE, Warszawa.
- Donadelli M., Proserpi L. [2012], *The Equity Risk Premium: Empirical Evidence from Emerging Markets*, CASMEF Working Paper Series, Working Paper nr 1, Rome.
- Duliniec A. [2001], *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa.
- Fernández P. [2010], *The Equity Premium in 150 Textbooks*, IESE Business School, <http://ssrn.com/abstract=1473225>.
- Foong S., Goh K. [2010], *Measuring the Cost of Equity of Emerging Market Firms: the Case of Malaysia*, „Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance”, t. 6, nr 1.
- Graham J.R., Harvey C.R. [2001], *The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field*, „Journal of Financial Economics”, t. 60.
- Jajuga K., Jajuga T. [2007], *Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, PWN, Warszawa,
- Jerzmanowska M. [1999], *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, PWN, Warszawa,
- Mongrut S. i in. [2010], *Estimating the Cost of Equity in the Baltic Region*, „Ekonomika”, t. 89, nr 3.
- Pereiro L.E. [2006], *The Practice of Investment Valuation in Emerging Markets: Evidence from Argentina*, „Journal of Multinational Financial Management”, nr 16.
- Stalmach R. [2005], *Zarządzanie firmą w interesie akcjonariuszy*, Difin, Warszawa.
- Thiripalraju M., Acharya R. [2010], *The Cost of Equity for Indian Banks: A CAPM Approach*, http://www.uticm.com/Research/PDFs/TheCostofEquity_sr9.pdf.
- von Jenner M.H. [2008], *Calculating the Cost of Equity in Emerging Markets*, „The Finsia Journal of Applied Finance”, nr 4.
- Welch I. [2008], *The Consensus Estimate for the Equity Premium by Academic Financial Economists in December 2007*, Brown University, <http://ssrn.com/abstract=1084918>.
- Zarzecki D. [2008], *Indeks ryzyka w wycenie przedsiębiorstw*, Uniwersytet Szczeciński Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 1, Szczecin.
- Zarzecki D. [2010], *Metoda składania i inne techniki szacowania kosztu kapitału własnego*, Uniwersytet Szczeciński Zeszyty Naukowe nr 636, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 36, Szczecin.

Zarzecki D., Byrka-Kita K. [2005], *Propozycja procedury szacowania kosztu kapitału własnego uwzględniającej specyfikę rynków wschodzących* (część 1), „Biuletyn e-rachunkowość”, nr 1, <http://e-rachunkowosc.pl/artukul.php?view=14>.

Streszczenie

Koncepcja kosztu kapitału własnego jest jednym z kluczowych zagadnień zarządzania finansami przedsiębiorstw. Z licznych opracowań naukowych i praktyki gospodarczej jednak wynika, że nie ma jednej, uniwersalnej techniki szacowania kosztu kapitału własnego. Ponadto nawet w ramach danej techniki często nie ma zgodności co do sposobu wyznaczania podstawowych jej parametrów.

W artykule skupiono się na najpopularniejszej technice szacowania kosztu kapitału własnego, tj. metodzie CAPM. Wątpliwości i problemy pojawiające się przy szacowaniu kosztu kapitału własnego zostały zarówno omówione i następnie przedstawione na przykładzie spółek sektora bankowego notowanych na GPW w Warszawie w latach 2001–2011.

Słowa kluczowe: koszt kapitału własnego, metoda CAPM, rynki wschodzące, polski sektor bankowy.

Estimating the Cost of Equity – The Example of the Polish Banking Sector

The concept of the cost of equity is one of the key issues of corporate financial management. However, numerous scientific studies as well as economic practice show that there is no single, universal technique for estimating the cost of equity. Moreover, even within a given technique there is often no consensus on how to determine its basic parameters.

This article focuses on the most popular technique for estimating the cost of equity, i.e. the CAPM approach. Doubts and problems arising while estimating the cost of equity are analysed and then presented on the example of the banking sector companies listed on the Warsaw Stock Exchange in the years 2001–2011.

Keywords: cost of equity, CAPM approach, emerging markets, polish banking sector.