eFinanse
finansowy kwartalnik internetowy

e-Finanse : finansowy kwartalnik internetowy

Nr 1/2005

www.e-finanse.com

eFinanse
finansowy kwartalnik internetowy
Prof. dr hab. Leszek Balcerowicz
Prezes Narodowego Banku Polskiego

Lekcje z historii, wyzwania dla ekonomii

Dlaczego niektóre biedniejsze kraje odnoszą sukcesy w nadrabianiu dystansu wobec krajów bogatych, a inne, przeciwnie, dystans ów zwiększają? Co tłumaczy stałą utratę dystansu przez całe grupy państw? Co odróżnia kraje, które nadrabiają gospodarczy dystans od krajów, które go tracą? To fundamentalne pytania i starszej, i nowszej ekonomii. Doświadczenia ekonomistów i dorobek badawczy historii gospodarczej pozwalają na analizę przyczyn zróżnicowanego tempa rozwoju.

Czas rozwoju, czas olbrzymiego zróżnicowania…

Do 1800 r. przeciętny standard życia ludzi różnił się niewiele zarówno pomiędzy różnymi okresami wcześniejszej historii, jak i pomiędzy rozmaitymi obszarami świata. Wielu historyków uważa, że Chiny były bardziej rozwinięte niż Europa do ok. 1600 r., ale nie były to kolosalne różnice. Zdaniem jednych badaczy na początku XIX w. przeciętny poziom życia był w Europie Zachodniej, w Chinach i na półwyspie Indyjskim podobny. Inni szacują, że dochód na głowę w 1820 r. był w tym pierwszym regionie około dwa razy wyższy niż na innych wielkich i stosunkowo gęsto zaludnionych obszarach. Te różnice były wielokrotnie mniejsze niż dzisiaj. Wiek XIX miał przynieść jednak olbrzymie zmiany.

Oto bowiem, z początkiem XIX w., w prawdopodobnie już bogatszej niż reszta świata Europie Zachodniej rozpoczęło się coś absolutnie niezwykłego w skali historycznej: nowoczesny wzrost gospodarczy. Objął on także niektóre ówczesne kolonie (Amerykę Północną, Australię i Nową Zelandię). Przeciętny dochód na głowę mieszkańca w latach 1820-1989 rósł osiem razy szybciej niż w epoce przedkapitalistycznej! Tymczasem w innych krajach świata, za wyjątkiem Japonii, takie przyspieszenie nie nastąpiło aż do lat 1950-60. W rezultacie, historia naszego globu w ostatnich ponad 200 latach to historia gwałtownego gospodarczego odrywania się potencjału ekonomicznego i poziomu życia na Zachodzie w stosunku do reszty świata.

Relacje przeciętnego dochodu na głowę w kraju najbogatszym do takiego dochodu w najbiedniejszym wzrosła z 6:1 w 1820 r. do 70:1 w 1992 r.

Z czego wynikał gwałtownie przyspieszony wzrost w krajach Zachodu? Nie można go wyjaśnić zwiększonym czasem pracy, bo w XX w. uległ on skróceniu. Nie tłumaczą go też w pełni zwiększone nakłady kapitału. Historia zna zresztą wiele przykładów wzrostu inwestycji i spadającej dynamiki rozwoju, bo inwestowano nietrafnie, a powiększony aparat wytwórczy był źle wykorzystywany. To była m.in. cecha i zarazem główna przyczyna gospodarczej klęski socjalizmu. Badania pokazały, że nowoczesny wzrost w kapitalizmie miał swoje główne źródło w powiększającej się wydajności pracy i kapitału dzięki postępowi techniki. S. Kuznets, amerykański noblista ukraińskiego pochodzenia, oszacował średni udział tego czynnika w długofalowym rozwoju krajów kapitalistycznych na 80%. Ale dlaczego jedne kraje były w stanie zacząć wprowadzać postęp techniczny, a inne nie? To jest jedno w głównych pytań współczesnej historii gospodarczej i ekonomii.

Choć Zachód jako całość gwałtownie przyspieszył na początku XIX w. w stosunku do reszty świata, to pozycja startowa poszczególnych krajów Zachodu była nierówna. W latach 1820-70 niekwestionowanym liderem była Wielka Brytania, gdzie dochód na głowę rósł średnio co roku o 1,2%. Tylko trzy kraje rosły szybciej: Stany Zjednoczone, Australia, Belgia. W latach 1870-1913 brytyjskiego lidera zaczęły wyprzedzać w tempie wzrostu już nie tylko Stany Zjednoczone, ale i Kanada, Niemcy, Francja, kraje skandynawskie, Japonia, Włochy.

W okresie 1913-50 Skandynawia kontynuowała swój przyśpieszony – w stosunku do czołówki – wzrost, podczas gdy m.in. Niemcy, Włochy, Japonia, Austria, zwiększały swój dochód na głowę znaczniej wolniej niż ona. Gwałtowne przyspieszenie wzrostu i zarazem dochodzenie do lidera (Stany Zjednoczone) w poziomie dochodu na głowę wystąpiło w latach 1950-73. Wtedy to Japonia powiększyła ten dochód w niebywałym tempie 8% rocznie, Włochy – w tempie 5%, Niemcy i Austria – 4,9%, Francja – 4%. Ale z kolei od początku lat 90. XX w. Stany Zjednoczone wyraźnie przyspieszyły w stosunku do Japonii, Francji, Niemiec i Włoch, a dawny lider – Wielka Brytania – od połowy lat 80. też zaczął rozwijać się szybciej niż te kraje. Pojawił się też celtycki tygrys – Irlandia.

Nie tylko Zachód…

Okres powojenny przyniósł nie tylko przyspieszenie wzrostu w niektórych krajach Zachodu, ale i po raz pierwszy w historii świata – gwałtowny rozwój w niektórych krajach Azji. Japonia, o której już była mowa, powiększyła swój dochód na głowę mieszkańca w latach 1955-80 pięć razy! Tego samego czynu dokonał w okresie 1965-90 Tajwan, a w tym samym czasie Korea Płd. uzyskała wskaźnik 6,3 raza. Imponujące wyniki uzyskały też Hong-Kong, Singapur, Tajlandia, Malezja i Indonezja. Od końca lat 70. do dzisiejszych tygrysów dołączył ludnościowy gigant: Chiny. Przyspieszył też – choć nie w takim stopniu – inny kolos: Indie. Takiej akceleracji wzrostu nie znała przedtem historia. Dwaj amerykańscy badacze, S. L. Parente i E. C. Prescott (laureat Nagrody Nobla z ekonomii w 2004 r.), obliczyli, że biedne kraje, które dołączyły do nowoczesnego wzrostu do 1950 r. potrzebowały średnio 45 lat, aby podwoić swój dochód na głowę, podczas gdy po 1950 r. – tylko 15 lat.

Poza Azją cuda gospodarcze zdarzały się dotąd dużo rzadziej. W Ameryce Łacińskiej samotną wyspą na polu przyspieszania pozostaje Chile, które powiększyło swój dochód na głowę z 44% średniej w Europie Zachodniej w 1973 r. do 54% w 1998 r. Dla całej Ameryki Łacińskiej wskaźnik też obniżył się z 55% w 1950 r. do 30% w 2001 r. W Afryce enklawą szybkiego wzrostu jest Botswana.

W czasach socjalizmu propagandzie gospodarczego sukcesu towarzyszyła w krajach nim dotkniętych systematyczna utrata ekonomicznego dystansu w stosunku do Zachodu. Przykładowo, na początku lat 50. dochód per capita w Polsce był zbliżony do hiszpańskiego, w 1989 r. wynosił mniej niż połowę dochodu w Hiszpanii. Nasz kraj należy do nielicznych państw byłego bloku radzieckiego, któremu udało się po 1989 r. trochę odrobić stracony czas.

Lekcje z doświadczeń

Przyspieszonemu rozwojowi gospodarczemu ostatnich dwustu lat we wspomnianych wcześniej krajach towarzyszyła ewolucja poglądów ekonomicznych. Warto chłodnym okiem spojrzeć na doświadczenia gospodarcze, w tym na błędy, które popełniano, sprawiając, że na

dziesięciolecia rozwój gospodarczy był hamowany, mimo iż jednocześnie szermowano hasłami „postępu" i „rozwoju" właśnie.

Pod wpływem różnych sił państwa Zachodu rozwijały od końca XIX w. socjalno-ekonomiczny interwencjonizm. Dopiero na przełomie lat 70. i 80. XX w. – wskutek jego narastających negatywnych skutków (wysoka inflacja, duże bezrobocie, powolny wzrost gospodarczy), a także coraz bardziej widocznej klęski socjalizmu – rozpoczął się na Zachodzie zwrot ku wolności gospodarczej. Jego pionierami byli wśród polityków Margaret Thatcher w Wielkiej Brytanii, Ronald Reagan w Stanach Zjednoczonych, a wśród akademickich intelektualistów m.in. Fryderik Hayek, Ludwig von Mises, Milton Friedman. Niemcy pod władzą socjaldemokratów odrabiają obecnie opóźnioną lekcję z ekonomicznego liberalizmu. Przed takim zadaniem stoją też m.in. Francja i Włochy, nie mówiąc już o wielu państwach Trzeciego Świata.

Zwrot ku wolności gospodarczej daje szansę na zdynamizowanie rozwoju. Nie jest to możliwe bez racjonalnego ograniczania państwa w gospodarce. Rozrost państwa, ograniczający wolność gospodarczą, przyniósł w XX w. wątpliwe korzyści. Im większa była ekspansja etatyzmu, tym – generalnie – większe szkody. Państwa, które zabrały ludziom gospodarczą swobodę, pozbawiły ich zarazem szansy na dobrobyt.

Rozrost wydatków, a więc i ekspansja budżetu państwa, następuje często jako wynik przedwyborczej rywalizacji, w której różnego rodzaju „programy socjalne" służą jako karta przetargowa. Powodzenie tego typu strategii zwiększa liczbę beneficjentów budżetu, a ci są zainteresowani tym, by wydatki budżetowe, z których korzystają, nie były redukowane. Dlatego wiele wydatków łatwiej zwiększyć, niż ograniczyć. Przykładem niech będzie Szwecja. W kraju tym stosunek liczby osób finansowanych z podatków do liczby osób opłacanych przez rynek wzrósł z 0,38 w 1960 r. do 1,83 w 1995 r. Kryzys gospodarczy wymusił w pierwszej połowie lat 90. radykalne ograniczenie budżetu.

Doświadczenia historyczne pokazały, jak duże szkody potrafi wyrządzić w gospodarce wszechwładne państwo. Rozrost państwa tłumiący gospodarczą wolność nie okazała się receptą na biedę, lecz przeciwnie – sposobem na jej utrwalenie. Trzeba zerwać z opinią, że jeśli państwo czegoś nie zrobi, nikt tego nie zrobi. Powszechne wyznawanie takiego

poglądu to recepta na wysokie podatki, powolny wzrost gospodarczy, duże bezrobocie i duże wydatki budżetu, co prowadzi do …wysokich podatków itd. Publiczne uświadamianie tego mechanizmu to zadanie dla ekonomistów. Ma to szczególne znaczenie zwłaszcza teraz, gdy w wielu krajach tak głośne są dyskusje o roli finansów publicznych w gospodarce, i gdy tak silna jest presja na łamanie przyjmowanych na forach międzynarodowych i niestety nierespektowanych w pełni zasad ograniczania ekspansji państwa oraz „naginania" reguł budżetowych do doraźnych potrzeb politycznych.

Odpowiedź na pytania związane z mechanizmami sprzyjającymi budowaniu i utrwalaniu dobrobytu gospodarczego to tylko niektóre z zadań ekonomii na najbliższe lata. Wszak pytań i problemów jest więcej. Dobrze więc, że – przez stworzenie kwartalnika „e-Finanse" pojawia się nowe forum wymiany poglądów.

eFinanse
finansowy kwartalnik internetowy
Dr Andrzej Cwynar
Kierownik Zakładu Finansów
Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania w Rzeszowie

Stopa zwrotu z kapitału przedsiębiorstwa: wybrane zagadnienia

Wprowadzenie

W ocenie wyników działalności każdego przedsiębiorstwa szczególną rolę odgrywa jego **rentowność**, czyli zdolność do generowania zysków (dochodowość). Działalność biznesowa jest przecież podejmowana i prowadzona ze względu na jej potencjał zarobkowy. To, czy przedsiębiorstwo jest rentowne czy też nie, jest swoistym kryterium podsumowującym wszystkie działania podjęte wcześniej w jego ramach. Nie bez przyczyny na szczycie piramidy DuPonta znajduje się właśnie miernik rentowności i nie bez przyczyny jest to miernik korzyści, jakie przedsiębiorstwo przynosi swoim właścicielom (ROE). Przedsiębiorstwa działają przecież przede wszystkim po to, by to im przynosić maksymalnie wysokie (finansowe) korzyści. Ze struktury modelu DuPonta wyraźnie wynika, że rentowność właścicielskiego kapitału zainwestowanego w przedsiębiorstwo jest „zbiorczym" wynikiem, na który wpływ mają zarówno poziom zadłużenia przedsiębiorstwa, jak i jego aktywność oraz płynność.

Stopa zwrotu z kapitału przedsiębiorstwa w prostej definicji

ROE reprezentuje grupę mierników opisujących rentowność zainwestowanego w przedsiębiorstwo kapitału, mających konstrukcję stopy zwrotu. Ogólnie **stopę zwrotu z kapitału** można zdefiniować jako wyrażoną procentowo relację zysku do kapitału, dzięki zainwestowaniu którego ten zysk został osiągnięty:

Wzór 1

$$\text{stopa zwrotu} = \frac{\text{zysk}}{\text{kapitał}} \times 100\%$$

Jeśli stopa zwrotu z kapitału wynosi 10%, oznacza to, że każda złotówka kapitału, który został zainwestowany, przyniosła 10 groszy zysku. Ten sposób interpretowania uzyskanego wyniku świadczy o tym, że **stopa zwrotu z kapitału jest typową stymulantą**: im wyższa wysokość tego miernika, tym lepiej (tym lepsza jest kondycja finansowa przedsiębiorstwa).

Mierniki względnej i bezwzględnej rentowności kapitału przedsiębiorstwa

Warto pamiętać o tym, że mierzenie rentowności przedsiębiorstwa w **sposób względny** (poprzez ocenę wysokości zysku względem wielkości kapitału, który posłużył do jego osiągnięcia) ma istotne zalety w porównaniu z mierzeniem rentowności przedsiębiorstwa w **sposób bezwzględny** (poprzez ocenę samej wysokości zysku). W tym drugim przypadku porównawcza analiza wyników dwóch lub większej liczby przedsiębiorstw może być utrudniona ze względu na zniekształcenia spowodowane różną skalą działania (różną wielkością baz kapitałowych) poszczególnych przedsiębiorstw (przykład 1).

Przykład 1

Dwa przedsiębiorstwa – A i B – osiągnęły w 2004 r. taki sam zysk: 100 mln zł. Czy to znaczy, że z punktu widzenia rentowności kapitału należy je ocenić tak samo?

Niekoniecznie. Powiedzmy, że kapitał, którym posługuje się przedsiębiorstwo A, wynosi 1 000 mln zł, podczas gdy kapitał przedsiębiorstwa B to 10 000 mln zł. Uwzględniając w ocenie ich rentowności informacje o bazach kapitałowych obu przedsiębiorstw, dochodzimy do przekonania, że bardziej efektywne jest przedsiębiorstwo A: aby osiągnąć taki sam wynik jak ono (100 mln zł), przedsiębiorstwo B musi zaangażować dziesięciokrotnie większy kapitał. Kapitał zainwestowany w przedsiębiorstwo A jest na pewno lepiej wykorzystywany. Fakt ten jest właściwie sygnalizowany przez stopy zwrotu z kapitału obydwu przedsiębiorstw: 10% w przypadku przedsiębiorstwa A i tylko 1% w przypadku przedsiębiorstwa B. Jeśli trzecie przedsiębiorstwo, C, poszukuje odpowiedniej osoby na stanowisko dyrektora finansowego i bierze pod uwagę możliwość jego „wykupienia" z innego przedsiębiorstwa, na pewno będzie się ono kierować w ocenie kandydatów miernikiem względnym (stopa zwrotu z kapitału), a nie bezwzględnym (zysk). W naszym przykładzie postawi na menedżera zarządzającego finansami przedsiębiorstwa A.

Mimo niewątpliwych zalet stopy zwrotu z kapitału, jako miernika rentowności przedsiębiorstwa, kryteria tego rodzaju mają też swoje wady. Jeżeli wynagrodzenia menedżerów zależą od wysokości stopy zwrotu z kapitału, to dążenie do maksymalizowania jej wysokości może doprowadzić do podejmowania decyzji inwestycyjnych, które nie są optymalne z punktu widzenia nadrzędnego celu działania przedsiębiorstwa. W przypadku przedsiębiorstw o wysokiej obecnie rentowności może to skutkować niedoinwestowaniem („głodzenie gwiazd"), natomiast w przypadku przedsiębiorstw o niskiej obecnie rentowności – destruktywnym z punktu widzenia wartości biznesu przeinwestowaniem („karmienie psów").

Struktura kapitału i stopa zwrotu z kapitału: mechanizm transmisyjny

Jeżeli stopa zwrotu z kapitału ma być głównym kryterium oceny efektywności działania przedsiębiorstwa, wówczas należy zdecydować o sposobie zdefiniowania parametrów

wyznaczających jej wysokość: zysku i kapitału. Nie bez przyczyny rozpoczęliśmy od **stopy zwrotu z kapitału własnego** (**ROE**), która jest bodajże najbardziej rozpowszechnionym miernikiem rentowności kapitału. Mierzy ona, jaką część kapitału własnego przedsiębiorstwa stanowi wygenerowany zysk netto:

Wzór 2

$$\mathbf{ROE} = \frac{\mathbf{zysk\ netto}}{\mathbf{kapital\ wlasny}} \times \mathbf{100\%}$$

Takie ujęcie wydaje się być przejrzyste, ponieważ zestawia dwie kategorie dotyczące tej samej grupy interesu – właścicieli przedsiębiorstwa. Mamy tu relację zysku po zapłaceniu odsetek, a więc środków pozostających już dla właścicieli przedsiębiorstwa, oraz kapitału, który wnieśli oni do niego. Trzeba jednak pamiętać o tym, że ROE jest miernikiem, który w ramach jednej konstrukcji łączy skutki zarówno **decyzji operacyjnych** (jak kapitał został zainwestowany), jak i **decyzji dotyczących wyboru źródeł finansowania** (skąd pochodzi kapitał, który został zainwestowany). Ten z pozoru błahy fakt może mieć trudne do przecenienia konsekwencje dla przedsiębiorstwa. Rozpocznijmy ich analizę od zbadania wpływu struktury kapitału (w podziale na kapitał własny i oprocentowany kapitał obcy) na wysokość ROE.

Przykład 2

Obecnie przedsiębiorstwo D finansuje swoją działalność wyłącznie kapitałem własnym (10 000 mln zł). Skrócony rachunek zysków i strat tego przedsiębiorstwa (w mln zł) przedstawia tab. 1 (stopa opodatkowania zysku przedsiębiorstwa wynosi 19%).

Tab. 1. ROE przy wyłącznym finansowaniu kapitałem własnym.

EBIT	1 667
Odsetki	0
Zysk brutto	1 667
Podatek	317
Zysk netto	1 350
ROE	13,50%

Źródło: Opracowanie własne.

Rozważana jest jednak możliwość zastąpienia połowy kapitału własnego oprocentowanym (6% rocznie) kapitałem obcym (*ceteris paribus*). Skutki takiej restrukturyzacji kapitału dla rachunku zysków i strat przedsiębiorstwa D przedstawia tab. 2.

Tab. 2. ROE przy finansowaniu zarówno kapitałem własnym, jak i oprocentowanym kapitałem obcym.

EBIT	1 667
Odsetki	300
Zysk brutto	1 367
Podatek	260
Zysk netto	1 107
ROE	22,14%

Źródło: Opracowanie własne.

Wprowadzenie do struktury kapitału oprocentowanego długu (przy stałej wartości całkowitego kapitału równej 10 000 mln zł) spowodowało wzrost ROE z 13,50% do 22,14%. Jest to typowy **efekt dźwigni finansowej**, który działa zawsze, gdy stopa zwrotu z całkowitego kapitału jest większa od stopy kosztu kapitału obcego. Wart podkreślenia jest fakt, że w naszym przykładzie wzrost ROE został spowodowany *wyłącznie* zmianą struktury kapitału: wystarczyło dokonać substytucji połowy kapitału własnego oprocentowanym kapitałem obcym, by w znaczący sposób poprawić rentowność kapitału własnego. Wysokość ROE może też jednak zmieniać się pod wpływem zmian operacyjnej rentowności przedsiębiorstwa (ROE zależy przecież od wysokości EBIT). Ostatecznie, jeżeli analizujemy wyniki przedsiębiorstwa z zewnątrz, nie będąc jego menedżerami odpowiedzialnymi za finanse, wówczas bez pogłębionej analizy nie jesteśmy w stanie udzielić odpowiedzi na pytanie, czy zmiana wysokości ROE to efekt zmiany operacyjnej rentowności, struktury kapitału, czy jednego i drugiego jednocześnie? Fakt ten może być istotny choćby z punktu widzenia potrzeby przypisania odpowiedzialności za określone działania.

Zastanawiające może się wydać, jak to możliwe, że rentowność kapitału własnego wzrosła, skoro na poziomie operacyjnym nic się nie zmieniło (przy obydwu strukturach kapitału EBIT jest równy 1 667 mln zł). Otóż efekt wzrostu ROE został osiągnięty dzięki **oszczędnościom podatkowym**, które rozważane w przykładzie przedsiębiorstwo zanotowało dzięki pojawieniu się odsetek od długu (które nie występowały przy wyjściowej strukturze kapitału składającej się tylko z kapitału własnego). Przy wyłącznym finansowaniu działalności kapitałem własnym podatek wyniósł 317 mln zł, podczas gdy przy zrównoważonej strukturze kapitału (5 000 mln zł/5 000 mln zł) jego wysokość spadła do 260 mln zł. Różnica (57 mln zł) nosi nazwę **odsetkowej tarczy podatkowej** (ang. *tax shield*). Ten pozytywny efekt jest osiągany dlatego, ponieważ odsetki od długu są z punktu widzenia przepisów po-

datkowych kosztem uzyskania przychodu (pomniejszają dochód przedsiębiorstwa do opodatkowania). Ostatecznym rezultatem wprowadzenia oprocentowanego długu do struktury kapitału, którego nie można pominąć w takiej analizie, jest większa niż wcześniej pula środków pozostająca po odjęciu wszystkich kosztów i obciążeń dla inwestorów. Wcześniej było to 1 350 mln zł (środki tylko dla właścicieli), teraz jest to 1 407 mln zł (1 107 mln zł to środki dla właścicieli, natomiast 300 mln zł to środki dla wierzycieli). Różnica (57 mln zł) to właśnie wartość odsetkowej tarczy podatkowej (oszczędności na podatkach). Choć zysk netto obniżył się w konsekwencji restrukturyzacji kapitału z 1 350 do 1 107 mln zł, to jednak w przeliczeniu na jednostkę kapitału (co mierzy ROE) zwiększył się.

Ryzyko operacyjne i ryzyko finansowe

Kluczowym pytaniem, które koniecznie trzeba postawić w tym miejscu jest to, czy wprowadzenie do struktury kapitału oprocentowanego długu w naszym przykładzie spowodowało tylko ten pozytywny efekt poprawy ROE, czy też jest również druga, niekorzystna dla przedsiębiorstwa strona medalu? Niestety, konwencjonalny sposób mierzenia wyników działalności przedsiębiorstw – zakorzeniony w systemie księgowym – wychwytuje tylko jedną z konsekwencji wprowadzenia oprocentowanego długu do struktury kapitału – tę pozytywną (wzrost ROE). Jednak jest też drugi, negatywny efekt – wzrost ryzyka ponoszonego przez właścicieli przedsiębiorstwa. Jako odzwierciedlenie tego ryzyka traktuje się zmienność dochodów z zainwestowanego kapitału, co jest zresztą logiczne. Duża zmienność dochodów oznacza, że amplituda ich wahań jest znaczna, czyli sporo można zyskać, ale też sporo stracić. W sytuacji braku oprocentowanego długu w strukturze kapitału zmienność dochodów właścicieli jest mniejsza niż wtedy, gdy przedsiębiorstwo wspomaga się w finansowaniu oprocentowanym kapitałem obcym (przykład 3).

Przykład 3[1]

Przyjmijmy, że spółka akcyjna E finansuje się obecnie wyłącznie kapitałem własnym o wartości 8 mln zł (400 000 akcji, każda o aktualnej rynkowej wartości 20 zł). Dla uproszczenia załóżmy, że stopa opodatkowania wynosi 0%. Tab. 3 przedstawia rachunek zysków i strat tej spółki w trzech scenariuszach: oczekiwanym, pesymistycznym i optymistycznym.

[1] S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999 (z modyfikacjami autora).

Tab. 3. Ryzyko operacyjne i ryzyko finansowe: wyłączne finansowanie kapitałem własnym.

	scenariusz pesymistyczny	scenariusz oczekiwany	scenariusz optymistyczny
EBIT	500 000	1 000.000	1 500 000
Odsetki	0	0	0
Zysk netto	500 000	1 000.000	1 500 000
ROIC	6,25%	12,50%	18,75%
ROE	6,25%	12,50%	18,75%
EPS	1,25 zł	2,50 zł	3,75 zł

Źródło: S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, Finanse przedsiębiorstw, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999.

Załóżmy teraz, że spółka E zastępuje połowę kapitału własnego oprocentowanym (10% rocznie) kapitałem obcym, wykupując 200 000 swych akcji. Zawartość rachunku zysków i strat w rozważanych trzech scenariuszach przedstawia tab. 4.

Tab.4. Ryzyko operacyjne i ryzyko finansowe: oprocentowany dług w strukturze kapitału.

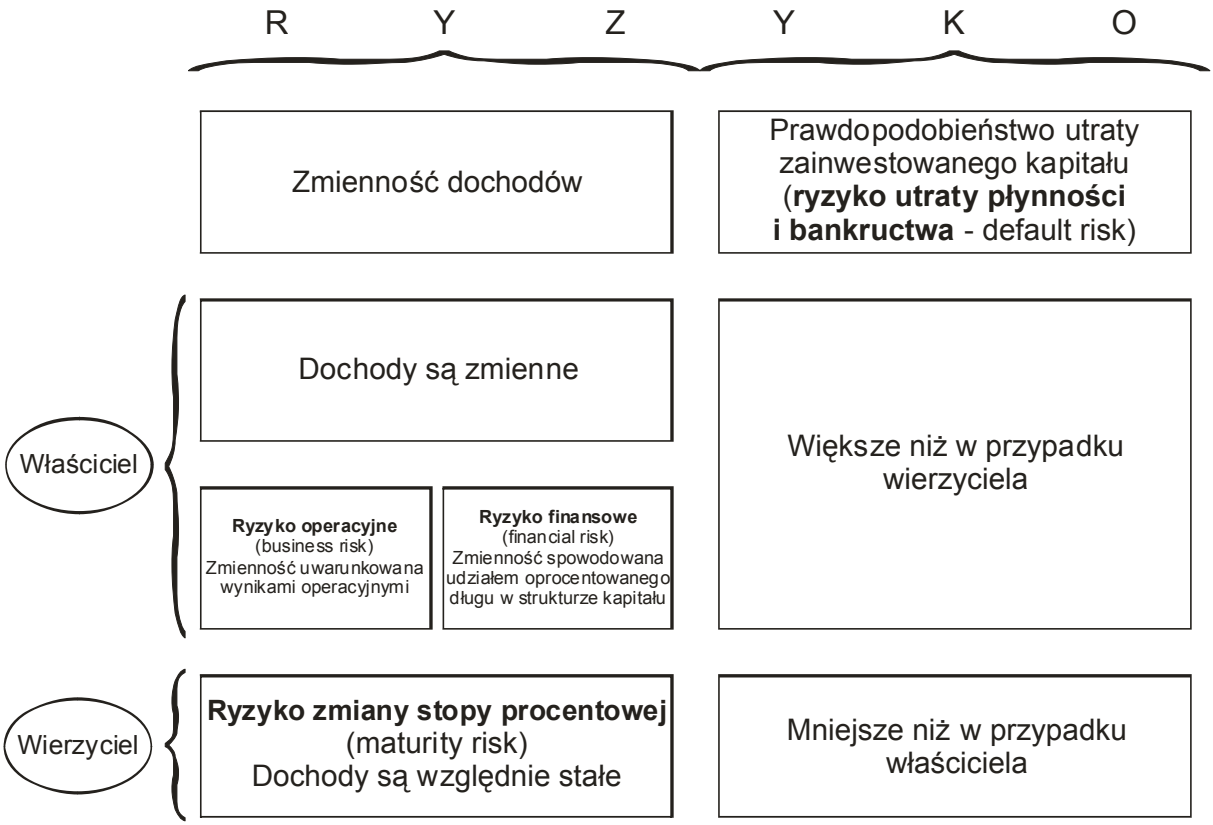
	scenariusz pesymistyczny	scenariusz oczekiwany	scenariusz optymistyczny
EBIT	500 000	1 000 000	1 500 000
Odsetki	400 000	400 000	400 000
Zysk netto	100 000	600 000	1 100 000
ROIC	6,25%	12,50%	18,75%
ROE	2,50%	15,00%	27,50%
EPS	0,50 zł	3,00 zł	5,50 zł

Źródło: S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, Finanse przedsiębiorstw, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999.

W konsekwencji wprowadzenia do struktury kapitału oprocentowanego długu nie zmieniło się operacyjne ryzyko działania przedsiębiorstwa (związane z niepewnością co do kształtowania się wyniku operacyjnego, co właściwie sygnalizują EBIT oraz ROIC – ich zmienność w obu przypadkach jest taka sama)[2]. Pojawiło się natomiast dodatkowe ryzyko finansowe, związane z większą niż wcześniej niepewnością co do zysków dla akcjonariuszy (mierzonych za pomocą ROE i EPS). Ich zmienność (a więc również niepewność) jest znacznie większa w drugim przypadku, który wiąże się z obecnością w strukturze kapitału oprocentowanego długu.

[2] ROIC to relacja opodatkowanego EBIT do całkowitego kapitału (miernik ten zostanie przedstawiony bliżej w dalszej części).

Schemat 1. Ryzyko operacyjne i ryzyko finansowe.



Źródło: Opracowanie własne.

Jakie są konsekwencje wzrostu ryzyka ponoszonego przez właścicieli przedsiębiorstwa? Aby je choćby pokrótce scharakteryzować, musimy odnieść się do pojęcia **kosztu kapitału przedsiębiorstwa**. Z księgowego punktu widzenia „dostrzegalny" jest tylko koszt kapitału obcego, który pojawia się jako odsetki w kosztach finansowych (rachunek zysków oraz strat) i za ich pośrednictwem wpływa na wysokość zysku netto. Natomiast koszt kapitału własnego przedsiębiorstwa nie pojawia się nigdzie w sprawozdaniach finansowych przedsiębiorstwa. Wydaje się, że w przypadku spółki akcyjnej kosztem kapitału własnego są dywidendy. Ale czy spółka, która nie wypłaca dywidend posługuje się kapitałem akcjonariuszy za darmo? Naturalnie, że nie. Choć kosztu kapitału własnego nie znajdziemy nigdzie w sprawozdaniach finansowych przedsiębiorstwa i choć nie wpływa on *bezpośrednio* na jego wynik finansowy figurujący w raporcie rocznym, kapitał własny nie jest darmowym źródłem finansowania, a znaczenie jego kosztu jest nie mniejsze niż odsetek od długu.

Aby wyjaśnić istotę kosztu kapitału własnego posłużmy się analogią. Stopa kosztu kapitału obcego (np. stopa oprocentowania kredytu zaciągniętego przez przedsiębiorstwo w banku, choć lepiej posłużyć się przykładem stopy oprocentowania obligacji wyemitowanych przez to przedsiębiorstwo) może być zinterpretowana jako stopa zwrotu, której osiągnięcia wymaga na udostępnionym przedsiębiorstwu kapitale wierzyciel. Warto zwrócić uwagę na to, że jej wysokość zależy od ryzyka związanego z działalnością przedsiębiorstwa: im większe ryzyko (*ceteris paribus*), tym większa wymagana przez wierzyciela stopa zwrotu. W ten sam sposób można zdefiniować stopę kosztu kapitału własnego: jako stopę zwrotu, której wypracowania wymaga od przedsiębiorstwa – przy danym poziomie ryzyka – jego właściciel, na kapitale, który wniósł do tego przedsiębiorstwa. Również w tym przypadku obowiązuje zasada „im większe ryzyko, tym wyższa wymagana stopa zwrotu".

Powróćmy teraz do rozważanych wcześniej konsekwencji wprowadzenia do struktury kapitału oprocentowanego długu. Ustaliliśmy, że z jednej strony rośnie stopa zwrotu z kapitału własnego (ROE), z drugiej natomiast – wzrasta jego ryzyko, a więc staje się on droższy. Tego drugiego efektu w konwencjonalnej, zakorzenionej w systemie księgowym ocenie wyników przedsiębiorstwa jednak się nie uwzględnia. Jakie mogą być tego konsekwencje? Gdyby w przykładzie 2 założyć finansowanie działalności w 75% oprocentowanym kapitałem obcym, wówczas ROE osiągnęłaby jeszcze wyższy poziom –prawie 40%. Oczywiście należy się spodziewać, że przy tak dużej skali zadłużenia stopa oprocentowania kapitału obcego byłaby wyższa od 6%, ale nawet zakładając jej podwojenie (wzrost do 12%), wciąż osiągamy wzrost ROE (do poziomu prawie 25%) w porównaniu z sytuacją, gdzie relacja „oprocentowany dług/kapitał własny" wynosiła 1. Ryzyko finansowe byłoby również odpowiednio większe.

Pozostaje jeszcze do omówienia ważniejsze nawet zagadnienie. Zadłużając przedsiębiorstwo, jego menedżerowie biorą na siebie zobowiązanie dokonywania regularnych (względnie stałych) i terminowych płatności z tytułu zadłużenia, z niepewnych przecież zysków operacyjnych. Im bardziej są one niepewne, tym trudniej będzie sprostać temu zobowiązaniu. Dla nas ważniejsze jest to, że im większy poziom zadłużenia (mierzony udziałem długu w strukturze kapitału), tym trudniej będzie zapewnić środki na jego obsługę. Rośnie więc nie tylko ryzyko finansowe ponoszone przez właścicieli, ale także **ryzyko trudności finansowych, utraty płynności i ostatecznie bankructwa** (ang. *default risk*).

Niebezpieczeństwo polega na tym, że cały czas wielu menedżerów uważa wskaźniki ROE i EPS (zysk netto w przeliczeniu na jedną akcję) za najważniejsze kryteria brane pod uwagę przez inwestorów w ocenie przedsiębiorstwa. Historia korporacyjnego świata zna wiele przykładów, kiedy to poprzez pozytywny wpływ na wysokość wskaźników ROE i EPS, zadłużenie działało na zarządzających przedsiębiorstwami jak swoiste opium, prowadząc do ich „przelewarowania". W dążeniu do utrzymania wzrostu ROE i EPS zadłużali oni przedsiębiorstwa poza bezpieczne granice, unikając jednocześnie emitowania nowych akcji, ponieważ – odwrotnie do długu – **nowy kapitał własny powoduje „rozwodnienie" ROE i EPS** (spadek wysokości obu mierników). Jednym z bardziej spektakularnych przykładów tego swoistego uzależnienia i będącego jego bezpośrednim skutkiem upadku jest casus Enronu.

Z dotychczasowej analizy można wyciągnąć dwa zasadnicze wnioski, mogące usprawnić proces oceny finansowych wyników działalności przedsiębiorstwa. Po pierwsze, uzasadnione wydaje się odseparowanie wpływu struktury kapitału na wyniki przedsiębiorstwa od wpływu wywieranego przez czynniki o charakterze operacyjnym. Po drugie, uzasadnione wydaje się również uwzględnienie w ocenie wyników przedsiębiorstwa kosztu kapitału własnego, i szerzej – wszystkich konsekwencji rosnącego poziomu zadłużenia przedsiębiorstwa. Dalszą analizę rozpocznijmy od wniosku pierwszego.

Stopa zwrotu z kapitału niewrażliwa na dźwignię finansową

Biorąc pod uwagę przedstawione powyżej zagrożenia związane z „nawigowaniem" za pomocą ROE, których wymieniono tylko część, proponowane są sposoby konstruowania stopy zwrotu z kapitału za pomocą innych od zysku netto i kapitału własnego parametrów. Na szczególną uwagę zasługuje tu koncepcja **stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału** (**ROIC** – ang. *Return On Invested Capital*)[3]. W miejsce zysku netto pojawia się tutaj zysk **NOPAT**, natomiast w miejsce kapitału własnego – całkowity kapitał zainwestowany (IC – ang. *Invested Capital*):

Wzór 3

$$\mathbf{ROIC} = \frac{\mathbf{NOPAT}}{\mathbf{IC}} \times \mathbf{100\%}$$

[3] W niektórych opracowaniach stosowane są zamiennie terminy RONA (ang. *Return On Net Assets*) i ROCE (ang. *Return On Capital Employed*).

Wyjaśnienia wymaga przede wszystkim pojęcie zysku NOPAT (ang. *Net Operating Profit After Taxes*). Termin ten ukuł w latach 60. XX w. profesor Joel Stern, współtwórca coraz bardziej znanej, nowojorskiej firmy konsultingowej Stern Stewart & Co. Oznacza on **zysk operacyjny netto po opodatkowaniu**. Dokonajmy interpretacji tego pojęcia, by lepiej zrozumieć, z czym mamy tu do czynienia. Po pierwsze, jest to zysk operacyjny, tzn. operacyjny w tym sensie, że wpływu na jego wysokość (tak jak na wysokość EBIT) nie ma sposób finansowania działalności przedsiębiorstwa. Po drugie, jest to zysk netto, ale w tym przypadku oznacza to zysk po wcześniejszym odjęciu (w kosztach operacyjnych) amortyzacji. Po trzecie, jest to zysk po opodatkowaniu. Chodzi tu o podatek, jaki spółka zapłaciłaby, gdyby w ogóle nie korzystała w finansowaniu z oprocentowanego kapitału obcego (czyli inaczej podatek naliczony nie w stosunku do zysku brutto, lecz zysku EBIT):

Wzór 4

$$\mathbf{NOPAT = EBIT \times (1 - T)}$$

gdzie:

T – stopa opodatkowania zysku przedsiębiorstwa

Natomiast kapitał zainwestowany to suma kapitału własnego i kapitału obcego. Sprawdźmy na początek, jakie zalety ma posługiwanie się wskaźnikiem ROIC w miejsce ROE.

W sytuacji, gdy przedsiębiorstwo finansuje się wyłącznie kapitałem własnym ROIC = ROE. Po wprowadzeniu do struktury kapitału oprocentowanego długu ROE rośnie, natomiast ROIC się nie zmienia (ponieważ nie zmieniają się NOPAT oraz IC), co zostało zilustrowane w przykładzie 3. NOPAT i ROIC reagują wyłącznie na impulsy o charakterze operacyjnym, pozostając zupełnie niewrażliwe na impulsy związane ze sposobem finansowania działalności. Wymiana ROE na ROIC oraz zysku netto na NOPAT nie oznacza, że efekty dźwigni finansowej są nieistotne z punktu widzenia wyników przedsiębiorstwa, i nie powinna prowadzić do ich wyeliminowania z analizy jego osiągnięć. Faktem jest, że zadłużenie przynosi gotówkowe oszczędności na podatkach, które powinny być uwzględnione w ocenie rezultatów przedsiębiorstwa. Wszystkie efekty związane ze sposobem finansowania działalności przedsiębiorstwa zostają jednak uwzględnione nie w stopie zwrotu, rozumianej jako miernik jej rentowności, lecz w stopie zwrotu wymaganej przez inwestorów, której rolę – jak ustaliliśmy wcześniej – pełni koszt kapitału przedsiębiorstwa. Tak więc ostatecznie wszystkie konsekwencje obecności długu w strukturze kapitału zostaną należycie uwzględnione zarów-

no w ocenie rocznych wyników działalności (poprzez porównanie ROIC ze stopą kosztu kapitału), jak i w wycenie przedsiębiorstwa (gdzie stopa kosztu kapitału pełni rolę stopy dyskonta). Warunkiem jest jednak świadome posługiwanie się w ocenie biznesu nie tylko stopą zwrotu z kapitału (ROIC), ale także stopą jego kosztu, czego wiele przedsiębiorstw wciąż nie czyni.

Test zgodności licznika i mianownika stopy zwrotu z kapitału

Przed rozpoczęciem stosowania ROIC, jako podstawowego miernika rentowności przedsiębiorstwa, warto starannie zdefiniować licznik i mianownik tego wskaźnika. Do tej pory dokonaliśmy jedynie wstępnej interpretacji pojęć NOPAT oraz IC. Wydaje się, że najlepszym sposobem zapewnienia wiarygodności tego miernika (ROIC) jest przeprowadzenie swoistego **testu zgodności** jego licznika i mianownika. A oto przykład. Zacznijmy od sprecyzowania tego, co kryje się pod pojęciem EBIT. Ponieważ struktura rachunku zysków i strat sporządzonego zgodnie z polską ustawą o rachunkowości różni się na przykład od struktury rachunku zysków i strat sporządzonego według obowiązujących w Stanach Zjednoczonych zasad GAAP, EBIT bywa różnie interpretowany. W niektórych opracowaniach można znaleźć wykładnię, zgodnie z którą jest to odpowiednik naszego wyniku na działalności operacyjnej. W innych natomiast dodaje się do tego wyniku przychody finansowe. Bez względu jednak na to, jak zdefiniujemy EBIT, konsekwencje tej decyzji, która dotyczy przecież licznika stopy zwrotu, muszą być uwzględnione również w jej mianowniku. Jeśli jako EBIT potraktujemy wynik na działalności operacyjnej, to kapitał zainwestowany nie powinien uwzględniać środków ulokowanych w aktywach, które generują przychody finansowe (bo tych nie uwzględniamy w liczniku wskaźnika). Jeśli natomiast zdefiniujemy EBIT jako sumę wyniku na działalności operacyjnej i przychodów finansowych (kosztów finansowych nie uwzględniamy, ponieważ jest to czynnik, który wiąże się z finansowaniem), wówczas w kapitale zainwestowanym powinniśmy uwzględnić również ten kapitał, który został zaangażowany w krótkoterminowe inwestycje generujące owe finansowe przychody.

Kapitał początkowy, końcowy i średni

Na koniec warto wspomnieć także o innej praktycznej rozterce towarzyszącej szacowaniu każdej stopy zwrotu z kapitału, w tym – ROIC. Czy do jej wyliczenia powinno się wykorzystywać kapitał z początku roku, z jego końca, czy też wartość średnią? Metodologicznie najlepszym rozwiązaniem jest posłużenie się kapitałem z początku roku. Dwa pozostałe sposoby sprawiają, że zachwiany zostaje przejrzysty podział na kapitał i wypracowany dzięki niemu zysk.

Przykład 4

Naszym zadaniem jest oszacowanie stopy zwrotu z kapitału za 2004 r. Wiemy, że zysk wyniósł z w tym okresie 100 mln zł, natomiast kapitał w bilansie zamknięcia tego roku ma wartość 1 000 mln zł. Gdyby oszacować stopę zwrotu z wykorzystaniem wysokości kapitału z końca roku, otrzymalibyśmy 10%. Jednak z reguły część osiągniętego w okresie zysku jest zatrzymywana i reinwestowana, zasilając kapitał własny przedsiębiorstwa. W ten sposób w kapitale z końca roku pojawia się pewna cząstka zysku tego roku i pożądana czysta relacja przyczynowo-skutkowa między inwestowanym kapitałem, a będącym efektem tej inwestycji zyskiem zostaje zaburzona. Wykorzystanie średniego kapitału (średniej arytmetycznej z jego wysokości na początku i na końcu roku) łagodzi ten niepożądany efekt, ale go nie eliminuje.

Podsumowanie

Okazuje się więc, że na pozór proste oszacowanie stopy zwrotu z kapitału przedsiębiorstwa na potrzeby monitorowania wyników jego działalności może w rzeczywistości być nie lada wyzwaniem. Przedstawione wskazówki powinny pomóc w zrozumieniu logiki, która kryje się za konstrukcją stopy zwrotu z kapitału przedsiębiorstwa i czynników warunkujących jej wysokość. Trzeba jednak pamiętać o tym, że są one zaledwie swoistym „schematem ideowym" konstruowania stopy zwrotu z kapitału przedsiębiorstwa, dobrze spełniającej swą rolę podstawowego miernika rentowności.

eFinanse
finansowy kwartalnik internetowy
Prof. SGH dr hab. Aleksandra Duliniec
Kierownik Zakładu Zarządzania Finansowego
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Determinanty polityki finansowej przedsiębiorstwa

1. Działalność finansowa przedsiębiorstwa

Prowadzenie przez przedsiębiorstwo działalności operacyjnej i inwestycyjnej wymaga pozyskiwania własnych i obcych źródeł finansowania. W ramach działalności operacyjnej i inwestycyjnej wypracowywane są wewnętrzne źródła finansowania, takie jak wynik finansowy netto powiększony o amortyzację oraz wpływy ze zbywania posiadanych przez przedsiębiorstwo rzeczowych aktywów trwałych, wartości niematerialnych i prawnych, nieruchomości oraz aktywów finansowych. Ważnym źródłem finansowania działalności operacyjnej przedsiębiorstwa są otrzymane kredyty kupieckie (zobowiązania handlowe).

Wymienione źródła finansowania są najczęściej niewystarczające do prawidłowego funkcjonowania przedsiębiorstwa. Inwestycje w aktywa rzeczowe i finansowe oraz zmiany w działalności operacyjnej (wzrost obrotów, restrukturyzacja zakresu działania itp.) wymagają pozyskania nowego kapitału własnego lub obcego.

Przez działalność finansową przedsiębiorstwa rozumie się pozyskiwanie lub utratę źródeł finansowania, polegające na zmianach w wartości oraz relacjach kapitału własnego i obcego w przedsiębiorstwie, a także wszystkie związane z nimi pieniężne koszty i korzyści[1].

Do źródeł kapitału własnego (bezzwrotnego) zalicza się:

- wpływy z emisji akcji/wydania udziałów i innych instrumentów kapitałowych (źródło zewnętrzne kapitału własnego),
- zysk zatrzymany jako efekt podziału wyniku finansowego netto; powstaje po odjęciu od zysku netto dywidend i innych wypłat na rzecz właścicieli (źródło wewnętrzne kapitału własnego).

Podstawowe zewnętrzne źródła kapitału obcego (zwrotnego) stanowią:

- otrzymane kredyty oraz pożyczki długo- i krótkoterminowe,
- wpływy z emisji dłużnych papierów wartościowych długo- i krótkoterminowych.

[1] Ustawa o rachunkowości z 29 września 1994 (DzU nr 121, poz. 591 z późn. zm.), art. 48b.

Obsługa kapitału obcego wymaga okresowych płatności odsetek (oprocentowania) oraz spłaty kredytów i pożyczek albo wykupu dłużnych papierów wartościowych w terminie ich wymagalności. Zobowiązania, od których przedsiębiorstwo płaci oprocentowanie (kredyty, pożyczki, papiery dłużne), zaliczane są do kapitału obcego[2], w odróżnieniu od pozostałych zobowiązań przedsiębiorstwa (niepodlegających oprocentowaniu), takich jak zobowiązania wobec dostawców, wekslowe, z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń lub wynagrodzeń.

Nieoprocentowane zobowiązania, które nie zalicza się do kapitału przedsiębiorstwa, stanowią ważne źródło krótkoterminowego finansowania. Zmiany tych zobowiązań są ściśle uzależnione od zmian aktywności przedsiębiorstwa – kształtują się najczęściej proporcjonalnie do zmian w przychodach ze sprzedaży.

Zapotrzebowanie przedsiębiorstwa na kapitał ze źródeł zewnętrznych wynika przede wszystkim z planowanych inwestycji w aktywa trwałe i obrotowe. Inwestycje te w części zostaną sfinansowane przez:

- wzrost zobowiązań niebędących źródłem kapitału obcego i zmieniających się proporcjonalnie do planowanego przyrostu przychodów ze sprzedaży,
- przyrost kapitału własnego ze źródeł wewnętrznych (zysk zatrzymanym w przedsiębiorstwie).

Wartość zysku zatrzymanego zależy od decyzji w zakresie podziału wypracowanego zysku netto przez przedsiębiorstwo. Pozostałe potrzeby kapitałowe są zaspokajane ze źródeł zewnętrznych.

Podstawowym celem decyzji podejmowanych przez przedsiębiorstwo w zakresie działalności finansowej jest zapewnienie odpowiednich do prowadzonej działalności operacyjnej i inwestycyjnej źródeł finansowania, tak aby było możliwe utrzymanie płynności finansowej przedsiębiorstwa zarówno w krótkim, jak i długim okresie. Przez płynność finansową rozumie się zdolność przedsiębiorstwa do terminowego regulowania zobowiązań bieżących – pokrywania wszelkiego rodzaju wydatków związanych z prowadzoną działalnością.

Działalność finansowa przedsiębiorstwa obejmuje przede wszystkim pozyskiwanie źródeł finansowania w sytuacji, kiedy przedsiębiorstwo potrzebuje dodatkowego kapitału. W przedsiębiorstwie może pojawić się jednak także nadmiar kapitału przejawiający się zazwyczaj znacznymi nadwyżkami środków pieniężnych lub innych, krótkoterminowych aktywów fi-

[2] Kapitał przedsiębiorstwa obejmuje zobowiązania, od których płacone jest oprocentowanie oraz kapitał własny, por: A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 16.

nansowych, przewyższającymi potrzeby związane z prowadzoną przez przedsiębiorstwo działalnością operacyjną i inwestycyjną. Główną metodą zmniejszenia nadwyżek kapitału jest nabycie akcji/udziałów własnych i ich umorzenie. Kapitał jest transferowany w ten sposób do właścicieli, a w przedsiębiorstwie ulega trwałemu zmniejszeniu kapitał własny.

Ustalenie wysokości kapitału niezbędnego do finansowania aktywów przedsiębiorstwa oraz wybór źródeł kapitału powinien prowadzić do optymalizacji struktury kapitału przedsiębiorstwa. Kryterium optymalizacyjnym jest minimalizacja średniego ważonego kosztu kapitału (lub maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa)[3]. Optymalizacja struktury kapitału jest celem strategii finansowania przedsiębiorstwa.

2. Polityka finansowa przedsiębiorstwa

Bieżące decyzje finansowe w zakresie kształtowania struktury kapitału, tj. dotyczące wyboru rodzajów kapitału i źródeł jego pozyskania, tworzą politykę finansową przedsiębiorstwa. Każda decyzja w zakresie pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwo wymaga ustalenia, czy ma to być kapitał:

1. długoterminowy (stały) czy krótkoterminowy,
2. własny (ze źródeł wewnętrznych lub zewnętrznych), obcy czy hybrydowy,
3. pochodzący z rynku publicznego czy niepublicznego,
4. krajowy czy zagraniczny,
5. bilansowy czy pozabilansowy (warunkowy).

Przedsiębiorstwa w dużej mierze decydują niezależnie o poszczególnych cechach kapitału. Czynniki, które wpływają na rodzaj kapitału i źródła jego pozyskania, są różne dla każdego z pięciu wymienionych wyżej obszarów decyzyjnych. Jedynym wspólnym kryterium jest minimalizacja kosztu kapitału.

Z punktu widzenia optymalizacji struktury kapitału najistotniejsze jest podjęcie decyzji, czy przedsiębiorstwo potrzebuje kapitału własnego czy obcego. Decyzja w tym zakresie łączy się ściśle z inną ważną decyzją finansową, dotyczącą podziału wypracowanego przez przedsiębiorstwo zysku netto. Wypracowany zysk może być źródłem kapitału własnego (zatrzymanie zysku powiększa kapitał zapasowy przedsiębiorstwa). Wypłaty z zysku na rzecz właści-

[3] O kryteriach optymalizacji struktury kapitału szerzej w: A. Damodaran, *Corporate Finance. Theory and Practice*, John Wiley & Sons, Inc., New York 2001, s. 559.

cieli (dywidendy) zmniejszają wewnętrzne źródło kapitału własnego – potrzeby kapitałowe muszą być wówczas zaspokajane z zewnętrznych źródeł kapitału własnego lub obcego.

Na podział wytworzonego zysku na część wypłacaną właścicielom oraz część zatrzymywaną w przedsiębiorstwie istotny wpływ może mieć polityka wypłat dywidend, jaka ukształtowała się w przedsiębiorstwie. Nie wszystkie przedsiębiorstwa wypracowują własną politykę dywidend. W wielu przedsiębiorstwach na decyzję dotyczącą podziału zysku netto, która jest co roku podejmowana na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy/udziałowców, nie mają wpływu decyzje dotyczące wypłat dywidend w latach poprzednich.

Przyjęcie przez przedsiębiorstwo zaakceptowanej przez właścicieli polityki dywidend oznacza ustalenie stałych zasad wypłat z zysku na rzecz właścicieli. Sprzyja to większej przewidywalności i stabilności wysokości oczekiwanych przez właścicieli (akcjonariuszy) przyszłych wypłat dywidend. Najczęściej stosowanymi rozwiązaniami w zakresie polityki stabilnych dywidend są założenia:

- stałego udziału wypłat dywidend w zysku netto,
- stałej wypłaty dywidendy na jedną akcję,
- niemalejącej wypłaty dywidendy na jedną akcję,
- stałego wzrostu wypłaty dywidendy na jedną akcję.

Wypracowanie trwałych zasad wypłat dywidend ma szczególne znaczenie dla spółek akcyjnych notowanych na rynku publicznym (giełdowym). Polityka stabilnych dywidend może wpływać na utrwalenie więzi między spółką a inwestorami na rynku kapitałowych. Przestrzeganie ustalonej polityki wypłat dywidend jest jednym z czynników sprzyjających stabilizacji cen rynkowych akcji.

Czynnikiem ograniczającym wybór rodzaju i źródła kapitału jest faza cyklu życia przedsiębiorstwa. Dostępność różnych źródeł finansowania jest uzależniona od fazy cyklu życia, w jakiej znajduje się przedsiębiorstwo. W pierwszej fazie (tworzenia i początkowego rozwoju) podstawowym źródłem finansowania jest kapitał własny pochodzący z rynku niepublicznego (prywatnego) lub ze źródeł wewnętrznych. W kolejnych fazach (wzrostu oraz dojrzałości) stopniowo poszerza się wybór dostępnych rodzajów i źródeł kapitału. W ostatniej – schyłkowej fazie – przedsiębiorstwo najczęściej nie szuka nowych źródeł kapitału, lecz ogranicza zasoby kapitałowe lub zmienia strukturę kapitału[4].

[4] Szerzej o specyfice finansowania przedsiębiorstwa w poszczególnych fazach zob.: A. Duliniec, *Finansowanie faz cyklu życia przedsiębiorstwa*, [w:] *Zarządzanie finansami – mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*, t. II, red. D. Zarzecki, Wyd. Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2003, s. 281-288.

3. Czynniki wpływające na kształtowanie się polityki finansowej przedsiębiorstwa

3.1. Finansowanie długoterminowe (kapitał stały) i finansowanie krótkoterminowe

Głównym czynnikiem wpływającym na kształtowanie się struktury terminowej kapitałów przedsiębiorstwa jest struktura aktywów – w podziale na aktywa trwałe i obrotowe. Wynika to z ogólnej zasady finansowania majątku przedsiębiorstwa, według której okres wymagalności kapitału musi być zsynchronizowany z okresem wykorzystywania przez przedsiębiorstwo aktywów finansowanych tym kapitałem. Okres wymagalności kapitału nie powinien być krótszy niż okres wykorzystywania aktywów, które finansowane są tym kapitałem. Kapitał stały (kapitał własny i zobowiązania długookresowe) powinien być zatem co najmniej równy wartości aktywów trwałych przedsiębiorstwa, zaś zobowiązania krótkoterminowe nie powinny przekraczać wartości aktywów obrotowych.

$$\text{KAPITAŁ STAŁY} \geq \text{AKTYWA TRWAŁE}$$
$$\text{ZOBOWIĄZANIA KRÓTKOTERMINOWE} \leq \text{AKTYWA OBROTOWE}$$

Występowanie nadwyżki aktywów obrotowych ponad zobowiązania krótkoterminowe (tzw. kapitał obrotowy netto) sprzyja utrzymaniu płynności finansowej przedsiębiorstwa. Biorąc pod uwagę powyższe relacje, spełnienie ogólnej zasady finansowania majątku przedsiębiorstwa oznacza, że kapitał obrotowy netto jest nieujemny:

$$\text{KAPITAŁ OBROTOWY NETTO} =$$
$$= \text{AKTYWA OBROTOWE} - \text{ZOBOWIĄZANIA KRÓTKOTERMINOWE} =$$
$$= \text{KAPITAŁ STAŁY} - \text{AKTYWA TRWAŁE} \geq 0$$

Udział aktywów trwałych i aktywów obrotowych w majątku przedsiębiorstwa wynika głównie ze specyfiki działalności przedsiębiorstwa i branży, w której ono funkcjonuje, a struktura aktywów determinuje w dużej mierze strukturę terminową źródeł finansowania. Finansowanie aktywów trwałych kapitałem stałym daje bezpieczeństwo finansowania przedsiębiorstwa w dłuższym okresie. Ryzyko utraty płynności finansowej ulega dodatkowemu

zmniejszeniu, jeżeli kapitał stały w części finansuje także aktywa obrotowe. Kapitał obrotowy netto jest wówczas dodatni, a wskaźnik bieżącej płynności (relacja aktywów obrotowych do zobowiązań krótkoterminowych) jest większy od jedności. Wskaźnik ten mierzy zdolność przedsiębiorstwa do regulowania swoich bieżących zobowiązań, bez konieczności upłynniania aktywów trwałych, co zagrażałoby ciągłości prowadzonej działalności. Proporcje, w jakich aktywa obrotowe są finansowane kapitałem stałym i zobowiązaniami krótkoterminowymi, wynikają z przyjętej strategii finansowania majątku obrotowego. Wyróżnia się dwa skrajne podejścia w zakresie finansowania aktywów obrotowych: agresywne i konserwatywne.

Strategia agresywna zakłada utrzymywanie niskiego poziomu kapitału obrotowego netto. Ryzyko utraty płynności jest wówczas wysokie, a zarząd przedsiębiorstwa na bieżąco dostosowywuje wysokość zobowiązań krótkoterminowych do potrzeb w zakresie finansowania aktywów obrotowych. Taka strategia zazwyczaj sprzyja utrzymaniu stosunkowo niskich kosztów finansowania.

Odmienne podejście reprezentuje strategia konserwatywna, która polega na finansowaniu aktywów obrotowych w znacznym stopniu kapitałem stałym. Poziom kapitału obrotowego netto jest wówczas wysoki, ale niewielkie jest za to ryzyko utraty płynności. Charakterystyczne dla tej strategii jest okresowe występowanie nadwyżek środków pieniężnych (tzw. nadpłynności), co z kolei skutkuje wyższymi niż w strategii agresywnej kosztami finansowania.

Wybór strategii finansowania aktywów obrotowych zależy od bardzo wielu czynników charakteryzujących zarówno sytuację finansową przedsiębiorstwa, jak i warunki finansowania oferowane na rynku. Zaliczyć do nich można przede wszystkim dostępność źródeł finansowania długo- i krótkookresowego, strukturę terminową stóp procentowych na rynku finansowym, wskaźniki rotacji aktywów obrotowych (np. ściągalność należności), a także skłonność zarządu przedsiębiorstwa do podejmowania ryzyka oraz jego aktywność w zakresie zarządzania płynnością.

3.2. Kapitał własny i kapitał obcy

Kluczowe znaczenie z punktu widzenia zarządzania wartością przedsiębiorstwa ma kształtowanie struktury kapitału – ustalenie udziału kapitału własnego i kapitału obcego w kapitale zainwestowanym w przedsiębiorstwie przez właścicieli i wierzycieli. Kapitał stały

przedsiębiorstwa może stanowić głównie kapitał własny lub też może być on uzupełniony o oprocentowane zobowiązania długoterminowe (kapitał obcy).

Utworzenie przedsiębiorstwa wymaga choćby minimalnego (zgodnie z regulacjami prawnymi, np. wynikającymi z kodeksu spółek handlowych) wyposażenia w kapitał własny (kapitał zakładowy). Funkcjonujące przedsiębiorstwo stara się zazwyczaj pozyskać kapitał własny w wysokości znacznie przekraczającej minimalne wymogi. Bezzwrotny kapitał własny jest bezpiecznym źródłem finansowania majątku przedsiębiorstwa. Zapewnia stabilizację finansową i ułatwia utrzymanie płynności finansowej. Kapitał własny przedsiębiorstwa stanowi też podstawę jego zdolności kredytowej. Majątek przedsiębiorstwa finansowany kapitałem własnym gwarantuje wierzycielom wypłacalność przedsiębiorstwa[5].

Kapitał własny jest najczęściej niewystarczający do finansowania działalności, w szczególności rozwijającego się przedsiębiorstwa. Jest on więc uzupełniany zaciąganymi przez przedsiębiorstwo zobowiązaniami. Wykorzystanie kapitału obcego umożliwia działania ukierunkowane na optymalizację struktury kapitału, przy której wartość przedsiębiorstwa jest największa, a średni ważony koszt kapitału jak najmniejszy.

Koszt kapitału obcego jest niższy niż koszt kapitału własnego głównie ze względu na mniejsze ryzyko, jakie ponoszą wierzyciele, inwestując kapitał w przedsiębiorstwo (niższa jest oczekiwana przez nich premia za ryzyko). Koszt kapitału jest oczekiwaną przez inwestorów (odpowiednio właścicieli bądź wierzycieli) stopą zwrotu z zainwestowanego kapitału przy danym poziomie ryzyka[6] – składa się na nią stopa zwrotu wolna od ryzyka i premia za ryzyko.

Zaciąganie przez przedsiębiorstwo oprocentowanych zobowiązań uruchamia mechanizm dźwigni finansowej, której głównym celem jest podwyższenie wskaźnika rentowności kapitału własnego (*ROE*). Efekty dźwigni finansowej są dla przedsiębiorstwa pozytywne, gdy rentowność operacyjna netto zainwestowanego w przedsiębiorstwie kapitału (*ROIC*) przewyższa średnie oprocentowanie zobowiązań po uwzględnieniu korzyści podatkowych (i):

$$\text{gdy } ROIC > i, \text{ wówczas } ROE > ROIC.$$

Z kapitałem obcym wiąże się możliwość odnoszenia korzyści podatkowych. Oprocentowanie zobowiązań stanowi koszt uzyskania przychodów, który obniża podstawę opodatko-

[5] Szerzej o funkcjach kapitału własnego i obcego w: J. Ickiewicz, *Pozyskanie, koszt i struktura kapitału w przedsiębiorstwach*, Oficyna Wyd. SGH, Warszawa 2001, s. 42-44.
[6] A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału…*, *op.cit.*, s. 72.

wania podatkiem dochodowym. Wysokość potencjalnych korzyści podatkowych związanych z obsługą zadłużenia zależy od poziomu stawek podatkowych i wysokości wypracowywanych przez przedsiębiorstwo dochodów podlegających opodatkowaniu (przede wszystkim chodzi o poziom wyniku operacyjnego, od którego odejmowane są koszty finansowe). Znaczenie korzyści podatkowych związanych z płatnością oprocentowania zależy też od możliwości korzystania przez przedsiębiorstwo z innych osłon podatkowych (np. ulg inwestycyjnych czy zwiększonych odpisów amortyzacyjnych).

Pozyskiwanie kapitału obcego nie oznacza jedynie odnoszenia korzyści (optymalizacja struktury kapitału, efekty dźwigni finansowej czy efekty tarczy podatkowej); zadłużenie przedsiębiorstwa prowadzi także do pojawienia się ryzyka niewypłacalności (bankructwa) i kosztów trudności finansowych. Do kosztów trudności finansowych zalicza się tzw. bezpośrednie i pośrednie koszty bankructwa, które występują w sytuacji, gdy przedsiębiorstwo ma problemy z terminowym wywiązywaniem się ze zobowiązań wobec wierzycieli. Oprócz kosztów związanych z utrzymaniem płynności przedsiębiorstwo ponosi również koszty utraconych możliwości rozwojowych (np. zaniechanie rentowych przedsięwzięć inwestycyjnych na skutek trudnej sytuacji finansowej).

Ryzyko niewypłacalności jest ściśle związane z ryzykiem operacyjnym prowadzonej przez przedsiębiorstwo działalności – im większa jest zmienność wyniku operacyjnego, tym większe prawdopodobieństwo wystąpienia problemów z obsługą długu. Wysokość kosztów trudności finansowych zależy od specyfiki działalności prowadzonej przez przedsiębiorstwo, takiej jak rodzaj wytwarzanych produktów (standardowych lub zindywidualizowanych), struktura aktywów w podziale na materialne i niematerialne, pozycja przedsiębiorstwa w stosunku do dostawców i odbiorców. Duży wpływ na sytuację przedsiębiorstwa przeżywającego problemy z obsługą zadłużenia mają regulacje prawno-instytucjonalne systemu finansowego kraju, w którym działa przedsiębiorstwo zagrożone bankructwem. Możliwość uzyskania pomocy finansowej państwa lub występowanie specjalnych regulacji zapewniających czasową ochronę upadającego przedsiębiorstwa wpływają na zmniejszenie pośrednich i bezpośrednich kosztów bankructwa.

O wysokości udziału kapitału obcego decydują również inne. oprócz wymienionych wyżej, czynniki, wynikające zarówno z sytuacji wewnętrznej przedsiębiorstwa, jak i otoczenia finansowego, tj. poziomu rynkowych stóp procentowych, sytuacji na rynku kapitałowym[7].

[7] Szerzej o tych czynnikach m.in. w: G. Hawawini, C. Viallet, *Finance for Executives. Managing for Value Creation*, South-Western Thomson Learning Cincinnati 2002, s. 371-382.

Do czynników zachęcających przedsiębiorstwa do zwiększania zadłużenia należy zaliczyć:

- wzrost rentowności kapitału własnego w efekcie działania dźwigni finansowej,
- korzyści podatkowe związane z oprocentowaniem długu,
- zwiększenie dyscypliny finansowej w gospodarowaniu środkami pieniężnymi w związku z koniecznością obsługi zadłużenia (sztywne płatności odsetek i rat kapitałowych),
- utrzymanie kontroli nad przedsiębiorstwem przez aktualnych właścicieli (zapobieganie „rozwodnieniu" kapitału własnego i groźbie wrogiego przejęcia),
- zapobieganie spadkowi cen akcji (wzrost zadłużenia redukuje tzw. koszty informacyjne, w szczególności w sytuacji niedowartościowania cen akcji spółki na rynku giełdowym),
- niskie rynkowe stopy procentowe.

Z kolei, głównymi czynnikami zniechęcającymi przedsiębiorstwa do zwiększania zadłużenia, które hamują wzrost udziału kapitału obcego w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa, są:

- ryzyko bankructwa i koszty trudności finansowych,
- zmniejszenie elastyczności finansowej przedsiębiorstwa i pogorszenie ratingu kredytowego (wysoki poziom zadłużenia zmniejsza możliwości zaciągnięcia dodatkowych zobowiązań w sytuacji pojawienia się trudności z utrzymaniem płynności finansowej lub znacznie zwiększa koszt kapitału obcego),
- koszty agencyjne związane z zadłużeniem, wynikające z konfliktu interesów właścicieli, zarządzających i wierzycieli,
- niedoinwestowanie przedsiębiorstwa ze względu na duże ryzyko finansowe, wysoki koszt kapitału lub brak możliwości finansowania inwestycji,
- brak możliwości wykorzystania w pełni korzyści podatkowych,
- zagrożenie dla stabilnych wypłat dywidend na skutek trudności finansowych,
- wysokie rynkowe stopy procentowe.

Przedsiębiorstwo pozyskuje kapitał obcy ze źródeł zewnętrznych, zaś kapitał własny może pochodzić zarówno ze źródeł zewnętrznych, jak i wewnętrznych. Dostępność źródeł wewnętrznych jest uwarunkowana głównie wysokością wypracowanego wyniku finansowego

netto, który jeżeli jest dodatni, podlega podziałowi na wypłaty dla właścicieli, oraz zysk zatrzymany, który powiększa kapitał własny (kapitał zapasowy) przedsiębiorstwa (wewnętrzne źródło kapitału własnego).

Do czynników wpływających na podział wypracowanego zysku netto należą:

- preferencje właścicieli/akcjonariuszy w zakresie podziału zysku (tzw. efekt klienteli) oraz wypracowana przez przedsiębiorstwo polityka dywidend (zawartość informacyjna zmian w wysokości oczekiwanych wypłat dywidend – tzw. efekt sygnalizacji),
- różnice w opodatkowaniu wypłacanych dywidend i zysków kapitałowych,
- poziom wypracowanych przez przedsiębiorstwo wolnych przepływów pieniężnych netto po uwzględnieniu obsługi zadłużenia (płynność finansowa przedsiębiorstwa),
- planowane przedsięwzięcia inwestycyjne, w tym przede wszystkim przewidywana rentowność reinwestowanego w przedsiębiorstwie kapitału,
- dostępność zewnętrznych źródeł kapitału własnego i obcego (sytuacja na rynku kapitałowym, zdolność kredytowa przedsiębiorstwa, poziom rynkowych stóp procentowych itp.),
- dążenie do optymalizowania struktury kapitału – przeznaczenie wypracowanego zysku na wykup i umorzenie własnych akcji/udziałów w sytuacji, gdy przedsiębiorstwo jest zainteresowane zmniejszeniem, a nie zwiększeniem kapitału własnego.

W efekcie decyzji o wykorzystaniu wypracowanego zysku następuje zmiana kapitału własnego przedsiębiorstwa. Zazwyczaj część zysku netto jest reinwestowana i powiększa kapitał własny przedsiębiorstwa.

3.3. Pozyskiwanie kapitału na rynku publicznym i na rynku niepublicznym

Zewnętrzne źródła kapitału mogą pochodzić z rynku publicznego (publiczne emisje akcji lub dłużnych papierów wartościowych przez przedsiębiorstwo) lub z rynku niepublicznego (finansowanie przedsiębiorstwa przez kredyty bankowe, prywatne emisje akcji/powiększenie udziałów lub prywatne emisje papierów dłużnych).

Udział finansowania pochodzącego z rynku publicznego i niepublicznego w dużej mierze zależy od systemu finansowego ukształtowanego w kraju, w którym działa przedsiębiorstwo.

W krajach Europy kontynentalnej –Niemczech, Francji lub Holandii czy krajach Dalekiego Wschodu, jak Japonia, rynek korporacyjnych papierów wartościowych, a w szczególności rynek giełdowy, nie pełni dominującej roli w pozyskiwaniu kapitału przez przedsiębior-

stwa. Główne znaczenie w finansowaniu przedsiębiorstw ma system bankowy (kredyty bankowe). Z kolei w systemie anglosaskim (USA, Wielka Brytania) przedsiębiorstwa przede wszystkim pozyskują kapitał bezpośrednio od inwestorów na rynku papierów wartościowych, a finansowanie za pośrednictwem banków ma raczej charakter uzupełniający wobec kapitału uzyskanego przez emisje papierów wartościowych.

Jednak wszędzie tam, gdzie rozwinął się publiczny obrót papierami wartościowymi (na rynku giełdowym lub regulowanym rynku pozagiełdowym), przedsiębiorstwa działające w formie spółek akcyjnych podejmują strategiczne decyzje co do tego, czy akcje spółki mają być przedmiotem obrotu publicznego. Wejście akcji spółki na rynek publiczny może być dla przedsiębiorstwa korzystne, choć jednocześnie stwarza różne zagrożenia lub dodatkowe koszty.

Do najważniejszych korzyści i szans, jakie związane są z wejściem akcji spółki do obrotu publicznego, należą:

- dostęp do potencjalnie dużych zasobów kapitału, jaki jest inwestowany na rynku publicznym (zasoby kapitału na rynku niepublicznym są ograniczone do grupy wybranych inwestorów, zaś na rynku publicznym nabywcami papierów wartościowych mogą być wszyscy potencjalnie zainteresowani inwestowaniem kapitału),
- płynność obrotu papierami wartościowymi na rynku publicznym sprzyjająca obniżaniu kosztu pozyskiwanego przez przedsiębiorstwa kapitału,
- obiektywna, rynkowa wycena wartości przedsiębiorstwa oraz bieżąca weryfikacja na rynku kapitałowym decyzji zarządu i wyników osiąganych przez przedsiębiorstwo (przejawiająca się zmianami cen akcji), prowadząca do większej przejrzystości w zakresie zarządzania spółką,
- zwiększenie wiarygodności i prestiżu przedsiębiorstwa jako spółki giełdowej (publicznej).

Z pozyskiwaniem kapitału na rynku publicznym wiążą się jednak także różne zagrożenia i dodatkowe obciążenia. Są to przede wszystkim:

- wysokie koszty wejścia na rynek publiczny, w szczególności na rynek giełdowy,
- obowiązki informacyjne spółek giełdowych wymagające od przedsiębiorstw ujawnienia wszystkich istotnych informacji mogących mieć wpływ na kształtowanie się cen akcji (może to stwarzać zagrożenia ze strony konkurencji, która uzyskuje informacje o planach przedsiębiorstwa),
- możliwość wrogiego przejęcia spółki notowanej na rynku publicznym.

Ocena przez zarząd i akcjonariuszy wszystkich wad i zalet, jakie wiążą się z wejściem akcji spółki do obrotu publicznego prowadzi do podjęcia decyzji, czy przedsiębiorstwo zamierza pozyskiwać kapitał własny na rynku publicznym. Decyzja o każdej kolejnej emisji akcji spółki publicznej jest uzależniona przede wszystkim bieżących notowań akcji. Szczególnie dogodnym terminem do przeprowadzenia takiej emisji jest okres, którym akcje spółki są przewartościowane. W okresach niedowartościowania akcji zalecane jest wstrzymanie się z emisją. Emitowanie akcji przyczynia się bowiem najczęściej do okresowego spadku ich cen, głównie ze względu na skokowy przyrost podaży akcji spółki oraz tzw. rozwodnienie kapitału własnego, przejawiające się spadkiem wartości takich wskaźników, jak zysk netto przypadający na jedną akcję czy stopa zwrotu z kapitału własnego (*ROE*).

Jeżeli akcje spółki są niedowartościowane, ale przedsiębiorstwo jest zainteresowane pozyskaniem kapitału własnego, możliwe jest wykorzystanie instrumentów hybrydowych i wyemitowanie obligacji zamiennych na akcje. Przedsiębiorstwo pozyskuje poprzez emisje tych papierów wartościowych kapitał obcy, jednak zakłada się, że zostanie on w przyszłości zmieniony na kapitał własny poprzez konwersję obligacji na akcje spółki.

Pozyskiwanie kapitału obcego poprzez publiczną emisję papierów dłużnych (głównie obligacji korporacyjnych) nie jest ograniczone jedynie do spółek giełdowych. Decyzja o przeprowadzeniu publicznej bądź niepublicznej emisji obligacji jest każdorazowo podejmowana przez przedsiębiorstwo po dokładnej analizie wszystkich wad i zalet obrotu publicznego papierami wartościowymi.

3.4. Kapitał pozyskiwany na rynku krajowym i na rynkach zagranicznych

Prowadzenie przez przedsiębiorstwa działalności poza granicami własnego kraju oraz postępująca liberalizacja obrotów dewizowych w gospodarce światowej powodują, że przedsiębiorstwa coraz częściej wykorzystują nie tylko źródła finansowania w kraju, ale także źródła zagraniczne. Pozyskiwany kapitał może być denominowany zarówno walucie krajowej, jak i obcej. Zadłużenie przedsiębiorstwa na rynku krajowym, ale denominowane w walucie obcej, pod wieloma względami upodabnia je do finansowania długiem zaciągniętym za granicą.

Poziom stóp procentowych jest ściśle związany z walutą zadłużenia, a przedsiębiorstwo posiadające zobowiązania w walutach obcych jest narażone na ryzyko walutowe. Stopy procentowe za granicą mogą być niższe niż krajowe. O rzeczywistym koszcie obsługi zadłu-

żenia w walutach obcych decydują jednak ostatecznie zmiany kursu walutowego w okresie od momentu zaciągnięcia tego długu do momentu jego spłaty. Różnice w stopach procentowych w kraju i za granicą mogą być zniwelowane zmianą kursu walutowego. Dywersyfikacja walutowa i geograficzna zadłużenia przedsiębiorstwa może prowadzić do ograniczenia ryzyka walutowego i w efekcie – do obniżenia kosztów finansowania.

Istotna przyczyną sięgania przez przedsiębiorstwo do kapitału zagranicznego – zarówno kapitału obcego, jak i własnego – jest uzyskanie szerszego dostępu do kapitału w szczególności, gdy zasoby kapitałowe na rynku krajowym są ograniczone. Pozyskiwanie kapitału na rynkach zagranicznych, a przede wszystkim na międzynarodowym rynku finansowym (tzw. rynku eurowalutowym), dokonuje się głównie przez emisję papierów wartościowych udziałowych lub dłużnych oraz w formie kredytów konsorcjalnych. Wejście na międzynarodowy rynek finansowy wymaga jednak poniesienia znacznych kosztów (np. związanych z uzyskaniem ratingu kredytowego od agencji międzynarodowej).

Zaciąganie zobowiązań w walutach obcych może wynikać również z chęci tzw. naturalnego zabezpieczenia operacji zagranicznych przed ryzykiem walutowych lub ryzykiem politycznym. Dotyczy to przede wszystkim przedsiębiorstw posiadających należności eksportowe lub inwestujących za granicą, czyli mających długą pozycję w danej walucie obcej. Zaciągnięcie pożyczki w tej walucie oznacza zamknięcie lub znaczne zmniejszenie otwartej pozycji walutowej i ograniczenie w ten sposób ekspozycji na ryzyko walutowe. Posiadanie aktywów i zobowiązań na tym samym rynku zagranicznym redukuje też ryzyko polityczne (ryzyko kraju, w którym prowadzona jest działalność).

Pozyskiwanie kapitału na rynkach finansowych za granicą, denominowanego w obcych walutach, stwarza zatem wiele korzyści przedsiębiorstwu, w tym przede wszystkim:

- szerszy dostęp do zasobów kapitałowych,
- niższy koszt kapitału (niższe stopy procentowe, wyższe ceny emisyjne, korzystne regulacje podatkowe na rynkach zagranicznych),
- dywersyfikacja źródeł finansowania w skali międzynarodowej (redukcja ryzyka i kosztów finansowania),
- „naturalne” zabezpieczanie operacji zagranicznych przed ryzykiem walutowym i politycznym,
- zwiększenie wiarygodności i prestiżu przedsiębiorstwa na rynkach zagranicznych (dotyczy to głównie przedsiębiorstw posiadających międzynarodowy rating kredytowy, które emitują papiery wartościowe na rynkach zagranicznych i eurorynku).

Do głównych zagrożeń związanych z finansowaniem zagranicznym należą:

- ekspozycja na ryzyko walutowe (dotyczy przede wszystkim zadłużenia denominowanego w walutach obcych),
- wysokie koszty wejścia na międzynarodowe rynki finansowe.

Korzystanie z zagranicznych źródeł finansowania znacznie poszerza zasoby kapitałowe, z których może czerpać przedsiębiorstwo. Zwiększa się także zakres stosowanych instrumentów finansowych. Umiejętne wykorzystanie kapitału zagranicznego pozwala obniżyć koszt i ryzyko finansowania przedsiębiorstwa i przyczynić się tym samym do optymalizacji struktury kapitału.

3.5. Kapitał bilansowy i pozabilansowy – finansowanie warunkowe

Zapotrzebowanie na kapitał w przedsiębiorstwie wynika przede wszystkim z konieczności finansowania aktywów niezbędnych do prowadzenia działalności. Kapitał zainwestowany w przedsiębiorstwie przez właścicieli i wierzycieli (kapitał własny i obcy wykazywany w bilansie) służy finansowaniu aktywów operacyjnych netto (aktywa trwałe i aktywa obrotowe, pomniejszone o zobowiązania bieżące niepolegające oprocentowaniu). Jest to głównie tzw. kapitał operacyjny, niezbędny do prowadzenia działalności operacyjnej i inwestycyjnej, oszacowany przy założeniu o niewystępowaniu ryzyka.

Przedsiębiorstwo jest jednak narażone na różnego rodzaju ryzyko, takie jak np. rynkowe (wynikające ze zmian cen produktów, kursów walutowych i stóp procentowych), regulacyjne (zmiany uregulowań prawno-instytucjonalnych i podatkowych), działalności (zmiany na rynkach zbytu i zaopatrzenia, technologii i procedur zarządzania), płynności, kredytowe (zmiany zdolności kredytowej dłużników), zdarzeń losowych i inne[8].

W związku z występującymi czynnikami ryzyka przedsiębiorstwo potrzebuje dodatkowego kapitału niezbędnego do pokrycia skutków ryzyka w prowadzonej działalności. Może on mieć charakter bilansowy i wówczas jego występowanie przejawia się nadwyżkami środków pieniężnych i innych krótkoterminowych aktywów finansowych, które nie są bezpośrednio potrzebne do prowadzenia działalności, ale stanowią zabezpieczenie na wypadek ryzyka. Koszty finansowania tego rodzaju aktywów obrotowych są zazwyczaj wyższe niż dochody,

[8] O różnych czynnikach ryzyka, na jakie narażone jest przedsiębiorstwo, pisze m.in. Z. Marciniak, *Zarządzanie wartością i ryzykiem przy wykorzystaniu instrumentów pochodnych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2001, s. 104-105.

jakie przynoszą przedsiębiorstwu (stopa zwrotu z płynnych lokat finansowych, np. w krótkoterminowe papiery wartościowe).

Kapitał na pokrycie ryzyka może mieć też charakter pozabilansowy. Są to źródła finansowania, które mogą być wykorzystane dopiero w sytuacji wystąpienia konkretnych zdarzeń. Takim finansowaniem jest wypłata odszkodowania, jeżeli przedsiębiorstwo ubezpieczyło swoją działalności od skutków takich zdarzeń. Przedsiębiorstwo może skorzystać także z kapitału warunkowego (*contingent capital*)[9]. Są to różnego rodzaju kontrakty opcyjne na kapitał bilansowy – własny lub obcy, takie jak opcje na emisję akcji (warunkowy kapitał własny) czy linia kredytowa oraz opcje na emisję obligacji (warunkowy kapitał obcy).

Cechą tych źródeł finansowania warunkowego jest z jednej strony – konieczność poniesienia kosztu nabycia przez przedsiębiorstwo opcji na kapitał, z drugiej zaś – warunki pozyskania tego kapitału, gdy zaistnieją określone okoliczności skutkujące powstaniem strat lub dodatkowych wysokich wydatków, są określone w momencie nabywania opcji i są znacznie korzystniejsze, niż gdyby były ustalane dopiero po pojawieniu się trudności finansowych przedsiębiorstwa. Pozabilansowy kapitał warunkowy może być uruchomiony w bardzo krótkim czasie, bez konieczności dodatkowych negocjacji co do jego kosztów i innych warunków pozyskania (np. ceny emisyjnej papierów wartościowych czy okresu spłat zobowiązań).

Do kapitału warunkowego zalicza się także kapitał bilansowy z wbudowanym zabezpieczeniem przed ryzykiem. Instrumentem warunkowego finansowania bilansowego są obligacje katastroficzne (*catastrophe bonds*), których obsługa i wykup mogą być wstrzymane, gdy zajdą ustalone wcześniej okoliczności. Oprocentowanie takich obligacji jest zazwyczaj wyższe niż obligacji zwykłych (zawiera dodatkową premię za wbudowaną w obligację opcję), jednak w sytuacji trudności finansowych przedsiębiorstwa płatności związane z obsługą tych obligacji są zmniejszane lub całkowicie anulowane.

Wykorzystanie różnych form kapitału warunkowego i pozabilansowego jest wynikiem integrowania w przedsiębiorstwie zarządzania ryzykiem i zarządzania kapitałem. Wybór źródeł finansowania bilansowego i pozabilansowego zależy od decyzji w zakresie ponoszenia (zatrzymania) ryzyka przez przedsiębiorstwo lub transferu ryzyka na inne podmioty (inwestorów na rynku kapitałowym, instytucje finansowe lub ubezpieczycieli).

---

[9] Por. C. Culp, *Contingent Capital: Integrating Corporate Financing and Risk Management Decisions*, "Journal of Applied Corporate Finance", Spring 2002, s. 46-56; P. Shimpi, *Integrating Risk Management and Capital Management*, "Journal of Applied Corporate Finance", Winter 2002, s. 27-40.

Struktura kapitału przy integracji finansowania i zarządzania ryzykiem jest następująca:

Kapitał bilansowy:

- kapitał własny,
- kapitał obcy,
- kapitał hybrydowy (np. dług zamienny),
- kapitał warunkowy – kapitał obcy z wbudowanym zabezpieczeniem przez ryzykiem (transfer ryzyka na inwestorów).

Kapitał pozabilansowy:

- kapitał warunkowy – opcje na kapitał bilansowy własny, obcy lub hybrydowy (transfer ryzyka na inwestorów, banki),
- substytut kapitału własnego – transfer ryzyka na inne podmioty – ubezpieczycieli, instytucje finansowe); wykorzystanie polis ubezpieczeniowych i instrumentów pochodnych do zabezpieczenia się przed ryzykiem.

Integracja zarządzania ryzykiem i polityki finansowej przedsiębiorstwa wymaga nie tylko dobrej znajomości wszystkich dostępnych instrumentów finansowych, ale przede wszystkim wnikliwej analizy porównawczej kosztu kapitału bilansowego oraz kosztu finansowania pozabilansowego, tj. kosztów pozyskania opcji na kapitał, zakupu polis ubezpieczeniowych oraz nabycia instrumentów pochodnych zabezpieczających przed ryzykiem (kontraktów terminowych, opcyjnych i swapowych). Kształtowanie struktury kapitału przy wykorzystaniu kapitału warunkowego powinno w efekcie prowadzić do spadku lub przynajmniej stabilizacji kosztu kapitału.

4. Podsumowanie

Dokonany powyżej przegląd determinantów polityki finansowej przedsiębiorstwa nie wyczerpuje wszystkich czynników, jakie mogą mieć wpływ na decyzje w zakresie zarządzania kapitałem[10]. Zanalizowane zostały jedynie najważniejsze – zdaniem autorki – czynniki decydujące o wyborze rodzajów i źródeł pozyskania kapitału przez przedsiębiorstwa. Rola poszczególnych, wymienionych w artykule czynników w kształtowaniu polityki finansowej konkretnego przedsiębiorstwa zależy od specyfiki prowadzonej przez to przedsiębiorstwo działalności, jego aktualnej sytuacji ekonomiczno-finansowej, ale także od form i warunków finansowania oferowanych na rynkach kredytowych i kapitałowych w kraju oraz za granicą.

[10] Interesujące wyniki badań nt. kryteriów decyzji finansowych podejmowanych przez zarządy przedsiębiorstw międzynarodowych zawarte są w: J. Graham, C. Harley, *How Do CFOs Make Capital Budgeting and Capital Structure Decisions?*, „Journal of Applied Corporate Finance", Spring 2002, s. 8-22.

eFinanse
finansowy kwartalnik internetowy
prof. UMK, dr hab. Leszek Dziawgo
Katedra Zarządzania Finansami
Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu

Open-product architecture
Inspirująca koncepcja oferowania produktów i usług finansowych

1. Wprowadzenie

Na współczesnym rynku finansowym można dostrzec wiele przejawów gwałtownych przemian. Wprowadzane są nowe rozwiązania, które mają na celu podniesienie efektywności funkcjonowania instytucji finansowej. Należy takie rozwiązania identyfikować, poddawać analizie oraz prezentować[1]. Jednym z takich rozwiązań jest z pewnością koncepcja *open-product architecture*.

W bankowości stale rozszerzany jest zestaw produktów i usług finansowych, które oferowane są klientowi. W zakresie bankowej obsługi osób fizycznych najbardziej zaawansowaną ofertą dysponuje oczywiście *private banking* (polskie określenia: bankowość prywatna lub bankowa obsługa zamożnych klientów indywidualnych). Ze względu na istotną różnorodność produktów i usług, właśnie w *private banking* daje się zaobserwować interesujące rozwiązania, które mogą stanowić pewną inspirację dla pozostałych rodzajów działalności bankowej, a nawet finansowej, w zakresie oferowania klientom produktów i usług.

2. Private banking

Ze względu na zakres dostępnej dla osoby fizycznej – klienta indywidualnego oferty można wyróżnić następujące rodzaje bankowej obsługi klienta indywidualnego (wykres 1):

- bankowość detaliczna – *retail banking*,
- bankowość personalna (osobista) – *personal banking*,
- bankowość prywatna – *private banking*.

Dostęp do odpowiedniego zakresu współpracy bankowej uzależniony jest od kryterium zamożności klienta indywidualnego. Im wyższa wartość aktywów finansowych, które klient może powierzyć bankowi, tym wyższy jest jego status i większa możliwość dostępu do odpowiedniego zakresu bankowej obsługi klienta, a najbardziej zamożnym klientom oferowana jest obsługa typu *private banking*.

[1] Niniejszy artykuł powstał na podstawie monografii Autora pt. „Private banking", która ukaże się w 2005 r.

Dla każdego z wyżej wymienionych zakresów bankowej obsługi klienta indywidualnego przewidziane są zróżnicowane standardy dotyczące dostępnego zestawu produktów i usług finansowych oraz sposobu ich oferowania. Wskazując na skalę rozpiętości standardów obsługi pomiędzy skrajnymi zakresami bankowej obsługi klienta indywidualnego, jakimi są bankowość detaliczna i *private banking* można posłużyć się pewnym sformułowaniem. Otóż różnicę pomiędzy bankowością detaliczną a *private banking* w ujęciu tylko dostępnych w obu ofertach produktów i usług dobrze ilustruje takie oto zdanie: „nieliczne produkty i usługi dla wszystkich – wszystkie produkty i usługi dla nielicznych”[2]. Potwierdza ono znaną sentencję, iż dla banku ważny jest każdy klient, ale nie każdy w takim samym stopniu.

Ponieważ *private banking* kojarzony jest na ogół przede wszystkim z usługami i produktami o charakterze finansowym, można więc określić *private banking* jako zindywidualizowaną i kompleksową, finansową obsługę zamożnych klientów indywidualnych przez bank[3].

Jednak w ofercie *private banking* można uwzględniać pewne potrzeby klienta dotyczące nie tylko transakcji na rynku finansowym. Zdarza się często, iż oferta *private banking* dla grupy najważniejszych klientów wykracza nawet dość znacznie poza produkty i usługi związane z rynkami finansowymi. Uwzględnienie tej oferty w rozważaniach na temat *private banking* pozwala szerzej spojrzeć na współczesny charakter bankowości prywatnej. Mając zatem na uwadze ofertę finansową oraz pozafinansową *private banking*, można zaproponować rozszerzenie zaproponowanej wcześniej definicji bankowości prywatnej. Brzmiałaby ona następująco: „*private banking* jest to zindywidualizowana i kompleksowa obsługa finansowa, a także pozafinansowa zamożnych klientów przez bank”.

Jest przy tym istotne, iż uwzględnienie w powyższej definicji instytucji bankowej jednoznacznie pozwala na zaakcentowanie znaczenia oferty finansowej i aspektów finansowych również w obsłudze pozafinansowej.

Podsumowując, można stwierdzić, iż *private banking* można zdefiniować w ujęciu węższym bądź szerszym.

3. Produkty i usługi w *private banking*

Jak wspomniano wcześniej, produkty i usługi oferowane w *private banking* są istotnie zróżnicowane (schemat 1). W ofercie występują zarówno produkty i usługi bankowe, jak i finansowe. Oferta bankowa dotyczy prowadzenia

[2] W wolnym tłumaczeniu autora z J. Ulrich, *Private Real Estate Management im Private Banking*, Uhlenbruch Verlag, Bad Soden 2001, s. 57-58.
[3] L. Dziawgo, *Private banking – istotny element współczesnej bankowości*, „Bank i Kredyt” 2003, nr 2. Podobnie określono *private banking* w: Z. Krzyżkiewicz, W. L. Jaworski, M. Puławski, *Leksykon bankowo-giełdowy*, Poltext, Warszawa 1998, s. 454-455.

rachunków bankowych, wydawania kart płatniczych, przyjmowania depozytów, udzielania kredytów. Z kolei oferta rynku kapitałowego związana jest z korzystaniem z usług typu *asset management*, doradztwa inwestycyjnego, usług maklerskich czy też z inwestowaniem w fundusze inwestycyjne oraz inne (*hedge funds*, *venture capital*, *private equity*). Ponadto, w ofercie znajdują się produkty i usługi rynku pieniężnego, walutowego, ubezpieczeniowego oraz programy emerytalne i doradztwo podatkowe.

Oferta *private banking* jest też uzupełniana o wachlarz produktów i usług pozafinansowych. Przykładem mogą być liczne oferty dotyczące inwestowania na rynku nieruchomości. Wspomina się także m.in. o ofercie bankowości prywatnej, powiązanej także z szeroko rozumianym doradztwem prawnym, turystyką, sportem i rekreacją, opieką medyczną, edukacją[4] czy też z kolekcjonerstwem dzieł sztuki[5]. Ze względu na występujące związki pomiędzy ofertą *private banking* a rynkiem dzieł sztuki wprowadzono nawet pojęcie *art banking*, pod czym można rozumieć wsparcie banku udzielane klientowi w inwestowaniu na rynku dzieł sztuki. Oferta *private banking* może też dotyczyć szerzej rozumianego kolekcjonerstwa[6]. Jego przedmiotem mogą być także np. wina[7]. Dla określenia wsparcia banku w inwestycjach tego typu stosowane jest pojęcie „inwestycje w luksusowe kolekcjonerstwo nieartystyczne" (*not-art luxury collectibles investment*)[8]. Natomiast dla łącznego określenia *art banking* i *not-art luxury collectibles investment* stosowane jest pojęcie *investment of passion*[9] (inwestycje w pasje). Wymieniona oferta *private banking*, która nie jest ściśle związana z rynkiem finansowym, może być określona jako pozafinansowa, ponieważ przedmiotem transakcji nie są tu aktywa finansowe.

Z pewnością zintegrowanie tak zróżnicowanych elementów oferty *private banking* w jedną kompleksową ofertę, która dla klienta ma jednocześnie charakter oferty zindywidualizowanej, nie jest proste.

4. Istota oferty *private banking*

Jak można zauważyć, kluczowymi cechami oferty *private banking* są:

- kompleksowość,
- zindywidualizowanie.

---

[4] D. Turner, P. Turner, P. Voysey, *Financial Services Today*, Macmillan Press, Londyn 1996; C.J. Dickinson, *Private Bankers Add Extra Service for Top Clients*, "Business Journal" z 11 września 2001, vol. 15, issue 45, s. 6; А.И. Гусев, А.В. Куликов, Д.В. Парамонов, В.П. Баузр, *Private Banking в России*, НИКОЙЛ, Москва 2003, s. 136; M. Ackermann, *Service Means „Servant" for Some Private Bankers*, "American Banker" z 8 grudnia 2001, vol. 166, issue 156.

[5] *UBS: Connecting with Clients' Emotions*, "Euromoney" 2004, nr 1; D. Maude, P. Molyneux, *Private Banking: Maximising Performance in a Competitive Market*, Euromoney Books, 2001, s. 143-145; B.H.M. Kasper , *Wettbewerb im Private Banking*, Peter Lang, International Edition 2001, s. 152.

[6] L. Dziawgo, *Private banking – istotny element współczesnej bankowości*, *op.cit.*; B.H.M. Kasper, *op.cit.*, s. 152; А.И. Гусев i in., op. cit., s. 136.

[7] А.И. Гусев i in., *op.cit.*, s. 120-126.

[8] "Euromoney" 2004, nr 1, s. 62.

[9] *World Wealth Report 2004*, Merrill Lynch, Cap Gemini Ernst & Young 2004.

Zapewnienie takich cech ofercie bankowości prywatnej stanowi poważne wyzwanie dla banku, kompleksowa oferta *private banking* obejmuje przecież wiele istotnie zróżnicowanych produktów i usług. Cała oferta *private banking* musi jednak stanowić spójną, zintegrowaną całość, aby odpowiednio zaspokajać potrzeby klienta. Należy zaznaczyć, iż w przypadku *private banking* osiągnięto bardzo wysoki poziom integracji elementów oferty.

Warunek kompleksowości jest wielowymiarowy. Pojęcie kompleksowej oferty *private banking* oznacza bowiem oferowanie w odpowiednim czasie i w odpowiedni sposób tak dobranego zestawu produktów i usług, aby zaspokajały one potrzeby klienta w odpowiednim horyzoncie czasowym, w całym okresie trwania wieloletniej współpracy z klientem. Muszą one zatem być dobierane w sposób zindywidualizowany. Dobór odpowiednich produktów i usług oraz określenie ich znaczenia w ofercie dla zaspokojenia potrzeb każdego, konkretnego, zamożnego klienta indywidualnego muszą stanowić kombinację niemal unikalną.

Wymaga to zatem od banku dostępu do znacznej liczby produktów i usług finansowych oraz pozafinansowych o doskonałych parametrach, ponieważ zwiększa to możliwość skonstruowania odpowiedniej oferty dla wymagającego klienta.

5. Istota *open-product architecture*

W oferowaniu produktów i usług w *private banking* coraz szerzej wykorzystywana jest koncepcja zwana *open product architecture* – co w można przetłumaczyć jako „otwarta platforma produktowa”[10]. W myśl tej koncepcji banki oferują nie tylko własne produkty i usługi finansowe, ale także produkty i usługi obcych instytucji finansowych, w tym nawet – konkurencji na rynku *private banking*. Powodem doboru produktów i usług według tej koncepcji jest:

- świadomość co do występowania we własnej ofercie mniej konkurencyjnych produktów i usług,
- konieczność oferowania klientom najlepszych produktów i usług danego rodzaju dostępnych na rynku,
- dążenie do koncentracji zaoszczędzonych zasobów na rozwijaniu własnych najlepszych produktów i usług.

U podstaw koncepcji *open product architecture* leży przekonanie, iż nie ma instytucji finansowych, które można uznać za najlepsze jednocześnie we wszystkich rodzajach działalności finansowej. Tymczasem klienci *private banking* dążą do korzystania tylko z najlepszych produktów i usług, jakie są dostępne na rynku. Zatem, aby nie utracić klienta, można zaoferować mu produkt czy usługę nawet

[10] *Product Provision: A Missed Opportunity Further Analysis Global Private Banking/Wealth Management Survey*, PriceWaterhouseCoopers, Summer 2004; H. Avery, *Benefits of an Open Approach*, “Euromoney” 2004, nr 4; M. Ackermann, *Bank of N.Y. President Deals to Fill Out Menu for Wealthy*, “American Banker” z 27 sierpnia 2002, vol. 167, issue 164; K. Holliday, *Navigating Wealth Services. A Banker’s Guide to Retail Investment Programs*, “Community Banker” 2002, nr 9.

instytucji konkurencyjnej. W wielu przypadkach można zaobserwować, iż oferta danego banku składa się z własnych produktów i usług (*in-house*, IH) i obcych, otrzymanych od dostawców zewnętrznych (*third-party*, TP). Koncepcja ta stosowana jest obecnie w takim zakresie, iż wspomina się nawet o pewnym podziale wśród konkurentów na rynku *private banking*. Wskazuje się, iż część instytucji uważa się bardziej za producentów produktów i usług dla *private banking*, a część – za dystrybutorów produktów i usług dla zamożnych klientów indywidualnych[11]. Można zauważyć, iż w takim podziale postępuje polaryzacja podmiotów operujących na rynku *private banking*.

Coraz powszechniejsze stosowanie koncepcji *open-product architecture* wśród podmiotów oferujących *private banking* może doprowadzić do pewnej unifikacji ofert dostępnych na rynku. Zatem wykorzystanie tej koncepcji wymaga tym bardziej podkreślania odrębności własnej oferty wobec oferty pozostałych podmiotów również stosujących koncepcję *open-product architecture*. Wyróżników własnej oferty można poszukiwać m.in. w kreowaniu unikalnych relacji z klientem[12], gdyż właśnie biznes *private banking* w wysokim stopniu uzależniony jest od charakteru i jakości relacji z klientem.

Stosowanie koncepcji *open-product architecture* pozwala również zwrócić uwagę klienta na pewną bezstronność podmiotu oferującego obsługę *private banking*. Można bowiem przekonać klienta, iż dla zachowania bezpieczeństwa i rentowności zasadne jest skorzystanie nie tylko z elementów oferty podmiotów zewnętrznych, ale nawet z elementów oferty konkurencji. Wydaje się również ważne, aby zachować pewne proporcje w wykorzystaniu oferty własnych produktów i usług wobec produktów i usług podmiotów zewnętrznych, a także aby odpowiednio zdywersyfikować podmioty zewnętrzne, których elementy oferty są wykorzystywane. Nie byłoby przecież korzystne, ażeby klient doszedł do wniosku, iż w zasadzie będzie mu prościej zwrócić się bezpośrednio do najważniejszego z podmiotów zewnętrznych, którego produkty i usługi występują najczęściej w ofercie banku obsługującego.

Inną koncepcją wykorzystywaną w oferowaniu produktów i usług, która w pewnym zakresie uzupełnia koncepcję *open-product architecture*, jest koncepcja *competence/knowledge centres* – centrów kompetencji. Koncepcja ta jest rozumiana w różny sposób. W naszym przypadku prezentowana jest ta jej odmiana, która polega na wyodrębnieniu zespołów pracowników, którzy w zakresie rozumienia pewnych potrzeb klienta i oferowania w związku z tym odpowiednich produktów i usług pozyskali unikatową wiedzę i doświadczenie. Wyodrębnienie to może mieć charakter mniej lub bardziej formalny. Zespoły takich pracowników wspomagają działalność pozostałych pracowników w odpowiednim zakresie.

[11] *Global Private Banking/Wealth Management Survey 2003*, PriceWaterhouseCoopers 2004.
[12] H. Avery, *Benefits of an Open Approach*, "Euromoney" 2004 , April, s.146.

Należy przy tym zauważyć, że o ile stosowanie koncepcji *open-product architecture* zapewnia dostęp do szerokiej oferty produktów i usług, o tyle stosowanie koncepcji *competence/knowledge centres* zapewnia dostęp do umiejętności oferowania wielu bardziej złożonych spośród nich.

6. *Internet private banking*

Na współczesnym rynku bankowości prywatnej coraz szerzej stosowana jest bankowość elektroniczna, a szczególnie – bankowość internetowa. O skali zjawiska świadczy to, iż w użyciu znalazły się określenia *e-private banking* oraz *Internet private banking*[13]. Konsekwencje rozpowszechniania się bankowości internetowej w bankowości prywatnej dotyczą również koncepcji *open-product architecture*. Coraz łatwiej jest bowiem klientowi ustalić szczegóły oferty podmiotów zewnętrznych, w tym – konkurencji. Łatwiej jest także dystrybuować produkty i usługi dostawców zewnętrznych.

Oczywiście w ofercie *private banking*, podobnie jak i w całej bankowości, da się wskazać na produkty i usługi, które łatwiej bądź trudniej można oferować przez Internet. Zależność jest dość prosta: im bardziej złożony produkt i usługa, tym trudniej wdrożyć je do skutecznej sprzedaży poprzez Internet (schemat 2)[14].

Można generalnie rozważać dwa poziomy współpracy internetowej banku z klientem *private banking*. Pierwszy poziom to poziom ogólny - nietransakcyjny, na którym prezentowane są informacje na temat samej instytucji, produktów i usług, jakie oferuje. Przekazywane są także informacje na temat rynku finansowego (kursy, kwotowania, analizy rynków). Informacje te kierowane są zarówno do ogółu, jak i potencjalnych klientów. Na poziomie tym nie są zawierane transakcje. Natomiast poziom drugi to poziom indywidualny – transakcyjny, na którym możliwa jest realizacja indywidualnej współpracy banku z klientem. W zależności od złożoności produktu bądź usługi oferowane są kolejno możliwości korzystania z poszczególnych elementów oferty *private banking* oraz zawierane pewne transakcje.

Pomimo wielu trudności postęp we wdrażaniu sprzedaży nowych produktów i usług finansowych poprzez Internet jest ewidentny. Rozważane są przedsięwzięcia wykorzystania nowych technologii informatycznych dla wykreowania *virtual global private bank*, czyli stworzenia wspólnej, globalnej i zintegrowanej, elektronicznej platformy oferowania *private banking* z wykorzystaniem koncepcji *one-stop shop*[15].

---

[13] Doskonałym opracowaniem na temat bankowości elektronicznej w *private banking* jest S.-M. Salmen, *Electronic Relationship Marketing im Bankgeschaeft*, Gabler, Wiesbaden 2003.
[14] W. Bolanowski, *Internet – standard nie eksperyment*, „Nasz Rynek Kapitałowy" 2004, nr 8.
[15] H. Avery, *Making 21.Net Work*, "Euromoney" 2004, nr 3. O ogólnej idei zintegrowanej platformy zarządzania finansami osobistymi dla ogółu klientów wspomina R. Walkiewicz, *Operacje bankowości elektronicznej*, [w:] *Bankowość*, red. W.L. Jaworski, Z. Zawadzka ,Poltext, Warszawa 2001, s. 431-432.

Oznacza to, iż koncepcja *open-product architecture* może być wykorzystana w nowym charakterze w jeszcze większej skali niż dotychczas.

7. *Open-product architecture* na współczesnym rynku *private banking*

Koncepcja *open-product architecture* stosowana jest przez wszystkie rodzaje banków działających w obszarze *private banking*. Są to zarówno banki uniwersalne, jak i inwestycyjne oraz wyspecjalizowane w *private banking*. W poniższej tab. 1 zaprezentowano skalę i przykłady wykorzystania omawianej koncepcji w praktyce.

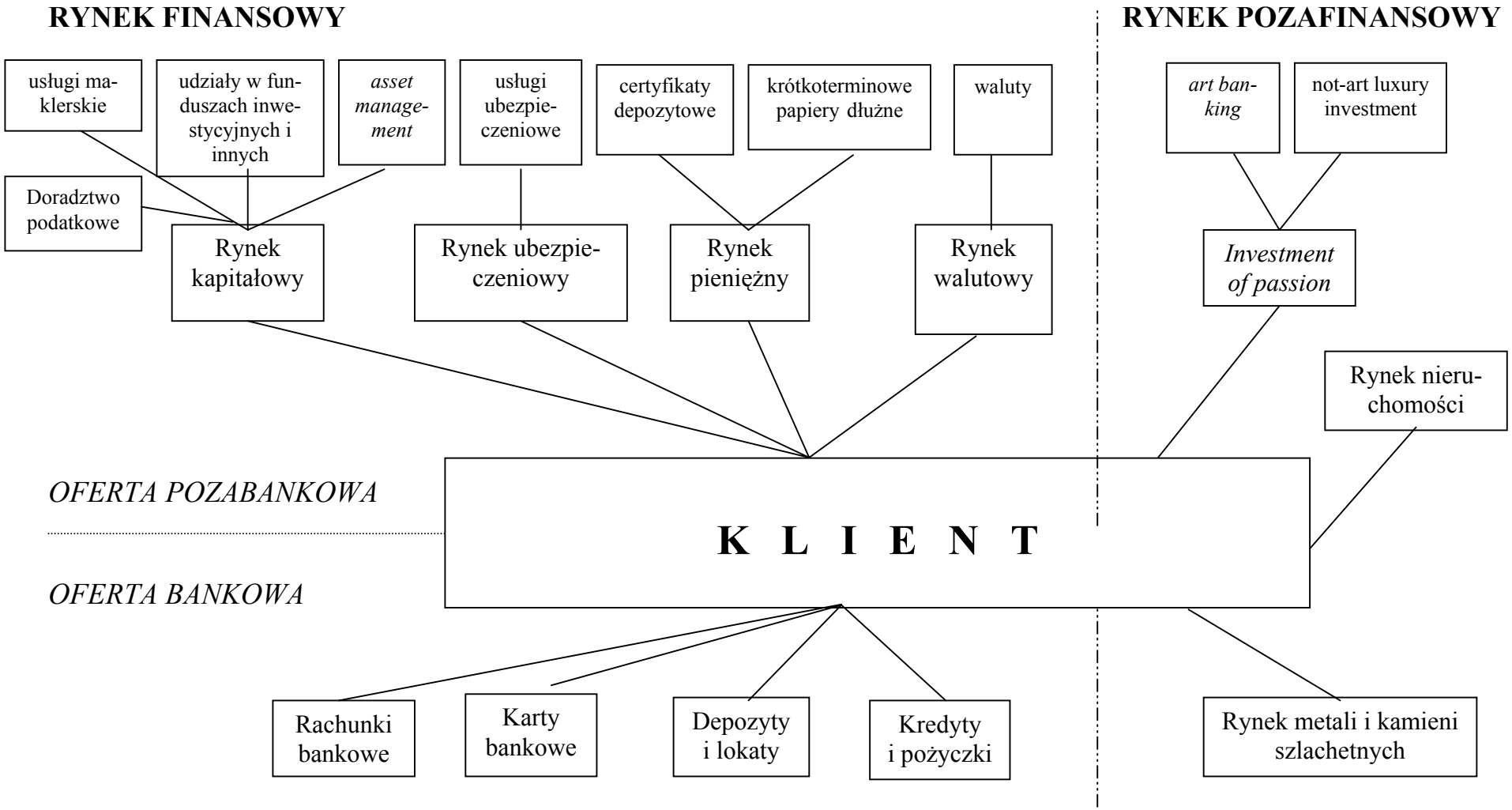
Wskazane banki nie są oczywiście jedynymi, które wdrożyły rozwiązania typu *open-product architecture*. Poza tak syntetycznymi i zbiorczymi danymi można też zidentyfikować inne przypadki wykorzystywania omawianej koncepcji na większą bądź mniejszą skalę. Przykładowo, w linii bankowości prywatnej Merrill Lynch – Global Private Client również stosowana jest na dość poważną skalę koncepcja *open-product-architecture*. Tylko 30% aktywów klientów GPC przeznaczonych na inwestycje w *mutual fund* zainwestowanych jest w produkty oferowane przez własną linię Merrill Lynch Investment Management[16].

8. Zakończenie

Z pewnością na współczesnym rynku finansowym dostrzec można wiele inspirujących rozwiązań. Świadczą one o niesłychanej dynamice przekształceń nowoczesnego rynku finansowego. Zaprezentowana w niniejszym artykule koncepcja *open-product architecture* jest jedną z bardziej interesujących, najnowszych koncepcji oferowania klientom produktów i usług w banku.

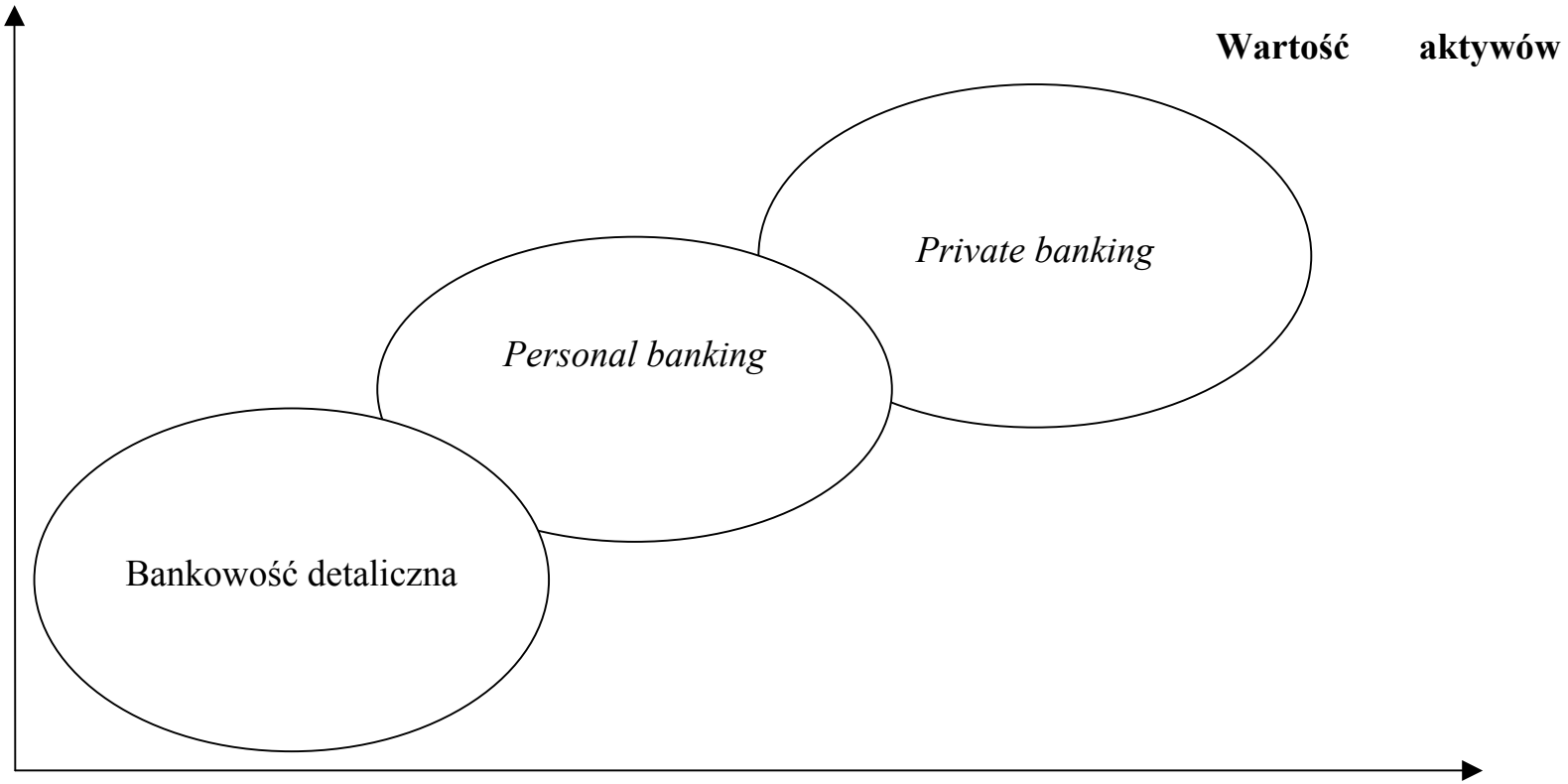
[16] H. Avery, *Merrill Shrugs Off the Herd Mentality*, "Euromoney" 2004, nr 8.

Schemat 1. Klient a oferta *private banking* – wybrane przykłady.



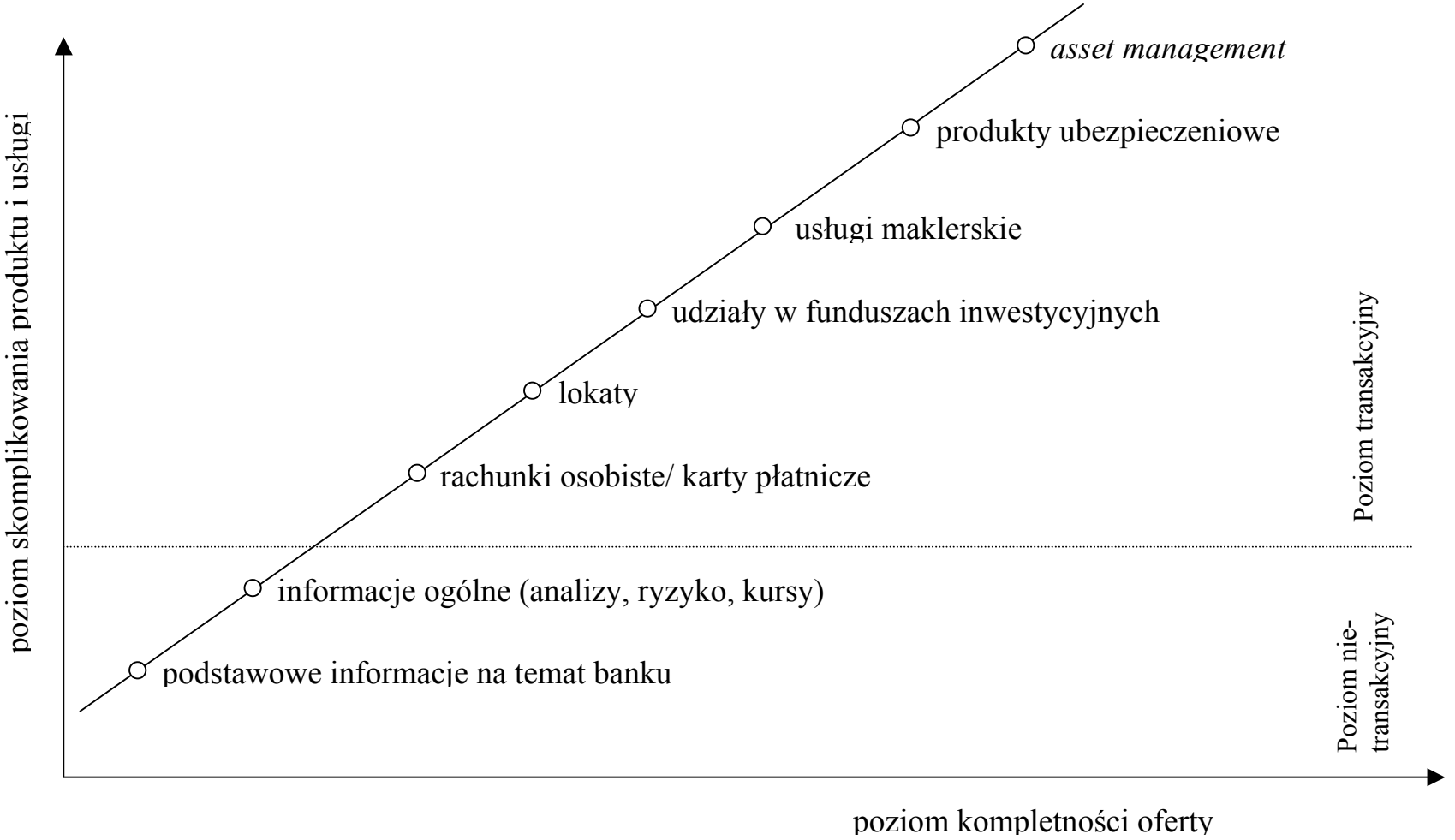
Źródło: Opracowanie własne.

Wykres 1. Oferta dla klientów indywidualnych.



Źródło: Opracowanie własne na podst. H. Kloeppelt, *Euro-Bankmarketing: Strategien im Privatkundengeschaeft*, Diss, Wiesbaden 1994, [w:] U. Gerlach, *Aufbau Globaler Markenimages im Internationalal Private Banking*, Tectum Verlag, Marburg 2001, s. 24.

Schemat 2. Produkty i usługi *private banking* oferowane w Internecie.



Źródło: Opracowanie własne na podst. W. Bolanowski, *Internet – standard, nie eksperyment*, „Nasz Rynek Kapitałowy" 2004, nr 8; oraz G.M. Magrini, J.M. Thomas, *E-Private Banking in Europe. Myth, Reality, and Promise*, E-Business 2001.

Tab. 1. Wykorzystywanie przez banki koncepcji *open-product-architecture*.

Nazwa banku	Szacowana wartość aktywów klientów *private banking*, które są zarządzane z wykorzystaniem produktów i usług własnej grupy kapitałowej (%)	Wybrane produkty i usługi			
		Gotówka	Obligacje	Akcje	Produkty strukturyzowane
Coutts	mniej niż 10%	TP	IH/TP	TP	TP
JP Morgan Private Bank	65%	IH/TP	IH/TP	IH/TP	IH (głównie)
Julius Baer	70%	IH	IH/TP	IH/TP	TP
Citigroup Private Bank	70-80%	IH/TP	IH/TP	IH/TP	IH (głównie)
Rothschild Private Bank	75%	IH/TP	IH/TP	IH/TP	TP
Dexia Private Bank	90%	IH	IH	IH	Dexia
CSPB	brak danych	IH/TP	IH/TP	IH/TP	IH (głównie)
HSBC Private Bank	brak danych	IH/TP	IH/TP	IH/TP	IH (głównie)
UBS WM	brak danych	IH	IH/TP	IH/TP	IH (głównie)

gdzie:
IH – *in-house* – produkty i usługi danej grupy kapitałowej,
TP – *third-party* – produkty i usługi podmiotów spoza danej grupy kapitałowej.

Źródło: H. Avery, *Benefits of an open approach*, "Euromoney" 2004, April, s.146.

eFinanse
finansowy kwartalnik internetowy
Prof. dr hab. Cezary Józefiak
Instytut Ekonomii
Uniwersytet Łódzki

Pułapka deficytu strukturalnego

Panuje dość powszechna zgoda wśród ekonomistów, że deficyt budżetowy o charakterze cyklicznym jest zjawiskiem pożytecznym. Dzieje się tak dlatego, że przy spadku aktywności gospodarki, tj. przy zmniejszeniu stopnia wykorzystania zdolności wytwórczych majątku trwałego, wydatki budżetowe nie przyczyniają się do spadku globalnego popytu, który wtedy występuje. Pominę to, że wydatki mogą się w takim przypadku nawet zwiększać, gdyż dla dalszych rozważań nie jest to istotne, więc niepotrzebnie komplikowałoby tylko wywód. Wynikający z deficytu dług publiczny daje się spłacić z nadwyżki budżetowej, która pojawia się w okresie dobrej koniunktury. W tym ujęciu saldo budżetu państwa zmienia się w sposób automatyczny.

Przyjmijmy cztery definicje:

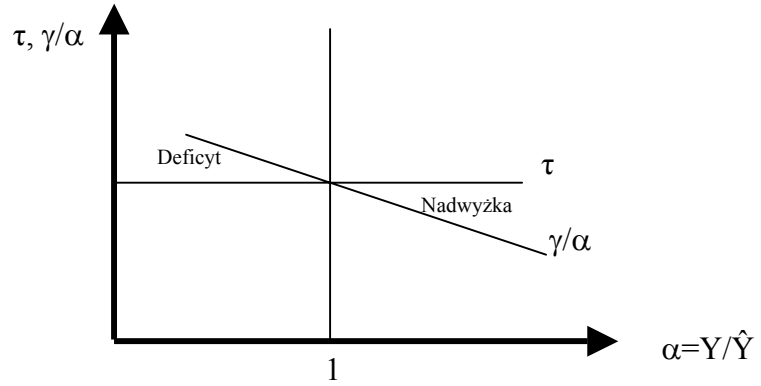
1) suma dochodów budżetu (T) jest iloczynem przeciętnej stopy podatków (τ) i produktu krajowego (Y),
2) produkt krajowy (Y) jest iloczynem stopnia wykorzystania zdolności wytwórczych majątku trwałego (α), który zmniejsza się lub zwiększa przy zmianach koniunktury, oraz produktu krajowego potencjalnego ($\hat{Y}$),
3) produkt krajowy potencjalny jest sumą produkcji dodanej przedsiębiorstw osiąganej przy minimalnych kosztach jednostkowych (w badaniach empirycznych $\hat{Y}$ nie jest w ten sposób ustalane, lecz wyznaczane z analizy długookresowego trendu),
4) wydatki budżetowe są iloczynem stopy wydatków budżetowych (γ) i produktu krajowego potencjalnego ($\hat{Y}$).

Dodajmy do tego założenie, że: gdy $Y=\hat{Y}$, to $\alpha=1$, gdy $Y<\hat{Y}$, to $0<\alpha<1$, a gdy $Y>\hat{Y}$, to $\alpha>1$.

Stosunek salda budżetu do produktu krajowego w dowolnym momencie cyklu koniunkturalnego wynosi:

$$b = (\gamma\hat{Y} - \tau Y)/Y = \gamma/\alpha - \tau$$

Saldo budżetu jest zrównoważone, czyli b = 0, tylko wtedy, gdy $\alpha = 1$. Przy $0<\alpha<1$ występuje deficyt, a przy $\alpha>1$ – nadwyżka budżetowa. Ilustruje to poniższy wykres.



Byłoby czystym przypadkiem, gdyby w ramach cyklu koniunkturalnego nadwyżki budżetu były dostosowane do potrzeb spłat pożyczek (wraz z ich oprocentowaniem) zaciągniętych przez rząd. Pozostawmy to jednak na boku, zakładając, że albo taki przypadek jest regułą, albo gdyby nadwyżki były za małe, nastąpiłaby odpowiednia redukcja elastycznej części wydatków budżetowych.

Trudno byłoby natomiast przyjąć za realistyczne fakt, że narzędzia polityki fiskalnej – stopa wydatków (γ) i stopa podatków (τ), utrzymują się na niezmienionym poziomie przez okres całego cyklu koniunkturalnego. Jeśli zaś choć jedno z tych narzędzi zostanie zmienione, pojawi się niezerowe strukturalne saldo budżetu, w praktyce – deficyt strukturalny. Jest on na ogół wynikiem podwyższenia stopy wydatków (γ), chociaż teoretycznie rzecz biorąc, może być również rezultatem obniżenia stopy podatków (τ). Tak czy inaczej, linia o nachyleniu γ/α na wykresie, przecina wtedy linię stopy podatkowej (τ) przy $\alpha > 1$.

Stosowanie deficytu strukturalnego jest krytykowane. Wprawdzie za jego stosowaniem może przemawiać to, że w okresie złej koniunktury dodatkowe wydatki państwa (ponad $\gamma\hat{Y}$) działają antyrecesyjnie, jednak przeciwko stosowaniu go przemawiają dwa argumenty. Po pierwsze, deficyt ten nie zmniejsza się automatycznie w miarę poprawy koniunktury, prawdopodobne jest więc jego utrwalanie się. Łatwiej bowiem politykom zwiększyć wydatki, niż je zredukować. Jeśli zaś deficyt strukturalny utrzymuje się również w warunkach dobrej koniunktury, to z pewnością „wypycha” inwestycje przedsiębiorstw, co szkodzi wzrostowi gospodarczemu. Po drugie, gdy deficyt strukturalny utrzymuje się przez dłuższy czas, powoduje wzrost długu publicznego i kosztów obsługi długu. Wzrost tych kosztów osłabia antyrecesyjną siłę deficytu budżetowego, a w końcu zaczyna działać prorecesyjnie.

Na popyt globalny wpływa bowiem nie łączny deficyt budżetowy (cykliczny i strukturalny), lecz różnica między nim a kosztami obsługi długu, czyli deficyt pierwotny. Utrzymanie deficytu pierwotnego na niemalejącym poziomie wymaga, aby przyrosty deficytu budżetowego (cyklicznego i strukturalnego) były nie mniejsze niż przyrosty kosztów obsługi. Koszty obsługi długu zależą od tego, jaka była polityka fiskalna w przeszłości i jakie były warunki na rynkach finansowych przy zaciąganiu kolejnych pożyczek przez państwo. Gdyby rząd z jakichkolwiek powodów chciał zmniejszać dług publiczny, musiałby zmniejszać deficyt budżetowy. Powodowałoby to przez jakiś czas zmniejszanie deficytu pierwotnego, a więc generowanie popytu przez rząd byłoby coraz słabsze. Po wyeliminowaniu deficytu strukturalnego, gdy dług publiczny i koszt jego obsługi ciągle pozostają jeszcze dodatnie, deficyt pierwotny staje się ujemny, a to oznacza, że rząd nie tylko nie generuje dodatkowego popytu, ale go redukuje. Łatwo sobie wyobrazić, że pod naciskiem krytyki rząd wybrałby raczej powrót do polityki deficytu strukturalnego, niż starałby się konsekwentnie doprowadzić do zredukowania długu publicznego do poziomu uzasadnionego cyklem koniunkturalnym. Decydując się na dalsze pobudzanie globalnego popytu, musiałby dostosowywać bieżący deficyt budżetowy do kosztów obsługi długu publicznego, a mianowicie łączny deficyt musiałby być większy od kosztów obsługi długu. Prowadziłoby to do utraty kontroli nad dynamiką długu publicznego. Tolerowanie deficytu strukturalnego prowadzi rządy do takiego dylematu.

Istnieje także inne rozwiązanie deficytu strukturalnego, bardziej akceptowalne przez rządy niż zmniejszanie wydatków budżetowych: podniesienie stopy podatków (τ) – na wykresie: linia pokazująca stopę podatków (τ) przesuwa się w górę, aby przeciąć linię o nachyleniu γ/α przy $\alpha = 1$. To rozwiązanie ma charakter wybitnie prorecesyjny, a w dłuższym czasie hamuje wzrost gospodarczy. Jednak rządy znacznie rzadziej podporządkowują swoje decyzje celom długookresowym, niż mówią o tym. Nawet gdyby bardzo chciały prowadzić politykę niskich podatków i dopuszczać tylko cykliczne odchylenia od równowagi budżetowej, to przejście do takiej polityki w warunkach gospodarki wysoko zadłużonej jest dla nich bardzo trudne. Tym trudniejsze, im bliżej jest do kolejnych wyborów parlamentarnych. Polska jest jednym z przykładów ilustrujących tę regułę.

Omawiane problemy mają odzwierciedlenie w polskiej gospodarce. Głęboki i pogłębiający się aż do 2004 r. włącznie deficyt strukturalny jest potwierdzany w badaniach zagranicz-

nych[1] i krajowych[2]. Opory przeciw zmniejszaniu deficytu budżetowego są dokumentowane w dyskusjach nad projektami ustaw budżetowych i nad planami uzdrowienia finansów publicznych, także w łagodzonym z miesiąca na miesiąc programie wicepremiera J. Hausnera.

Obecnie rząd proponuje, aby w 2005 r. obniżyć deficyt budżetowy z 43,7 mld zł (przewidywane wykonanie w 2004 r.) do 35 mld zł (projekt budżetu na 2005 r.). Porównanie z kosztami obsługi długu publicznego (26,7 mld zł w 2004 r., 27,4 mld zł w 2005 r.) pokazuje możliwości poważnego zmniejszenia deficytu pierwotnego z 16,4 mld zł w 2004 r. do 7,6 mld w roku następnym. W opinii wielu ekonomistów otwiera to szansę na oczekiwane od dawna zwiększenie dynamiki inwestycji w sektorze przedsiębiorstw. Według polityków wierzących w pozytywną rolę popytu pobudzanego przez państwo, prowadziłoby to do hamowania wzrostu gospodarczego. Rok 2005 pokaże, czyja racja będzie brała górę.

[1]Zob. I. Fudała-Poradzińska, *Sytuacja finansów publicznych*, „Gospodarka Polski – Prognozy i Opinie", 2004, raport nr 4, s. 27.

[2] P. Krajewski, *Strukturalny deficyt sektora finansów publicznych w Polsce w latach 1995-2002*, Uniwersytet Łódzki, maszynopis, grudzień 2004.

eFinanse
finansowy kwartalnik internetowy
Prof. dr hab. inż. Wiesław Pluta
Kierownik Katedry Zarządzania Finansami Przedsiębiorstwa
Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu

Finansowa ocena decyzji menedżerskich

1. Czy zysk netto jest właściwym finansowym kryterium oceny decyzji?

Sprawozdania finansowe zawierają informacje o skutkach finansowych wszystkich decyzji zrealizowanych w przedsiębiorstwie w określonym przedziale czasu. Jednym ze sprawozdań finansowych jest rachunek wyników, który zawiera informacje o finansowych rezultatach, tj. przychodach, dochodach i kosztach wszystkich decyzji podjętych w przedsiębiorstwie w okresie np. jednego roku. Wynik finansowy przedsiębiorstwa jest zatem sumą „indywidualnych" wyników finansowych wszystkich decyzji. Z tego stwierdzenia wynika, że:

$$ZN_p = \sum_{j=1}^{n} ZN_j = ZN_1 + ZN_2 + ... + ZN_j + ... + ZN_n,$$

gdzie: ZN_p – zysk netto przedsiębiorstwa,

ZN_j – zysk netto j-tej decyzji,

$\sum$ – znak sumy,

przy czym: j = 1,2,.....,n,

n – liczba decyzji zrealizowanych w określonym przedziale czasu, np. w ciągu jednego roku.

Ze wzoru wynika, że osoby zarządzające firmą dokonały selekcji decyzji. Ze zbioru wielu „potencjalnych" decyzji wybrały te, które uznały za najbardziej atrakcyjne. Procedury selekcji decyzji są zatem niezwykle istotne. Od ich poprawności zależy przecież wynik ostateczny, tj. zysk przedsiębiorstwa. Wydaje się zatem, że o wyborze ze zbioru rozważanych, możliwych do zrealizowania decyzji rozstrzyga kwota zysku. Jeśli rozpatruje się np. dwie wzajemnie wykluczające się decyzje, to ta z nich będzie przyjęta, której zysk netto będzie wyższy. Ten sposób postępowania nie zawsze jednak prowadzi do uzyskania najlepszych rezultatów. Nie zawsze też opisany przez wzór algorytm będzie prowadził do osiągnięcia najwyższych korzyści, w tym przypadku najwyższego zysku netto.

Księgowy zysk netto jest bowiem dobrym narzędziem oceny wyników decyzji, których finansowe skutki (tj. przychody, dochody i koszty) już zaszły. Zysk netto jest, jak wiadomo, wy-

korzystywany do oceny wyników okresów przeszłych. Nie zawsze będzie on prowadził do uzyskania najlepszych wyników decyzji dopiero rozważanych, których skutki finansowe wystąpią w przyszłości. Zysk netto jest zatem odpowiednim narzędziem do „rozliczeń" z przeszłością. Nie nadaje się natomiast do oceny przyszłych, a więc „przewidywanych" czy „oczekiwanych" wyników, które dopiero wystąpią w dalszej lub bliższej przyszłości. Do oceny "prognozowanych" skutków finansowych decyzji bardziej adekwatnym instrumentem jest tzw. wkład (ang. *contribution*). Rozważany problem będzie zilustrowany prostym przykładem.

W firmie szyjącej odzież są dwie linie produkcyjne. Jedna jest przystosowana do szycia odzieży „lekkiej", a druga – „ciężkiej". W marcu klient A złożył zamówienie na uszycie odzieży lekkiej w ilości, która w pełni obciąży te linie w kwietniu. Klient ten jest zainteresowany tą odzieżą pod warunkiem, że będzie ona uszyta w kwietniu, a nie w innym czasie. W tym samym miesiącu podobne zamówienie, tj. na uszycie odpowiedniej liczby sztuk odzieży lekkiej, złożył klient B. Przyjęcie tego zamówienia też jest możliwe, ale tylko pod warunkiem jego realizacji w kwietniu, a nie w innym miesiącu. Przyjęcie tego zamówienia również w całości obciąży linię szycia odzieży lekkiej.

Przed osobą zarządzającą tą firmą staje zatem problem wyboru jednej z dwóch wzajemnie się wykluczających decyzji. Przyjęcie zlecenia od klienta A wyklucza przyjęcie zamówienia złożonego przez klienta B. I odwrotnie, jeśli przyjmie on zlecenie B, to odrzuci zamówienie A.

Załóżmy, że do wyboru jednej z dwóch wykluczających się decyzji decydent stosuje zysk netto. Ta z tych decyzji, której zysk netto jest wyższy, będzie zatem przyjęta, ponieważ zwiększy ona całkowity zysk netto przedsiębiorstwa, który jest sumą zysków osiągniętych w danym roku ze wszystkich przyjętych do realizacji zamówień. Czy tak rzeczywiście będzie? Czy ten sposób postępowania zapewni, że zysk przedsiębiorstwa w tym roku będzie najwyższy? Wyniki przeprowadzonych obliczeń przedstawia tab. 1.

Tab.1. Procedura obliczania zysków netto dwóch zamówień złożonych prze klienta A i B, przy czym kluczem podziałowym rozliczenia stałych kosztów pośrednich jest robocizna.

Lp.	Wyszczególnienie	Klient A	Klient B
1.	Sprzedaż (zł)	(200 szt. x 1000 zł/szt.) = 200 000	(500 szt. x 380 zł/szt.) = 190 000
2.	Materiały (zł)	30 000	40 000
3.	Robocizna (zł)	50 000	30 000
4.	Zmienne pośrednie (zł)	45 000	50 000
5.	Stałe pośrednie (zł)	50 000	30 000
6.	Koszty (zł)	175 000	150 000
7.	Zysk brutto (zł)	25 000	40 000
8.	Podatek (19%) (zł)	4 750	7 600
9.	Zysk netto (zł)	20 250	32 400

W tab. 1 podane są podstawowe finansowe charakterystyki dwóch decyzji. Zawierają one informacje o oczekiwanych przychodach ze sprzedaży, przewidywanych kosztach materiałów i robocizny oraz dwóch rodzajach kosztów pośrednich. Pierwsze z tych kosztów, tj. zmienne pośrednie, informują o kosztach poniesionych przy realizowaniu wyróżnionych zamówień, które powstają na linii produkcyjnej, na której wytwarza się wyroby dla klientów A lub B. Tymi kosztami są np. koszty zakupu materiałów oraz zmienne koszty wydziałowe (materiały pośrednie, wynagrodzenia pośrednie, energia elektryczna zużyta do oświetlenia). Natomiast do kosztów stałych pośrednich zalicza się m.in. amortyzację, koszty reklamy, badań naukowych czy koszty ogólnego zarządu.

Koszty zmienne pośrednie zależą od ilości, rodzaju wytworzonego wyrobu. W prezentowanym przykładzie koszty zmienne pośrednie są niższe przy realizacji zlecenia A, a wyższe – przy wykonywaniu zamówienia B.

W inny sposób powstają stałe koszt pośrednie. One nie zależą od rodzaju realizowanego zamówienia. Np. koszty badań naukowych są określane na innych zasadach. Ich wysokość nie jest funkcją realizowanego zalecenia, dlatego te koszty są w pewien umowny sposób rozliczane. Do tego celu służą tzw. klucze podziałowe. Klucze te są konstruowane w taki sposób, aby rozdysponować te koszty np. na wytwarzane wyroby. Dlatego kluczem podziałowym jest koszt robocizny. Stałe koszty pośrednie są zatem (w obu rozważanych decyzjach) równe kosztom robocizny. Przyjęty w tej firmie sposób „rozlokowania" kosztów stałych pośrednich na wytworzone dla klientów A lub B wyroby doprowadziło do ukształtowania się zysków netto w taki sposób, jak prezentuje to tab. 1. Z przeprowadzonej analizy wynika, że zysk netto decyzji B jest wyższy. Przyjmując zlecenie klienta B, firma osiągnie zysk netto równy 32 400 zł. Jest on o 12 150 zł wyższy od konkurencyjnego zlecenia klienta A. Wydawać się może, że decyzja B jest bardziej pożądana, ponieważ firma osiągnie wyższą korzyść. W tym przypadku korzyść firmy jest mierzona zyskiem netto. Im wyższy zysk netto indywidualnej decyzji, tym wyższa korzyść firmy. Czy tak jest w rzeczywistości?

Czy można zysk netto traktować jako „najlepszy" miernik oczekiwanych korzyści, jakie wystąpią w przyszłości? Aby odpowiedzieć na to bardzo ważne pytanie, należy zastanowić się nad tym, czy zysk netto nie zależy od przyjętego sposobu rozliczania kosztów stałych pośrednich. Zmieńmy zatem sposób rozliczania tych kosztów i zastanówmy się nad tym, jaki będzie zysk netto, jeśli koszty stałe pośrednie będzie rozliczać się w inny sposób. Przyjmijmy (dla uproszczenia rozważań), że w tej firmie, w skali roku, koszty stałe pośred-

nie są również równe kosztom materiałów. Spróbujmy zatem oszacować zysk netto w takim przypadku. Wyniki obliczeń zawiera tab. 2.

Tab. 2. Procedura obliczania zysków netto dwóch zamówień złożonych prze klienta A i B, przy czym kluczem podziałowym rozliczenia stałych kosztów pośrednich są materiały.

Lp.	Wyszczególnienie	Klient A	Klient B
1.	Sprzedaż (zł)	200 000	190 000
2.	Materiały (zł)	30 000	40 000
3.	Robocizna (zł)	50 000	30 000
4.	Zmienne pośrednie (zł)	45 000	50 000
5.	Stałe pośrednie (zł)	30 000	40 000
6.	Koszty (zł)	155 000	160 000
7.	Zysk brutto (zł)	45 000	30 000
8.	Podatek (19%) (zł)	8 550	5 700
9.	Zysk netto (zł)	36 450	24 300

Zmiana klucza podziałowego doprowadziła do zmiany zysku netto. W tym przypadku bardziej atrakcyjna jest decyzja A, a nie B. Zysk netto równy 36 450 zł jest przecież bardziej pożądany, niż zysk netto wynoszący 24 300 zł.

Z danych tab. 1 i 2 wynika, że kierując się wskazaniami zysku netto nie można odpowiedzieć na pytanie dotyczące atrakcyjności decyzji. Nie wiadomo zatem, którą decyzję realizować, która z nich jest korzystniejsza.

2. Wkład – menedżerskie kryterium decyzyjne

Z przedstawionego prostego przykładu wynika bardzo istotny wniosek. Zysk netto jest dobrym miernikiem służącym do oceny decyzji „historycznych", tj. takich, których skutki już wystąpiły. Natomiast wykorzystywanie go do oceny „przyszłych" decyzji, tj. takich, których skutki finansowe dopiero wystąpią, nie jest, mówiąc oględnie, najlepszym rozwiązaniem.

Dlatego też wypracowano inne narzędzie. Jest ono nazywane wkładem (ang. *contribution*). Wkład jest zdefiniowany jako różnica pomiędzy przyrostowymi (ang. *incremental*) dochodami i przyrostowymi kosztami. Przez przyrostowe dochody i koszty rozumie się te, które w wyniku podjętej decyzji ulegają zmianie. Ich przyrosty będą dodatnie lub ujemne, ale nie mogą być zerowe. Podstawowym problemem w analizie wkładu (ang. *contribution analysis*) jest podział dochodów i kosztów na związane (ang. *relevant*), ponieważ z daną decyzją łączą się tylko te dochody i koszty, które ulegają zmianom, a więc „przyrastają", i niezwiązane (ang. *irrelevant*). Podział ten bardzo często nastręcza wiele problemów i trudności. Łatwo jest popełnić rażące błędy. Wtedy oczywiście i wynik analizy nie będzie poprawny.

Prezentowany poprzednio przykład, przedstawiony w formie bardzo uproszczonej, posłuży do obliczenia wkładu (tab. 3). Jak już wiadomo, jest on równy różnicy przyrostowych dochodów i przyrostowych kosztów. Przyrostowymi dochodami są oczekiwane przychody ze sprzedaży, które po przyjęciu zlecenia A zwiększą się o 200 000 zł, a po zrealizowaniu zamówienia B przyczynią się do powiększenia o 190 000 zł. Nieco trudniej jest określić, które z wyróżnionych czterech rodzajów kosztów są przyrostowymi. Na pewno są to koszty materiałów i robocizny, ponieważ firma poniesie odpowiednie wydatki, jeśli przyjmie jedno z tych zamówień. Podobny charakter mają koszty zmienne pośrednie. Ich wysokość zależy od przyjętego zlecenia. Przyjęcie zlecenia od klienta A spowoduje wzrost kosztów zaliczonych do zmiennych pośrednich o 45 000 zł. Jeśli zaś przyjęte będzie zlecenie B, to koszty te powiększą się o 50 000 zł. Te trzy wymienione rodzaje kosztów są kosztami związanymi z rozważanymi decyzjami. Jeśli np. nie będą przyjęte oba zlecenia, to firma nie poniesie kosztów materiałowych, robocizny i zmiennych pośrednich. Inaczej jest z kosztami stałymi pośrednimi. Te koszty będą ponoszone niezależnie od tego, czy przyjmie się zlecenie A albo B, czy też nie przyjmie się żadnego z tych zamówień. Koszty np. badań czy płace sekretarki prezesa nie są przecież związane z decyzją A lub B. Dlatego koszty przyrostowe decyzji A i B odpowiednio wynoszą 125 000 zł i 120 000 zł. Odejmując od przyrostowych dochodów przyrostowe koszty, otrzymuje się wkłady obu decyzji. Jeśli przyjmie się zamówienie A, to wkład wyniesie 75 000 zł. Jeśli do realizacji wybierze się zamówienie od klienta B, to firma zarobi mniej pieniędzy, klient B wniesie bowiem 70 000zł. Przyjęcie decyzji B jest zatem mniej opłacalne, firma rezygnuje bowiem z 5 000 zł.

Tab. 3. **Procedura obliczania wkładów, jako różnicy pomiędzy przyrostowymi dochodami a przyrostowymi kosztami.**

Lp.	Wyszczególnienie	Klient A	Klient B
1.	Przyrostowe dochody (zł)	200 000	190 000
2.	Przyrostowe koszty:		
3.	Materiały (zł)	30 000	40 000
4.	Robocizna (zł)	50 000	30 000
5.	Zmienne pośrednie (zł)	45 000	50 000
6.	Suma przyrostowych kosztów (zł)	125 000	120 000
7.	Wkład (zł)	75 000	70 000

3. Dlaczego wkład jest podstawowym kryterium decyzyjnym menedżera?

Wkład jest obiektywnym narzędziem służącym do wyboru decyzji najbardziej atrakcyjnej pod względem „kwoty zarobionych pieniędzy". Kierując się jego wskazaniami, wybiera się z tego punktu widzenia najlepsze decyzje, tj. takie, które maksymalizują przyszłą kwotę zysku. Jest

on bowiem tą kwotą pieniędzy, która pozostaje w przedsiębiorstwie po odjęciu od przyrostowych dochodów przyrostowych kosztów. W analizie tej uwzględnia się tylko te dochody i tylko te koszty, które w wyniku przyjęcia decyzji będą ulegać zmianie.

Inaczej postępuje się przy obliczaniu zysku netto. W tym sposobie analizowania rozważanych decyzji od wkładu odejmuje się podatki i stałe koszty pośrednie, które jak wiadomo, nie są z tymi decyzjami związane (tab. 4). Taka procedura prowadzi do otrzymania wyników, które nie informują o całkowitych korzyściach, na jakie może liczyć firma. Te korzyści są pomniejszane o koszty, których rozliczanie zależy od przyjętego klucza podziałowego. Dlatego inny zysk netto (tab. 4) będzie przy np. rozważaniu decyzji A, przy naliczaniu stałych kosztów pośrednich według robocizny (zysk netto jest wtedy równy 20 250 zł), a inny, jeśli za podstawę alokacji tych kosztów przyjmuje się koszty materiałów (wtedy zysk netto wynosi 36 450 zł). Również przy rozważaniu decyzji B dochodzi do zróżnicowania zysków netto w zależności od stosowanego klucza podziałowego.

Tab. 4. Procedura obliczania zysku netto, jako różnicy wkładu oraz stałych kosztów pośrednich oraz podatku, zamówień złożonych przez klientów A i B.

Lp.	Wyszczególnienie	Klient A		Klient B	
		Klucz podziałowy		Klucz podziałowy	
		Robocizna	Materiały	Robocizna	Materiały
1.	Wkład (zł)	75 000	75 000	70 000	70 000
2.	Stałe koszty pośrednie	50 000	30 000	30 000	40 000
3.	Podatek (zł)	4 750	8 550	7 600	5 700
4.	Zysk netto (zł)	20 250	36 450	32 400	24 300

Z punktu widzenia decyzyjnego lepszym narzędziem jest zatem wkład, a gorszym powszechnie używany zysk netto. Wkład można również obliczyć (często jest to łatwiejszy sposób) według procedury przedstawionej w tab. 5.

Tab. 5. Procedura obliczania wkładu, jako sumy zysku netto, podatku i kosztów stałych pośrednich zamówień złożonych przez klientów A i B.

Lp.	Wyszczególnienie	Klient A		Klient B	
		Klucz podziałowy		Klucz podziałowy	
		Robocizna	Materiały	Robocizna	Materiały
1.	Zysk netto (zł)	20 250	36 450	32 400	24 300
2.	Podatek (zł)	4 750	8 550	7 600	5 700
3.	Koszty stałe pośrednie	50 000	30 000	30 000	40 000
4.	Wkład (zł)	75 000	75 000	70 000	70 000

Z przedstawionego w tab. 5 algorytmu wynika, że wkład jest sumą zysku netto i stałych kosztów pośrednich oraz podatku. Wkłady rozważanych decyzji nie zależą od sposobu

rozliczania kosztów stałych pośrednich. Dla decyzji A wkład wynosi 75 000 zł, a dla decyzji B jest równy 70 000 zł. Decyzja A jest zatem bardziej korzystna.

Dla wykazania, że wkład jest właściwym narzędziem decyzyjnym, posłuży kontynuacja rozważanego przykładu. Dla uproszenia rozważań przyjmie się następujące założenia. Roczne stałe koszty pośrednie są równe rocznym kosztom robocizny oraz rocznym kosztom materiałów. Niech te roczne koszty wynoszą 480 000 zł. W takim razie miesięczne stałe koszty pośrednie są równe 40 000 zł. Otrzymuje się je, dzieląc 480 000 zł przez 12 miesięcy. Załóżmy także, że w każdym miesiącu tego roku firma może realizować takie same zamówienia złożone przez klientów A lub B. Wybór jednego z tych zleceń spowoduje to, że firma przez cały rok realizować będzie bądź decyzję A, bądź decyzję B. Jeśli zarząd będzie kierował się wskazaniami zysku netto, obliczonymi w sposób, jaki prezentuje tab. 1 (kluczem podziałowym jest robocizna), to wybierze klienta B. Zysk netto równy 32 400 zł jest przecież wyższy od 20 250 zł oczekiwanego zysku uzyskanego od klienta A.

Jeśli zarząd, kierując się wskazaniami zysku netto z tab. 1, wybierze decyzję B, to w skali rocznej zysk netto nie będzie równy 388 000 zł = 32 400 zł/miesiąc x 12 miesięcy, (tj. jak informują o tym dane z tab. 6, wyniesie 24 300 zł/miesiąc x 12 miesięcy = 291 600 zł). Natomiast wzięcie pod uwagę wskazań wkładu (tab. 3) spowoduje wybranie decyzji A. Ta decyzja więcej bowiem wnosi, niż decyzja B. Z danych zawartych w tab. 6 wynika bowiem, że roczny zysk netto wyniesie wtedy 340 200 zł (28 350 zł/miesiąc x 12 miesięcy).

Tab. 6. Obliczanie zysku netto przy przyjętych założeniach (w każdym miesiącu realizuje się taką samą decyzję, tj. A lub B, roczne stałe koszty pośrednie = rocznym kosztom materiałów = rocznym kosztom robocizny = 480 000 zł).

Wyszczególnienie	Klient A	Klient B
Sprzedaż (zł	200 000	190 000
Materiały (zł)	30 000	40 000
Robocizna (zł)	50 000	30 000
Zmienne pośrednie (zł)	45 000	50 000
Koszty przyrostowe (zł)	125 000	120 000
Wkład (zł)	75 000	70 000
Stałe pośrednie (zł)	40 000	40 000
Zysk brutto (zł)	35 000	30 000
Podatek (19%)(zł)	6 650	5 700
Zysk netto (zł)	28 350	24 300

Te same wyniki uzyskuje się, stosując procedurę obliczania zysku netto przy wykorzystaniu wkładu. Wybór decyzji A przyniesie firmie wkład roczny równy 900 000 zł (75 000 zł/miesiąc x 12 miesięcy). Odjęcie od rocznego wkładu rocznych stałych kosztów po-

średnich, równych 480 000 zł, informuje o rocznym zysku brutto, który wyniesie 420 000zł. Od tego zysku firma zapłaci roczny podatek dochodowy równy 79 800 zł (420 00zł x 0,19). Po odjęciu tego podatku otrzyma się roczny zysk netto równy 340 200 zł. Jest to ten sam wynik, jaki otrzymano w tab. 6.

Zatem kierowanie się wkładem przy wyborze decyzji, których skutki dopiero wystąpią, prowadzi do wyboru najlepszych decyzji, tj. decyzji maksymalizujących „oczekiwany" zysk netto.

eFinanse
finansowy kwartalnik internetowy
prof. AE dr hab. Irena Pyka
Katedra Finansów
Akademia Ekonomiczna w Katowicach

Niezależność NBP wobec przystąpienia Polski do strefy euro

Wprowadzenie

Integracja gospodarcza Polski z Unią Europejską, zapoczątkowana w maju 2004 r. niesie ze sobą konsekwencje w postaci przystąpienia do strefy euro. Każde państwo członkowskie na mocy Traktatu z Maastricht ma obowiązek zastąpienia w obrocie gospodarczym dotychczasowej waluty narodowej euro. Czasowy moment integracji walutowej, a w konsekwencji członkostwo kraju w Eurosystemie, zostały jednak uwarunkowane spełnieniem kryteriów zbieżności. Dlatego też Traktat przewiduje derogację uczestnictwa w unii walutowej w przypadku krajów, w których spełnienie tych kryteriów jest czasowo niemożliwe. Może ona również dotyczyć klauzuli *opting-out*. Podlegają jej wyłącznie Dania i Wielka Brytania[1]. Pozostałe, „stare" i „nowe" kraje Unii Europejskiej korzystają wyłącznie z derogacji czasowej, w efekcie której członkostwo w Eurosystemie i wprowadzenie euro do obiegu krajowego są funkcją czasu określoną spełnieniem warunków zbieżności.

Realizacja kryteriów zbieżności oznacza, że kraj członkowski spełnił formalne warunki osiągnięcia podobnego stanu swej gospodarki jak w państwach już należących do strefy euro. W przypadku krajów korzystających z czasowej derogacji spełnienie kryteriów zbieżności jest równoznaczne z funkcjonowaniem przez okres co najmniej 2 lat w mechanizmie kursowym ERM II po to, aby przed ostateczną rezygnacją z waluty krajowej utrwalić realną zbieżność gospodarki krajowej z państwami Eurosystemu[2]. Jednak dopiero moment przyjęcia euro oznacza rzeczywistą utratę niezależności banku centralnego każdego z państw członkowskich na rzecz wzrostu stopnia autonomii (niezależności) Europejskiego Banku Centralnego.

Niniejsze opracowanie koncentruje uwagę na problemach utraty niezależności Narodowego Banku Polskiego. Jego celem bezpośrednim jest prezentacja skutków utraty tej niezależności rozpatrywanej w różnych jej aspektach. Wskazuje się w nim na fakt, iż utrata niezależności NBP następuje w czasie i jest procesem, którego jedynie efekt ostateczny wyraża się

[1] Por. R. Wierzba, *Europejski Bank Centralny*, Twigger, Warszawa 2003, s. 31.
[2] Th. Papaspyron, *EMU Strategies: Lesson from Greece in View of EU Enlargement*, Paper Presented an the Hellenic Observatory, The European Institute, London School of Economics, January 2004, s. 11 i dalsze.

w przejęciu funkcji narodowego banku centralnego i podporządkowaniu decyzjom Europejskiego Banku Centralnego. Ocena skutków utraty niezależności NBP wymaga więc kompleksowego podejścia uwzględniającego korzyści i straty zróżnicowane zarówno ze względu na czas ich wystąpienia ,jak też charakter niezależności banku centralnego.

1. Paradygmat niezależności banku centralnego

Niezależność banku centralnego wiąże się bardzo ściśle z fiducjarnym charakterem współczesnego pieniądza. Jego siła nabywcza nie wynika z wewnętrznej wartości jednostki monetarnej, lecz opiera się wyłącznie na zaufaniu społecznym do prawnie określonego środka płatniczego, który utracił wartość substancjonalną i reprezentuje wyłącznie wartość funkcjonalną. Fakt ten sprawia, że instytucja emitenta staje w obronie utrzymania tej wartości.

Postulat niezależności banku centralnego bardzo wyraźnie akcentowany był na gruncie ekonomii neoklasycznej, zwłaszcza przez przedstawicieli monetaryzmu (M. Friedmana, a także kontynuatorów jego myśli). Obecnie posiada liczne grono swoich zwolenników, w różny sposób uzasadniających utrzymanie niezależności banku centralnego. Argumenty na rzecz niezależności banku centralnego analizowane są w dwóch płaszczyznach – *stricte* instytucjonalnej i funkcjonalnej. W pierwszym przypadku wskazuje się, że niezależność banku centralnego uodparnia gospodarkę na działania dyskrecjonalne parlamentarzystów i rządów[3]. W drugim przypadku niezależność banku centralnego uzasadnia się na gruncie ilościowej teorii pieniądza.

Zasadniczą przesłanką niezależności banku centralnego w podejściu funkcjonalnym jest założenie o egzogenizacji podaży pieniądza, a zatem podporządkowania kontroli nominalnej jego ilości w obiegu decyzjom banku centralnego[4]. W koncepcji tej przyjmuje się bowiem, w ślad za poglądami neoklasycznymi, że pieniądz w gospodarce ma charakter neutralny. Neutralność pieniądza, określana często „klasyczną dychotomią", oznacza, że zmiany podaży pieniądza czy też szybkości jego obiegu oddziaływują wyłącznie na bezwzględny poziom cen i nie wywierają wpływu na równowagę w sektorze realnym. O ile zatem w podejściu funkcjonalnym akceptuje się przyczynowość związków sfery realnej i pieniężnej w gospodarce, to jednocześnie odrzuca możliwość aktywizacji gospodarki poprzez endogeniczne

[3] Por. W. Baka, *Bankowość centralna*, BMiB, Warszawa 2001, s. 83-84. Autor wskazuje na dwa typy argumentacji przyczynowo-skutkowej i wynikającej z badań korelacji między stopniem niezależności banku centralnego a gospodarką.
[4] Por. D. Duwendag, K.H. Ketterer, W. Kösters, R. Pohl, D. Simmert, *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*, Poltext, Warszawa 1995, s. 148.

zmiany w podaży pieniądza. Jej długookresowym efektem jest bowiem wysoka inflacja obserwowana w okresie realizacji strategii Keynesowskiej polityki monetarnej.

Rozwój badań nad „przyczynowością" pieniądza spowodował istotne zmiany w rozumieniu paradygmatu niezależności banku centralnego. Przede wszystkim dlatego, że:

- upowszechnił się pogląd o endogenicznych[5] źródłach podaży pieniądza,
- wzrosła świadomość polityczna, że niezależność funkcjonalna banku centralnego wymaga wsparcia instytucjonalnego, niezależność banku centralnego stała się kategorią prawną, gdyż aktualnie to przepisy prawa krajowego decydują o jej stopniu i zakresie zarówno funkcjonalnym i ,
- niezależność banku centralnego w koncepcjach teoretycznych zarówno po stronie swych przeciwników, jak też zwolenników zaczęła być traktowana wieloaspektowo. Obecnie rozróżnia się niezależność przedmiotową (ang. *responsibility* – za jakie sprawy bank odpowiada) i podmiotową (ang. *accountability* – przed kim odpowiada)[6]. Wyodrębnia się także niezależność instytucjonalną, funkcjonalną i finansową[7].

Zróżnicowane aspekty niezależności banku centralnego, rozpatrywane w odniesieniu do zadań i konsekwencji przystąpienia Polski do strefy euro, stały się zasadniczym przedmiotem analizy utraty niezależności NBP na rzecz EBC – Europejskiego Banku Centralnego.

2. Niezależność ESBC – Europejskiego Systemu Banków Centralnych

W Unii Europejskiej podstawy funkcjonowania systemu monetarnego kształtuje prawnie zdefiniowany paradygmat niezależności banku centralnego. Traktat z Maastricht zakłada, że zarówno EBC, jak też i narodowe banki centralne nie mogą ulegać naciskom i wpływom ze strony władz Unii, rządów państw członkowskich i innych organów państwowych. W świetle prawa wysoka jest więc ich niezależność instytucjonalna. Prawnie też została zapewniona niezależność funkcjonalna ESBC. Art.105.1 Traktatu wyznacza bowiem cel główny jego działalności, którym jest utrzymanie stabilnego poziomu cen. Określa też zadania sprzyjające efektywnej alokacji zasobów, a w szczególności[8]:

---

[5] Endogeniczność pieniądza oznacza, że zmiany w podaży pieniądza są odbiciem zjawisk zachodzących w sferze realnej, a nie działań banku centralnego. *Ibidem*, s. 146.
[6] Por. szerzej na ten temat: A Wojtyna, Niezależność banku centralnego w teorii ekonomii: główne kwestie sporne, „Bank i Kredyt" 1995, kwiecień, a także: R. Kokoszczyński, *Współczesna polityka pieniężna w Polsce*, PWE, Warszawa 2004, s 159-173.
[7] Por. W. Baka, *op.cit.*, s. 86.
[8] *Euro wspólna waluta*, red. P. Temperton, Felberg SA, Warszawa 2001, Załącznik. Traktat z Maastricht i niezależność EBC, oraz L. Oręziak, *Finanse Unii Europejskiej*, PWN, Warszawa 2004, s. 20.

- kształtowanie i realizację polityki pieniężnej Wspólnoty,
- przeprowadzanie operacji dewizowych,
- utrzymywanie i zarządzanie oficjalnymi rezerwami dewizowymi krajów członkowskich,
- wspieranie prawidłowego funkcjonowania systemów płatniczych.

W świetle norm prawnych Unii Europejskiej wysoki jest również stopień niezależności finansowej i personalnej ESBC.

Federalny charakter Europejskiego Systemu Banków Centralnych sprawia jednak, że prawnie regulowana niezależność EBC i narodowych banków centralnych jest zróżnicowana w odniesieniu do poszczególnych aspektów tej niezależności. Zorganizowane w ramach ESBC narodowe banki krajowe rezygnują zasadniczo ze swej niezależności funkcjonalnej, bowiem zgodnie z zasadami otwartej, wolnorynkowej gospodarki ESBC przejmuje od nich funkcje związane z prowadzoną w krajach członkowskich Unii Europejskiej polityką monetarną.

Realizacja tych funkcji spoczywa na EBC, stąd też posiada on wysoki stopień niezależności funkcjonalnej. Natomiast narodowe banki centralne jedynie wykonują zadania EBC, nie mogąc decydować o sposobach i instrumentach realizacji prawnie zdefiniowanego celu podstawowego. Nie posiadają też możliwości jego zmiany i zostały zobowiązane do wykonywania wszystkich zadań z realizacją tego celu związanych. Narodowe banki centralne prowadzą działania zgodnie z wytycznymi i instrukcjami EBC, a podejmowane przez te banki inicjatywy niemieszczące się w ramach działalności ESBC nie mogą pozostawać w sprzeczności z zadaniami i celami ESBC.

Wysoka niezależność funkcjonalna ESBC sprawia, że rośnie stopień egzogenizacji podaży pieniądza w państwach Eurosystemu. Decyzje dotyczące jej przyrostu podejmowane są bowiem poza systemem krajowym, a polityka pieniężna ESBC nabiera cech ponadnarodowych, wpływając na neutralizację endogenicznych źródeł przyrostu podaży euro.

Niezależność funkcjonalną utrzymują natomiast narodowe banki centralne państw podlegających derogacji w ramach ESBC, a zatem pozostające czasowo poza Eurosystemem. Stopień tej niezależności warunkowany jest formą derogacji W przypadku derogacji czasowej pełna utrata niezależności narodowego banku centralnego ma miejsce w momencie zastąpienia waluty krajowej pieniądzem euro. Natomiast wtedy, gdy spełnione zostały kryteria zbieżności i ustalony stały kurs waluty krajowej wobec euro, następuje podporządkowanie polityki monetarnej narodowego banku centralnego polityce stabilizacji kursu walutowego. W okresie tym, chociaż

w sensie formalnym nie następuje przejęcie przez EBC niezależności narodowych banków centralnych, to ma miejsce jej częściowa utrata, ponieważ realnie ograniczona zostaje swoboda sterowania przez narodowy bank centralny podażą pieniądza krajowego czy stopą procentową.

Okres pozostawania państwa w systemie ERM II zależy bezpośrednio od spełnienia kryteriów z Maastricht. W okresie przyjęcia mechanizmu ERM II co najmniej przez okres dwóch lat nie może mieć miejsca dewaluacja parytetu, oznacza ona bowiem dekonwergencję w odniesieniu do innych kryteriów zbieżności i grozi przedłużeniem pozostawania kraju w tym mechanizmie. Z uwagi na negatywne konsekwencje funkcjonowania państwa w mechanizmie ERM II, wyrażające się nie tylko w realizacji ostrych restrykcji w polityce pieniężnej, finansowej i gospodarczej kraju, przystąpienie do strefy euro wymaga przemyślanego wyboru politycznego właściwego momentu wprowadzenia euro do obiegu gospodarczego.

Oceniając niezależność funkcjonalną ESBC należy podkreślić, że istotnym problemem unii gospodarczo-walutowej jest ograniczenie endogenicznych skutków kreacji pieniądza euro przez budżety krajowe. Wysokiej niezależności oddziaływanie ESBC na kurs walutowy i podaż euro nie towarzyszy taka sama autonomia wobec polityki finansowej krajów Unii Europejskiej.

Art. 101/104 Traktatu wprowadza wprawdzie zakaz finansowania zarówno przez EBC, jak i NBC, deficytu instytucji lub organów wspólnoty, władz centralnych oraz lokalnych państw członkowskich, ale na poziomie UE brak jest instrumentów kształtowania wspólnej polityki finansowej. Traktat z Maastricht w art. 99 przewiduje wprawdzie koordynację polityki gospodarczej rządów w ramach Rady (ECOFIN), ale w sytuacji, gdy zachodzi jej niezgodność w odniesieniu do poszczególnych państw członkowskich, Rada nie posiada żadnych sankcji. ECOFIN może tylko zalecać stosowne działania.

Regulacje niezależności polityki monetarnej ESBC wobec polityki finansowej państw UE zawiera Pakt Stabilizacji i Wzrostu z 17 czerwca 1997 r. Zakłada on działania prewencyjne i sankcje wobec państw członkowskich wykazujących nadmierny deficyt budżetowy. Dotychczasowa praktyka, z której wynika, że wysokie zadłużenie rządów większości „starych" członków Unii Europejskiej nie podlega jego restrykcjom, nakazuje ostrożność w ocenie tego instrumentu wspólnej polityki finansowej państw UE. Można zatem skonstatować, że w tym obszarze funkcjonowania strefy euro niezależność funkcjonalna ESBC wyraźnie słabnie.

W ramach przynależności do ESBC narodowe banki krajowe uzyskują wysoką niezależność instytucjonalną. Władze polityczne UE oraz poszczególnych państw członkowskich nie mają prawa ingerować w działalność narodowych banków centralnych (art. 108 i 107 Traktatu).

Wysoki jest również poziom niezależności personalnej narodowych banków centralnych. Prezesi tych banków są w zasadzie nieodwoływalni w okresie trwania kadencji, tylko w szczególnych okolicznościach, prawnie zresztą zdefiniowanych, mogą być zdymisjonowani.

Narodowe banki centralne posiadają również w ramach ESBC zagwarantowaną niezależność finansową. Władze krajowe nie mają prawa wpływać na ich finanse, a źródła ich dochodów, jak i zasady podziału, zostały w ramach ESBC ściśle sprecyzowane i nie podlegają weryfikacji przez rządy państw członkowskich.

W zarysowanej perspektywie utraty niezależności przez narodowe banki centralne przystąpienie Polski do strefy euro oznacza:

- częściową rezygnację z niezależności NBP w okresie funkcjonowania ERM II,
- pełną utratę niezależności funkcjonalnej po wprowadzeniu euro do obiegu gospodarczego,
- wysokie ryzyko utraty niezależności NBP w sytuacji niespełnienia kryteriów zbieżności po przystąpieniu do ERM II,
- zwiększenie stopnia niezależności instytucjonalnej i personalnej NBP,
- zmianę charakteru niezależności finansowej NBP w ramach ESBC.

3. Konsekwencje utraty niezależności przez Narodowy Bank Polski

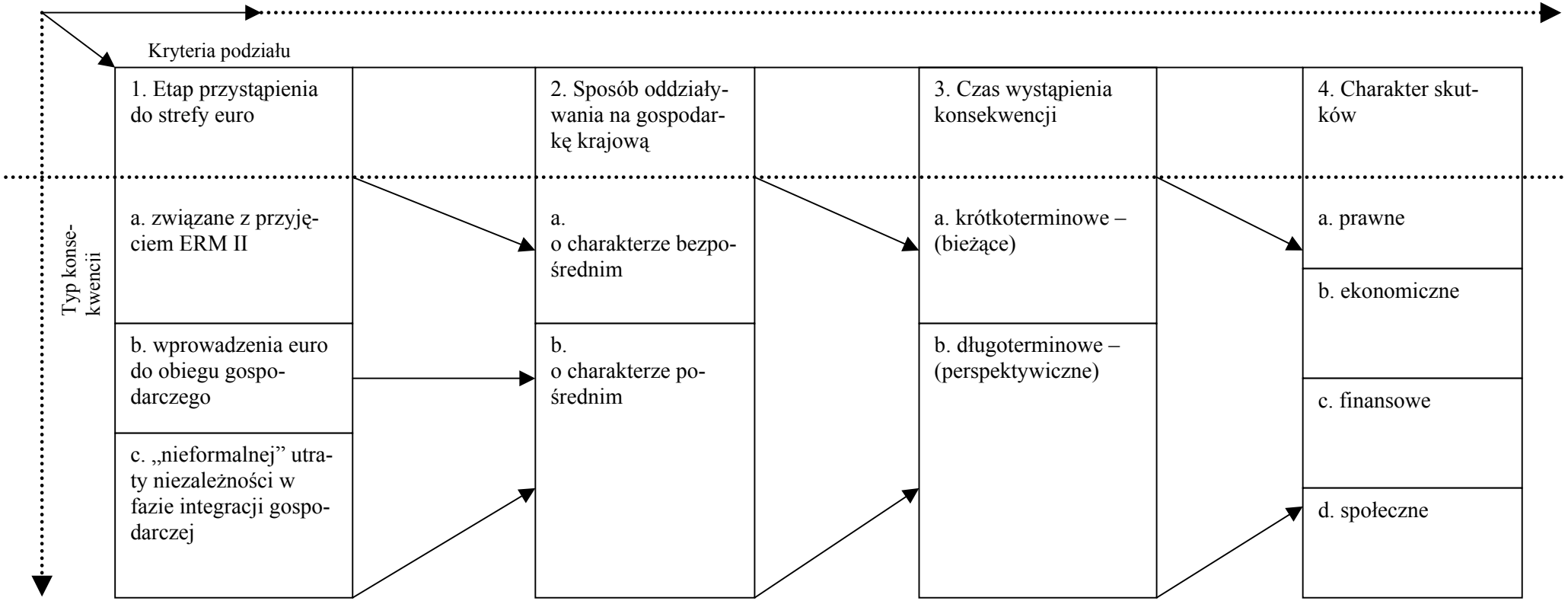
Konsekwencje utraty przez NBP niezależności można rozpatrywać w różnych aspektach. Wykres 1 wskazuje na istniejące możliwości klasyfikacji tych konsekwencji, służące bezpośrednio porządkowaniu wniosków wynikających z ich analizy.

Z uwagi na kryterium czasowe można wyodrębnić krótkookresowe i długookresowe konsekwencje utraty niezależności NBP, odpowiadające często ich klasyfikacji na bieżące i perspektywiczne. Pod względem charakteru konsekwencje te można podzielić na bezpośrednie, wynikające wprost z przyjętych w Eurosystemie regulacji i zasad funkcjonowania banków centralnych oraz na pośrednie, stanowiące rezultat zróżnicowanych czasowo procedur utraty niezależności przez NBP.

Procedury przystąpienia Polski do strefy euro określone Traktatem z Maastricht uzasadniają rozważenie konsekwencji związanych z utratą niezależności NBP przynajmniej w rozbiciu na dwie zasadnicze grupy konsekwencji:

- związanych z funkcjonowaniem naszego państwa w ramach mechanizmu stałego kursu walutowego, określanego mechanizmem kursowym ERM II,
- powstających jako efekt eliminacji waluty krajowej (PLN) z obiegu i zastąpienia jej euro.

Wykres 1. Klasyfikacja konsekwencji utraty niezależności NBP.



Źródło: Opracowanie własne.

Konsekwencje te powstają w różnych momentach czasowych. Zróżnicowany jest również sposób ich oddziaływania na system finansowy i gospodarkę.

Przyjęcie przez Polskę mechanizmu kursowego ERM II oznacza, że prowadzona dotychczas przez NBP polityka monetarna będzie podporządkowana ochronie kursu walutowego w ramach dopuszczalnego pasma wahań. Stopień tego podporządkowania będzie funkcją zgodności prowadzonej polityki finansowej i stopy procentowej w kraju z realizacją kryteriów zbieżności. Mechanizm kursowy ERM II ma bowiem za zadanie wspomagać proces konwergencji. W swej istocie jest więc sprawdzianem, w jakim stopniu polityka finansowa państwa i mechanizm stopy procentowej są w stanie oddziaływać na koniunkturę gospodarczą i stabilizowanie poziomu inflacji w kraju[9]. W sytuacji, gdy sprawdzian ten będzie negatywny, nie można wykluczyć powstania wysokiego dysparytetu stóp procentowych w Polsce i Unii Europejskiej. Stanowić on będzie zachętę do zwiększonego napływu kapitału spekulacyjnego do Polski, co zmusi NBP do zwiększenia częstotliwości interwencji na rynku walutowym celem stabilizacji kursu. W tych okolicznościach jednoczesna obrona kursu walutowego i poziomu stopy procentowej nie będzie możliwa, a polityka monetarna NBP wymagać będzie zwiększenia jej podporządkowania EBC bez formalnej utraty tej niezależności.

Przyjęcie mechanizmu kursowego ERM II nie tylko zwiększa nieformalną zależność NBP od EBC, ale również wrażliwość polskiej gospodarki na zewnętrzne szoki i wstrząsy podażowo-popytowe gospodarki .

Usztywnienie kursu walutowego, podporządkowane w Unii Europejskiej wspólnemu celowi polityki monetarnej realizowanej przez EBC, zgodnie z teorią optymalnego obszaru walutowego tylko częściowo neutralizuje skutki nieprzewidywalnych szoków i wstrząsów gospodarki globalnej. Szczególna ich absorpcja charakteryzuje te państwa, w których niska jest ich zbieżność realna gospodarki z silniejszymi krajami wspólnego obszaru walutowego. Polska do takich państw należy. Funkcjonowanie naszej gospodarki w mechanizmie ERM II jest wobec powyższego ryzykowne, a szczególnie niebezpieczne z uwagi na możliwe tzw. szoki asymetryczne.

Do momentu przyjęcia przez Polskę mechanizmu ERM II przed niekorzystnym wpływem gospodarki globalnej chroni nas płynny kurs walutowy. Z tego powodu też powrót do stałego kursu walutowego jest ewidentnie niekorzystny dla polskiej gospodarki. Słuszne są w związku z tym postulaty sugerujące skrócenie okresu pozostawania Polski w mechanizmie

[9] Por. G. Tchorek, *Bilans korzyści i kosztów wejścia do strefy euro a konwergencja realna*, [w:] Finanse w dobie integracji europejskiej, „Prace Naukowe AE w Katowicach" 2004,red. R.N. Hanisz, K. Znaniecka, s. 260-262.

ERM II maksymalnie do 2 lat. Zmniejsza się bowiem ryzyko powstania kosztów integracji walutowej na tle częściowej utraty niezależności funkcjonalnej NBP. Trudno jednak określić poziom kosztów gospodarczych wynikających z utrzymania w kraju kryteriów zbieżności.

Rozważając konsekwencje utraty niezależności NBP przez pryzmat kosztów i korzyści, należy zauważyć, że w perspektywie długookresowej konsekwencje przyjmujące charakter kosztów bieżących mogą przeradzać się w korzyści. W okresie funkcjonowania Polski w mechanizmie ERM II nie muszą pojawić się zewnętrzne szoki i wstrząsy popytowo-podażowe. Ponadto, związane z nimi skutki są funkcją zdolności polityki finansowej do ochrony gospodarki. Jeżeli zatem przestrzegane będą kryteria zbieżności, koszty te mogą okazać się nieistotne. W końcu w mechanizmie kursowym ERM II zmniejsza się ryzyko kursowe krajowych podmiotów gospodarczych, co zwiększa gospodarcze efekty wymiany handlowej w ramach Unii Europejskiej.
Przyjęcie w Polsce euro wzmocni dodatkowo obszar pozytywnych konsekwencji utraty niezależności NBP. W procesie tym nastąpi bowiemcałkowita eliminacja ryzyka kursowego walut w ramach Unii Europejskiej i eliminacja kosztów związanych z wymianą walut.

Szybkie przyjęcie euro należy więc traktować jak okres, w którym nastąpi intensyfikacja kreacji skutków pozytywnych utraty niezależności NBP. Wydaje się jednak, że tak sformułowaną opinię należy traktować z dużą ostrożnością, co najmniej z dwóch powodów:

- nie uwzględnia się w niej kosztów i korzyści nieformalnej utraty niezależności NBP w okresie integracji gospodarczej,
- nie ocenia się konsekwencji gospodarczych wynikających z niskiej zbieżności realnej naszego kraju z innymi państwami UE.

„Nieformalna" utrata niezależności NBP związana jest z grupą konsekwencji o charakterze pośrednim. Wynikają one wprost z podjętej w czerwcu 1993 r. na szczycie Rady Europejskiej w Kopenhadze decyzji o warunkach członkostwa krajów Europy Środkowej i Wschodniej w Unii Europejskiej[10]. Wynikające z nich zobowiązania realizowane w różnych okresach i stadiach integracji Polski z Unią Europejską, w wielu obszarach przejął Narodowy Bank Polski[11]. W zakresie harmonizacji działalności sektora bankowego w Polsce z wymogami Unii Europejskiej NBP prowadził i nadzorował zadania związane z:

- dostosowaniem ustawy Prawo bankowe i ustawy o NBP do wymogów Unii Europejskiej,
- zmianami w systemie instrumentów polityki monetarnej NBP,

[10] Por. Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro. NBP, Warszawa, luty 2004, s. 5
[11] Por. *Działania zmierzające do dostosowania polskiego systemu bankowego i NBP do wymogów Unii Europejskiej*, [w:] *Sprawozdanie z działalności NBP* w latach 2000, 2001, 2002, 2003.

- zmianami w zasadach funkcjonowania nadzoru bankowego w Polsce i prewencji banków krajowych,
- usprawnieniami w polskim systemie płatniczym.

Realizacja tych zadań nie pozostała bez zarówno korzystnego, jak też negatywnego wpływu na funkcjonowanie, organizację i system świadczenia usług finansowych wobec podmiotów gospodarczych w Polsce. Należy jednak zgodzić się z dość powszechną opinią, że bilans korzyści i „strat" konsekwencji wynikających z działań NBP na rzecz zbliżenia systemu bankowego w Polsce do Unii Europejskiej trudno w sposób jednoznaczny ocenić. Analizowane dostosowania niewątpliwie warunkowały, a jednocześnie ograniczały autonomię działalności NBP wobec polskiej gospodarki. Obserwowane zmiany w perspektywie osiągniętej wysokiej stabilności polskiego systemu finansowego zaliczyć jednak należy do niewątpliwych korzyści integracyjnych. Z kolei szacunek tych zmian w kontekście ponoszonych kosztów integracyjnych przez sektor bankowy i gospodarkę jest niemożliwy. Koszty integracyjne w tym przypadku nosiły bowiem znamiona konsekwencji krótkoterminowych (bieżących), ponoszonych indywidualnie przez prywatne podmioty gospodarcze. Ich podmiotowy, rodzajowy i czasowy rozkład nie poddaje się weryfikacji empirycznej.

W procesie oceny konsekwencji utraty niezależności NBP nie uwzględnia się również:

- efektów gospodarczych związanych z przystosowaniem celów i instrumentów polityki monetarnej NBP do warunków funkcjonowania w Eurosystemie,
- skutków restrykcyjnej polityki kredytowej w systemie bankowym i gospodarce,
- innych, trudno wymiernych, pozytywnych i negatywnych skutków ekonomicznych i społecznych dostosowań naszego sektora finansowego do integracji gospodarczej.

Z tych powodów ocena kosztów i korzyści utraty niezależności NBP ma charakter prawdopodobny i jest niezmiernie trudna. Powinna też być formułowana z dużą ostrożnością, szczególnie w tym obszarze, który określa się mikroekonomicznym. Utrata niezależności przez NBP w wymiarze makroekonomicznym, z uwagi na nieuchronność integracji walutowej członków Unii Europejskiej, wydaje się bowiem być długookresowo, jednoznacznie korzystna. Natomiast korzyści wynikające z dostosowania sektora mikropodmiotów gospodarczych do warunków unii walutowej są bardzo słabo identyfikowalne. Ponadto przedmiotem ocen utraty niezależności NBP powinny być głównie konsekwencje gospodarcze, gdyż dostosowanie sektora bankowego w Polsce do wymogów Unii Europejskiej jest wysokie. Zasadniczy ciężar integracji walutowej wydaje się zatem spoczywać na mikropodmiotach sfery realnej.

eFinanse
finansowy kwartalnik internetowy
prof. UŁ dr hab. Jerzy Różański
Kierownik Katedry Zarządzania Przedsiębiorstwem
Uniwersytet Łódzki

Współczesne finanse – wiele pytań, wiele kontrowersyjnych teorii i koncepcji

We współczesnych finansach, podobnie jak w wielu innych dyscyplinach naukowych, ścierają się różne poglądy, punkty widzenia, opcje. Przeciwstawne sposoby podejścia do tych samych zjawisk, rozbieżne metody oceny, zasadnicze różnice w ocenie przydatności określonych instrumentów, teorii, hipotez, stanowią zjawisko z jednej strony – pozytywne, poszukuje się bowiem racjonalnych argumentów na rzecz każdej z często zupełnie rozbieżnych koncepcji, a z drugiej – jednak u kogoś, kto po raz pierwszy chce zapoznać się z tą problematyką, może to wywołać poczucie zagrożenia i kryzysu zaufania do tej przecież tak ważnej dziedziny nauki.

Przedstawienie określonych koncepcji jako jedynie bezwzględnie obowiązujących, podczas, gdy praktyka gospodarcza utwierdza nas w przekonaniu, że przedstawia nam się uproszczony, a czasami fałszywy obraz zagadnienia, jest zawsze bardzo niebezpieczne dla każdej nauki, a więc i dla finansów również.

Można więc wskazać kilka charakterystycznych przykładów z obszaru teorii finansów, pokazujących różnice w ocenie konkretnych zjawisk oraz wątpliwości, które budzą określone teorie i koncepcje.

Jednym z najbardziej istotnych, a zarazem rozległych i wielowarstwowych problemów współczesnych finansów, jest zachowanie inwestora na rynku kapitałowym i budowa prognoz uwzględniających przewidywane jego zachowanie w przyszłości.

Stosowane powszechnie narzędzia o charakterze matematyczno-statystycznym oraz towarzysząca im analiza wskaźnikowa wzbudzają istotne wątpliwości. Dotyczy to również prognoz co do przyszłej sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa. Można bowiem wątpić, czy dotychczasowe wyniki ekonomiczne przedsiębiorstwa upoważniają do wnioskowania o jego przyszłych osiągnięciach?

Zastosowanie analizy statystycznej w finansach ma więc swoje granice[1]. Przykładem są liczne anomalie w kształtowaniu się kursów akcji, które trudno wytłumaczyć, wykorzystując tradycyjne narzędzia analizy. Prognozy kształtowania się przyszłych cen akcji, oparte na tradycyjnym podejściu (analiza techniczna lub fundamentalna) zbyt często nie sprawdzają się.

Daje to pole do wykorzystania behawioralnych finansów, których podstawowym założeniem jest to, że jeśli uda się zdefiniować bodźce, wówczas możemy określić przyszłe zachowania (wyniki). Wykorzystując wiedzę z psychologii, socjologii, polityki a nawet antropologii, finanse behawioralne próbują wyjaśnić zachowanie inwestorów na rynku kapitałowym i mechanizmy podejmowanych przez nich decyzji. Istotnie, w wielu wypadkach mamy do czynienia z takim zachowaniem inwestorów, które może przeczyć poglądowi o wyłącznie ekonomicznej kalkulacji inwestora. Jednakże prowadzi to z kolei do formułowania przesadnie wysokich oczekiwań w stosunku do nauk, które stanowią podstawę finansów behawioralnych. Nie wszystkie zachowania inwestorów można wyjaśnić czynnikami psychologicznymi lub socjologicznymi. Zresztą finanse behawioralne dają nam tylko bardzo ogólne wskaźniki co do wykorzystania dorobku tych nauk w sferze finansów.

Kolejny problem wiąże się z pytaniem, czy rzeczywiście istnieją efektywne rynki finansowe. I. Ittensohn[2] wskazuje na bardzo dwuznaczną rolę analityków finansowych, którzy budują sprawozdania finansowe i oceniają strategię przedsiębiorstw emitujących papiery wartościowe, sugerując następnie inwestorom finansowym określone rodzaje postępowania na rynku. Otóż, jego zdaniem, można mieć bardzo wiele wątpliwości co do obiektywnego charakteru analiz sporządzanych przez analityków finansowych. Najczęściej analitycy pracują albo w bankach inwestycyjnych, lub innych instytucjach finansowych, które mają swoje własne interesy na rynku kapitałowym. Fakt, że analitycy wpływają na decyzje inwestorów, sprawia, że efektywność rynków kapitałowych jest dyskusyjna. Przy okazji można dodać, że nawet analityków finansowych niemających wyraźnie własnych interesów (lub firm, które reprezentują) trudno stać na zupełny obiektywizm – jest to po prostu niemożliwe. Szczególnie trudne do zweryfikowania są oczywiście prognozy przyszłych wahań cen papierów wartościowych.

Niezwykle niewdzięcznym zadaniem jest określanie wartości i perspektyw rozwoju przedsiębiorstw państwowych a wszelkie prognozy dotyczące ich przyszłej sytuacji ekonomiczno-finansowej są szczególnie niebezpieczne.

---

[1] J. Ittensohn, *Behavioral finance, financial science and the financial analyst*, „Financial Markets and Portfolio Management" 2001, nr 3.
[2] *Ibidem*.

Dlatego też, nierozstrzygniętym pozostaje pytanie, czy wierzyć w prognozy oparte na analizie statystycznej, czy badać bodźce regulujące zachowanie inwestorów. Zapewne, w zależności od konkretnej sytuacji, bardziej prawdopodobna będzie ta prognoza, ...która w przyszłości okaże się najbliższa prawdy.

Wiele wątpliwości wzbudzają też metody oceny opłacalności inwestycji i zastosowanie rachunku inwestycyjnego przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przedsiębiorstw.

Zacznijmy od stwierdzenia dość oczywistego, a mianowicie takiego, że najpopularniejsze obecnie metody oceny opłacalności inwestycji, a więc wartość bieżąca netto (NPV) oraz wewnętrzna stopa zwrotu (IRR) są miarami o charakterze izolowanym, tzn. rejestrują jedynie wpływy i wydatki związane z realizacją konkretnego, ocenianego właśnie projektu inwestycyjnego, natomiast generalnie nie uwzględniają wpływu, jaki wywiera projekt inwestycyjny i planowane w nim przepływy finansowe na wynik finansowy przedsiębiorstwa jako całości[3]. Nie uwzględniają też one związków, jakie występują między danym projektem inwestycyjnym, a innymi projektami inwestycyjnymi, lub efektami dotychczasowej działalności przedsiębiorstwa. Modyfikacje, jakie proponuje się dla obu wskaźników, a mianowicie formuła APV (*adjusted present value*)[4], zakładające, że:

skorygowana wartość bieżąca netto = wartości bieżącej netto (bazowej) + suma wartości bieżącej skutków ubocznych,

gdzie skutki uboczne mogą się wiązać z ulgami podatkowymi, specyfiką rodzaju finansowania, kosztem emisji akcji lub obligacji itp., oraz formuła MIRR (zmodyfikowanej wewnętrznej stopy zwrotu), a więc stopy, przy której wartość bieżąca nakładów inwestycyjnych jest równa wartości przyszłych wpływów pieniężnych uzyskanych podczas realizacji projektu inwestycyjnego, niewiele zwiększają pojemność obu wskaźników. Nadal stanowią one klasyczne przykłady metod izolowanych, ze wszystkimi wadami tych metod.

Na dodatek zarówno w literaturze polskiej, jak i obcojęzycznej[5], wyraźnie akcentuje się:

- sprzeczności między wynikami osiągniętymi w wyniku zastosowania metody NPV i metody IRR,
- trudności interpretacyjne mające miejsce przy zastosowaniu metody IRR.

Powstaje więc pytanie, czy w ogóle jest zasadne stosowanie metody IRR.

[3] L. Perridon, M. Steiner, *Finanzwirtschaft der Unternehmung*, V. Franz Vahlen, München 1986.
[4] R. Brealy, S. Myers, *Principles of Corporate Finance*, Mc Graw Hill, New York 1984.
[5] Np. S. Keef, M. Roush, *Many Happy Returns*, "Financial Management" 2001, nr 6.

W ostatnim czasie bardzo wszechstronną i głęboką analizę metod oceny opłacalności inwestycji przedstawił W. Rogowski[6]. On również wskazuje liczne wady metod NPV i IRR. Jednym z istotnych uproszczeń jest przyjęcie do wyliczeń stałej stopy dyskontowej (którą dyskontowane są przepływy pieniężne w metodzie NPV), statyczny charakter obu metod, stosowanie wartości bezwzględnych w metodzie NPV (co można jednak łatwo wyeliminować, relacjonując NPV do zdyskontowanych nakładów inwestycyjnych projektu).

Uważam (na podstawie doświadczeń związanych z praktycznym zastosowaniem metod NPV i IRR w przedsiębiorstwach), że jednak nadal nie do końca są rozstrzygnięte kolejne kwestie związane z metodą NPV:

- określenie czasu, dla którego liczona jest wartość NPV, zwłaszcza w przypadku, gdy mamy do czynienia nie z jednorazową likwidacją obiektu inwestycyjnego, lecz wielokrotnymi zabiegami przedłużającymi jego eksploatację, oraz określenie ilości lat dla której będzie wyliczana wartość NPV, i oddzielnie – wartość rezydualna;
- wyznaczenie przewidywanych wartości przepływów, zwłaszcza w sytuacji, w której przepływy wyliczane są dla wielu kolejnych lat prognozy te z reguły okazują się kompletnie nieprawdziwe, a więc i sam rachunek oparty na tych prognozach jest chybiony. Osobnym zagadnieniem jest tu zastosowanie w tych prognozach cen stałych lub zmiennych (nominalnych) oba rozwiązania mają swoje wyraźne plusy i minusy.

Także metoda czasu zwrotu nakładów inwestycyjnych (w wersji statycznej lub dynamicznej, z uwzględnieniem zmian wartości pieniądza w czasie) budzi zastrzeżenia, mimo jej niewątpliwej popularności wśród menedżerów zarówno w USA i krajach Europy Zachodniej, jak i w Polsce[7]. Wywołuje niepokój przede wszystkim dlatego, że wyniki obliczeń czasu zwrotu nakładów dla konkretnego przedsięwzięcia inwestycyjnego porównywane są najczęściej z intuicyjnie wyznaczonym przez decydenta czasem granicznym zwrotu nakładów. Wprawdzie czynione są starania w celu obiektywizowania kategorii granicznego okresu zwrotu (propozycja Gordona)[8], ale dotyczą one specyficznych przypadków kształtowania się przepływów pieniężnych w cyklu życia projektu inwestycyjnego i są mało przekonywujące.

Wiele zastrzeżeń budzi też zastosowanie metod wielokryterialnych w rachunku inwestycyjnym. Metody te mają istotną przewagę nad metodami izolowanymi (takimi jak: NPV

[6] W. Rogowski, *Rachunek efektywności przedsięwzięć inwestycyjnych*, Oficyna Wydawnicza, Kraków 2004.
[7] C. van Dam, *Trends in Financial Decision – making*, Martinus Nijhoff Social Sciences, London 1978, s. 203-247.
[8] Za W. Rogowskim, *op.cit.*, s. 147.

czy IRR). Dają one możliwość zastosowania dowolnej ilości kryteriów (nie tylko wskaźników o charakterze finansowym, ale całego szeregu kryteriów rynkowych, techniczno-technologicznych, związanych ze strategią przedsiębiorstwa, organizacyjnych, nawet społecznych), ponieważ podstawą oceny jest zastosowanie systemu punktowego, często rangowanie kryteriów i przypisanie każdemu projektowi inwestycyjnemu określonej ilości punktów – uwzględniając sumaryczny wynik punktowania według każdego kryterium oddzielnie[9]. Zastosowanie metod wielokryterialnych sprawia kilka istotnych trudności ze względu na to, że:

- dobór kryterium oceny projektu inwestycyjnego wpływa w sposób zasadniczy na samą ocenę,
- jeżeli mamy do czynienia z rangowaniem kryteriów (np. ustalaniem maksymalnej ilości punktów, które projekt może uzyskać ze względu na dane kryterium), a tak najczęściej się zdarza w przypadku tego typu metod, to kryteria takiego rangowania powinny być klarowne, niestety w wielu przypadkach jest to rangowanie wysoce subiektywne,
- decyzje komisji inwestycyjnej dokonującej wyboru jednego spośród kilku (lub większej liczby) projektów inwestycyjnych są w miarę obiektywne wówczas, gdy członkowie komisji nie są osobiście zainteresowani tym, aby wybrać konkretny projekt inwestycyjny. Ale i wówczas trudno nie dopatrzyć się znacznego subiektywizmu w ich decyzjach.

To wszystko sprawia, że mimo wieloaspektowości i kompleksowości oceny, którą zapewniają metody wielokryterialne (w porównaniu do innych metod) również i decyzje inwestycyjne podjęte przy ich zastosowaniu mogą się okazać błędne (i to nie tylko z finansowego, a i pozafinansowego punktu widzenia).

Czy nauka dysponuje więc w pełni obiektywnymi i wiarygodnymi metodami oceny opłacalności (a może już atrakcyjności?) inwestycji? Oczywiście nie.

Pewne nadzieje są wiązane z zastosowaniem opcji (rzeczowych, realnych, rzeczywistych) do rachunku inwestycyjnego. Opcje rzeczowe, będące pewnym odwzorowaniem, ale też modyfikacją opcji finansowych, mogą przyczynić się do uelastycznienia rachunku inwestycyjnego, uwzględnienia w tym rachunku pewnych możliwości i rozwiązań, których nie przewiduje deterministyczne ujęcie problemu, charakterystyczne dla formuły NPV i IRR. Zastosowanie opcji rzeczowych w rachunku inwestycyjnym nie przyczyni się, moim zdaniem

[9] J. Różański, *W stronę wielokryterialnych metod oceny opłacalności inwestycji*, „Przegląd Organizacji" 1999, nr 9.

do zobiektywizowania tego rachunku. Z opcjami rzeczowymi wiąże się nadmierne nadzieje. Przyjmuje się bezkrytyczne założenie, że zastosowanie alternatyw decyzyjnych, mających charakter opcji, musi przyczynić się do zwiększenia opłacalności inwestycji rzeczowej przez wartość bieżącą netto. Tego typu sugestie występują nawet bardziej w literaturze zagranicznej, niż w polskiej literaturze naukowej z tego zakresu[10]. Natomiast w polskich opracowaniach najczęściej nie próbuje się bardziej szczegółowo oceniać opcji rzeczowych, wskazując jedynie na to, że dzięki opcjom rzeczowym odkrywamy nowe możliwości związane z danym przedsięwzięciem inwestycyjnym[11]. Dość krytyczną ocenę opcji rzeczowych zawarłem w artykule *Opcje rzeczywiste w ocenie inwestycji przedsiębiorstw międzynarodowych*[12]. Wydaje się, że łatwiejszym i bardziej przydatnym w zastosowaniu instrumentem uelastyczniającym metody oceny opłacalności inwestycji jest po prostu analiza wrażliwości.

Wiele innych problemów o dużym znaczeniu nadal nie jest rozstrzygniętych we współczesnych finansach. Jednym z podstawowych zagadnień jest pytanie, czy struktura kapitału i średnioważony koszt kapitałowy wpływają na wartość przedsiębiorstwa (teoria tradycyjna), czy też nie mają żadnego wpływu na jego wartość (teoria Modiglianiego i Millera). Każda z tych koncepcji przyjmuje pewne założenia, które są realne tylko na papierze, a nie w warunkach funkcjonowania przeciętnej gospodarki rynkowej i wyprowadza wnioski, które wynikają z tak przyjętych, dowolnych założeń.

Teoria tradycyjna zakłada, że jeśli struktura kapitału wpływa na średnioważony koszt kapitałowy (co jest bezdyskusyjne), a koszt kapitału wpływa na wartość przedsiębiorstwa, to istnieje taka optymalna struktura kapitału, przy której średnioważony koszt kapitałowy jest najwyższy, a przez to i najwyższa wartość przedsiębiorstwa. Pogląd ten wiąże się również z przekonaniem, że inwestor poniesie większe ryzyko wówczas, gdy będzie nabywał akcje spółki akcyjnej (i będzie żądał wyższej stopy zwrotu), niż w przypadku zakupu obligacji (żądana stopa zwrotu będzie niższa)[13]. Dlatego też niższe koszty kapitałowe przedsiębiorstwo poniesie przy finansowaniu się poprzez zaciąganie długu (emisja obligacji), niż poprzez emisję akcji (kapitał własny). Nadmierne obciążenie długiem spowoduje wzrost ryzyka akcjona-

[10] T. Luehrman, *Investment Opportunities as Real Options: Getting Started on the Numbers*, "Harvard Business Review" 1998, nr 7/8.
[11] A Kozarkiewicz–Chlebowska, Wartość strategiczna w ocenie projektów inwestycyjnych [w:] *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*,, CeDeWu, Warszawa 2004.
[12] Przygotowywany do druku w zbiorze *Rynek finansowy – szanse i zagrożenia rozwoju*, , UMCS, Lublin (2004 lub 2005).
[13] J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, PWN, Warszawa 2002, s. 91.

riuszy, którzy będą żądali wyższej stopy zwrotu, a więc koszty kapitałowe wzrosną i zacznie spadać wartość przedsiębiorstwa.

Pomijając fakt, że w koncepcji tej rozważania są ograniczone do dwóch źródeł finansowania (akcje oraz obligacje) i dotyczą one wyłącznie spółek akcyjnych, to niesłychanym uproszczeniem jest stwierdzenie, że pozyskiwanie obcych źródeł finansowania wiąże się z mniejszym kosztem kapitałowym, niż finansowanie ze źródeł własnych.

Jeśli przyjmujemy, że zysk osiągany przez przedsiębiorstwo wpływa na wartość tego przedsiębiorstwa, to każde zmniejszenie zysku, spowodowane wzrostem średnioważonego kosztu kapitałowego, musi wpłynąć na zmniejszenie wartości przedsiębiorstwa, i tu można się zgodzić z teorią tradycyjną.

Równie dyskusyjna jest teoria Modiglianiego – Millera. Podstawowa teza tej teorii głosi, że na w pełni konkurencyjnym rynku kapitałowym struktura kapitału nie wpływa na wartość przedsiębiorstwa. Jak wiadomo, argumentem na rzecz słuszności tego twierdzenia jest tzw. dowód arbitrażu, w którym „istnienie dwu firm identycznych pod każdym względem, ale różniących się strukturą kapitału i wartością rynkową, będzie przejawem nierównowagi rynku kapitałowego. Stan ten spowoduje uruchomienie procesu arbitrażowego polegającego na sprzedawaniu akcji przewartościowanych oraz nabywaniu akcji niedowartościowanych, aż do momentu, w którym nastąpi zrównanie średniego ważonego kosztu kapitału i wartości obu firm”[14].

Autorzy przyjmują założenie, że „średni ważony koszt kapitału jest niezależny od struktury kapitału”. Jest to założenie kompletnie nieprawdziwe. Struktura kapitału, obok kosztu kapitałowego poszczególnych źródeł finansowania przedsiębiorstwa, jest najważniejszym czynnikiem kształtującym średnioważony koszt kapitałowy. Dlatego nie można ustawiać z jednej strony struktury kapitałowej, a na drugim biegunie kosztu kapitałowego i wartości przedsiębiorstwa razem.

Poza tym rynek kapitałowy jest permanentnie w stanie większej lub mniejszej nierównowagi. Rynek przedstawiony przez autorów teorii nie istnieje.

Powstaje pytanie, na jakich podstawach teoretycznych oparte jest twierdzenie Modiglianiego i Millera, że wartość przedsiębiorstwa można wyliczyć, dzieląc kwotę zysku brutto (EBIT) przez średnioważony koszt kapitałowy przedsiębiorstwa. Autorzy nie przedstawiają żadnych dowodów na potwierdzenie tego poglądu.

[14] *Ibidem*, s. 94.

Wiele innych rozważań obu autorów jest również dyskusyjnych. Bardziej odpowiada mi tradycyjna koncepcja struktury kapitału zakładająca, że pozyskanie nadmiernej ilości kapitału obcego powoduje wzrastające obciążenia przedsiębiorstwa odsetkami i koniecznością spłaty zadłużenia, niż koncepcja tzw. kosztów bankructwa przedsiębiorstwa prezentowana przez Modiglianiego i Millera, którzy właściwie przedstawiają sytuację przedsiębiorstwa będącego w procesie upadłościowym bądź przynajmniej mocno zagrożonego bankructwem. Wiele dużych firm płaci spore odsetki od zaciągniętych długów, ale nie sprawia to, że są w przededniu bankructwa.

Poważne wątpliwości budzi powszechnie przyjęty sposób liczenia samego średnioważonego kosztu kapitałowego. Do wyliczenia tego kosztu przyjmuje się zarówno faktycznie występujące koszty kapitałowe, związane z pozyskiwaniem kapitału ze źródeł zewnętrznych (emisja akcji i obligacji, kredyt bankowy), jak i koszt kapitałowy „wirtualny", czyli koszt kapitałowy funduszy wewnętrznych (np. zysku zatrzymanego). Wiąże się to z koncepcją tzw. kosztów utraconych szans. Kapitał wytworzony wewnątrz przedsiębiorstwa, a wykorzystany dla sfinansowania określonej inwestycji, nie może być oczywiście wykorzystany do sfinansowania innej inwestycji, która by przynosiła określoną stopę zwrotu. Dlatego też „koszt kapitałowy zysków zatrzymanych liczony (jest) jako hipotetyczna stopa zwrotu z inwestycji alternatywnych w stosunku do inwestycji faktycznie podejmowanych przez przedsiębiorstwo"[15]. Przeważnie koszt kapitałowy ustala się wówczas na poziomie najwyższe szacowanej stopy zwrotu spośród inwestycji odrzuconych (alternatywnych). Jednakże powoduje to skutek w postaci sumowania kosztów kapitałowych rzeczywistych i kosztów kapitałowych alternatywnych. Czy jest to poprawne metodologicznie?

Problem zupełnie innego typu wiąże się z próbą odpowiedzi na pytanie: czym jest franchising? Nie chodzi oczywiście o odpowiedź na pytanie, na czym polega franchising, bo to jest oczywiste, ale raczej o doprecyzowanie, jakiego rodzaju finansowaniem jest franchising i dla kogo (franchisingodawców, czy franchisingobiorców). Jeżeli bowiem uznamy, że dawca franchisingu „zobowiązuje się do udostępnienia podmiotowi korzystającemu z franchisingu (beneficjentowi) prawa korzystania przez czas określony lub nieokreślony z oznaczeniem jego firmy, godła (...)"[16] itd., itd., to dawca franchisingu może być uznany za podmiot finansujący biorcę jedynie wtedy, gdy uznamy, że finansowanie może mieć charakter niepieniężny. To, że często dawca franchisingu udziela biorcy pożyczki lub znajduje bank, który franchisingobiorcę następnie kredy-

[15] J. Różański, M. Czerwiński, *Inwestycje rzeczowe i kapitałowe*, Absolwent, Łódź 1999, s. 42.

tuje, nie zmienia faktu, że istota franchisingu tkwi w udostępnieniu przez dawcę przede wszystkim własnego know-how i własnej sieci dystrybucji. Dlatego co najmniej dyskusyjne jest zaliczenie franchisingu do finansowania dłużnego, tym bardziej, że dawca franchisingu za swoje usługi każe sobie płacić. Podobnie, jak leasing, można zaliczyć franchising do pośrednich form finansowania (niezwiązanych z bezpośrednim przepływem pieniądza do biorcy) lub są to po prostu specyficzne rodzaje umów handlowych między dwoma stronami.

Nie ulega wątpliwości, że wiele uwag zawartych w tym artykule może budzić sprzeciw. Wydaje się jednak, że są to problemy, które winny być przedyskutowane raz jeszcze po to, aby czasami uniknąć we współczesnych finansach przyjmowania za udowodnione hipotez, które nie zostały dostatecznie sprawdzone i definicji, które budzą wątpliwości.

[16] J. Ostaszewski, *Zarządzanie finansami w spółce akcyjnej*, Difin, Warszawa 2003, s. 75.

eFinanse
finansowy kwartalnik internetowy
Mgr Tomasz Skica
Zakład Finansów
Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania w Rzeszowie

Struktura dochodów w samorządzie gminnym na podstawie regulacji wprowadzanych ustawą z 13 listopada 2003 r. o dochodach jednostek samorządu terytorialnego

I. Wprowadzenie do zagadnienia struktury dochodów w samorządzie gminnym

Wejście w życie 1 stycznia 2004 r. ustawy o dochodach jednostek samorządu terytorialnego[1], zdynamizowało długotrwały oraz powolnie postępujący proces tworzenia jednolitych i spójnych podstaw prawnych gospodarki finansowej w samorządzie terytorialnym. Obowiązująca dotychczas ustawa o dochodach jednostek samorządu terytorialnego w latach 1999–2003[2], z 26 listopada 1998 r. została ostatecznie zastąpiona nowym aktem prawnym, całkowicie zmieniającym orientację finansów samorządowych. Wielokrotne przedłużanie okresu obowiązywania poprzedniej ustawy wiązało się nierozerwalnie z finansowym uzależnieniem sektora samorządowego od środków z budżetu centralnego. Funkcjonujące ówcześnie rozwiązania nie miały jednakże charakteru finalnego, stąd też potoczne określenie ustawy mianem przejściowej na drodze do właściwego ukształtowania systemu finansów samorządowych[3].

Proces związany z tworzeniem nowego aktu prawnego, który przystawałby nie tylko do współczesnych wymogów gospodarki rynkowej, ale również kanonów zasad wytyczanych przez Unię Europejską, wydłużał się z roku na rok, a konieczność jego uchwalenia stawała się coraz to bardziej odczuwalna zarówno przez stronę rządową, jak i samorządową. Kluczowym czynnikiem determinującym dynamizację prac nad tekstem nowej ustawy była konieczność uniezależnienia (oczywiście w określonym obszarze) gospodarki finansowej w samorządzie terytorialnym od szczebla centralnego. Zgodnie z poglądem Z. Gilowskiej „(...) właściwa realizacja zadań nałożonych na samorząd terytorialny byłaby niemożliwa, gdyby nie przyznano podmiotom komunalnym niezależności – oczywiście w pewnym zakresie – od organów szczebla centralnego. Jednym z atrybutów tej niezależności jest samodzielna do pewnego stopnia gospodarka finansowa”[4]. Fundamentalny element owej autonomii stanowi budżet, dlatego też brak należytej autarkii w zakresie kreowania własnych źródeł dochodów oraz uzależnienie finansowe i decyzyjne od budżetu centralnego stanowiły czynnik sprawczy przyśpieszenia prac nad ustawą zmieniającą dotychczasowy porządek prawny w obszarze gospodarki środkami publicznymi na szczeblu samorządowym.

[1] DzU z 2003 r., nr 203, poz. 1966.
[2] DzU z 1998 r., nr 150, poz. 983, z późn. zm.
[3] Na skutek niedoskonałości procesu legislacyjnego i postępujących opóźnień w zakresie przygotowania właściwego projektu wskazanej ustawy była ona przez kolejne lata jedynie nowelizowana, co w znacznym stopniu przedłożyło się na aktualną kondycję finansową samorządu terytorialnego w Polsce.
[4] H. Zięba-Załucka, *Samorząd gminny*, [w:] *Samorząd terytorialny Rzeczypospolitej Polskiej po reformie ustrojowej. Wybrane zagadnienia*, red. H. Zięba-Załucka, Wydawnictwo Oświatowe „FOSZE”, Rzeszów 1999, s. 71.

Począwszy od 1 stycznia 2004 r. podstawą gospodarki finansowej w samorządzie terytorialnym (oprócz ustawy o finansach publicznych) jest nowa ustawa o dochodach jednostek samorządu terytorialnego. Rozwiązania prawne w zakresie gospodarki środkami publicznymi na szczeblu lokalnym oddają specyfikę zadań przypisanych jednostkom samorządu terytorialnego. Stąd też wynika charakter postulowanych w przepisach regulacji jest bezpośrednią implikacją kompetencji przeniesionych na poziom działania gmin, powiatów i województw. Analiza treści ustaw ustrojowych wskazuje na ewidentny podział zadań realizowanych przez jednostki samorządu terytorialnego na bieżące i inwestycyjne. Dla każdej jednostki samorządowej, a w szczególności jednostki gminnej, zadania o charakterze inwestycyjnym są wyrazem dbałości władz o społeczność lokalną. Działania inwestycyjne stanowią bowiem przejaw długofalowej wizji i propedeutyki działań w zakresie kształtowania sytuacji społeczno-gospodarczej gminy. Przyjmując za wyznacznik specyfikę tychże działań, za zasadne uznać należy postulowanie rozwiązań prawnych, które stanowiłyby praktyczne odzwierciedlenie powszechnie akceptowanych wytycznych gospodarki finansowej środkami publicznymi.

Dla działań, o których mowa powyżej, rok 2003 stał się rokiem przełomowym. O owej wyjątkowości świadczy nie tylko uchwalenie od dawna oczekiwanej ustawy o dochodach jednostek samorządu terytorialnego, ale również kwestia rozpoczęcia prac nad nowelizacją ustawy o finansach publicznych, a także niedaleka perspektywa integracji ze strukturami unijnymi. Wszystkie te czynniki, nakładając się na siebie, sprawiły, że funkcjonowanie samorządowej gospodarski finansowej musiało nabrać nowego wymiaru i diametralnie innej (niż dotychczasowa) orientacji.

Jak zatem wygląda struktura dochodów w samorządzie gminnym i na czym polega jej odmienność od dotychczasowo obowiązującego katalogu?

Przyjmując za wytyczną podziału dochodów w samorządzie terytorialnym ich specyfikę oraz właściwości, za zasadne uznać należy wskazanie rozdziału dochodowej strony budżetów samorządowych, przeprowadzonego w literaturze przedmiotu, na bezzwrotne i zwrotne. W ramach pierwszej kategorii zawierają się dochody własne gminy (określane mianem wewnętrznych) oraz tzw. dochody zewnętrzne. Idąc dalej wytyczonym kierunkiem rozważań, należy zaznaczyć, że pod pojęciem dochodów własnych ujmuje się: dochody typu fiskalnego, dochody z majątku gminy bądź też dochody innego rodzaju[5]. „W sprawie dochodów własnych jednostek samorządu terytorialnego najważniejsze są trzy normy konstytucyjne – ograniczająca dochody jednostek samorządu terytorialnego do jednej z trzech kategorii (art. 167., ust. 2.), nakazująca zapewnienie tym jednostkom odpowiedniego udziału w dochodach publicznych (art. 167., ust. 1.) oraz nakazująca określenie w ustawie źródeł dochodów jednostek samorządu terytorialnego (art. 167., ust. 3.)”[6].

[5] B. Brzeziński, W. Matuszewski, W. Morawski, A. Olesińska, *Prawo finansów publicznych*, Wydawnictwo TNOiK Dom Organizatora, Toruń 2001, s. 142.
[6] A. Agopszowicz, Z. Gilowska, M. Taniewska-Peszko, *Prawo samorządu terytorialnego w zarysie*, Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego, Katowice 1999, s. 159.

Zdecydowanie pozytywnym i długo oczekiwanym odstępstwem od dotychczas obowiązujących rozwiązań, wprowadzonych dopiero za sprawą wejścia w życie postanowień ustawy o dochodach jednostek samorządu terytorialnego jest położenie przez ustawodawcę szczególnie silnego nacisku na udział dochodów własnych w strukturze dochodów ogółem jednostek samorządu terytorialnego. Stąd też wskazane powyżej rozróżnienie na dochody własne i dochody zewnętrzne, jest wyznacznikiem ram nie tylko prawnych, ale również organizacyjnych prawidłowej i progresywnej polityki finansowej na szczeblu lokalnym. Znacznie większa niż dotychczas niezależność finansowa samorządu gminnego stanowi o jego przewadze konkurencyjnej i możliwościach kreatywnego, a jednocześnie w pełni odpowiedzialnego podejścia do realizowanej na szczeblu samorządowym gospodarki budżetowej. Naturalnym następstwem tego typu działań jest wzrost zamożności społeczności lokalnych, a w dalszej perspektywie czasu – ogólna poprawa warunków życia mieszkańców.

Inferencja zapisów ustawowych dotyczących źródeł dochodów w samorządzie gminnym, zwraca uwagę na fakt większej, aniżeli do tej pory, autonomii w zakresie budowania stabilnej i kompatybilnej do zgłaszanych potrzeb społecznych polityki budżetowej. Zamieszczony poniżej katalog gminnych dochodów budżetowych, zawarty w treści art. 4. ustawy o dochodach jednostek samorządu terytorialnego, stanowi odzwierciedlenie zamysłów prawodawcy w obszarze konstrukcji rozwiązań dotyczących gospodarki środkami publicznymi. Zgodnie z jego treścią do dochodów własnych gmin należą:

1. podatki:
   a) od nieruchomości,
   b) rolny,
   c) leśny,
   d) od środków transportowych,
   e) od działalności gospodarczej osób fizycznych, opłacany w formie karty podatkowej,
   f) od spadków i darowizn,
   g) od posiadania psów,
   h) od czynności cywilnoprawnych,
2. opłaty:
   a) skarbowa,
   b) targowa,
   c) miejscowa,
   d) administracyjna,
   e) eksploatacyjna, w części określonej w ustawie z 4 lutego 1994 r. – Prawo geologiczne i górnicze[7],
   f) inne, uiszczane na podstawie odrębnych ustaw, o ile te ustawy stanowią, że jest to dochód gminy,

[7] DzU z 1994 r., nr 27, poz. 96, z późn. zm.

3. dochody uzyskiwane przez gminne jednostki budżetowe gminy oraz wpłaty od gminnych zakładów budżetowych i gospodarstw pomocniczych gminnych jednostek budżetowych,
4. dochody z majątku gminy,
5. spadki, zapisy i darowizny na rzecz gminy,
6. dochody z kar pieniężnych i grzywien określonych w odrębnych przepisach,
7. 5,0% dochodów uzyskiwanych na rzecz budżetu państwa w związku z realizacją zadań z zakresu administracji rządowej oraz innych zadań zleconych ustawami, o ile odrębne przepisy nie stanowią inaczej,
8. odsetki od pożyczek udzielanych przez gminę, o ile odrębne przepisy nie stanowią inaczej,
9. odsetki od nieterminowo przekazywanych należności stanowiących dochody gminy,
10. odsetki od środków finansowych gromadzonych na rachunkach bankowych gminy, o ile odrębne przepisy nie stanowią inaczej,
11. dotacje z budżetów innych jednostek samorządu terytorialnego,
12. inne dochody należne gminie na podstawie odrębnych przepisów,
13. udziały we wpływach z podatku dochodowego od osób fizycznych (tzn. od podatników tego podatku zamieszkałych na obszarze gminy) – wysokość owych udziałów w roku 2004 wynosi 35,72%, a następnie co roku będzie sukcesywnie zwiększana (z zastrzeżeniem art. 89[8]), aż do wartości 39,34%,
14. udziały we wpływach z podatku dochodowego od osób prawnych (tzn. od podatników tego podatku posiadających siedzibę na obszarze gminy) – wysokość owych udziałów wynosi 6,71%[9].

Zaprezentowana powyżej struktura dochodów w samorządzie terytorialnym nie ma charakteru finalnego. Wskazane regulacje, choć daleko odbiegające od funkcjonujących dotychczasowo rozwiązań, nie stanowią jeszcze o końcu ewolucji unormowań dotyczących gospodarki finansowej nie tylko w gminach, ale również w powiatach i województwach. Pierwszy etap reformy gospodarki finansowej jednostek samorządowych, zapoczątkowany ustawą z 13 listopada 2003 r., trwać będzie przez okres dwóch kolejnych lat. Obejmie on zatem lata 2004–05. Drugie stadium prac rozpocznie się jeszcze w roku 2004, tak aby rozwiązania docelowe mogły wejść w życie 1 stycznia 2006 r.

Jedną z najważniejszych przesłanek stanowiących o konieczności zmiany obowiązującego prawodawstwa w zakresie gospodarki budżetowej na szczeblu gminnym stała się konieczność doprowadzenia do końca rozpoczętej decentralizacji finansów publicznych, a tym samym zwiększenia stopnia samodzielności samorządów w dysponowaniu środkami publicznymi. Podtrzymanie dynamiki tempa

[8] Art. 89. 1. Udział gmin we wpływach z podatku dochodowego od osób fizycznych, o którym mowa w art. 4., ust. 2., zmniejsza się o liczbę punktów procentowych odpowiadających iloczynowi 3,81 punktu procentowego i wskaźnika obliczonego łącznie dla całego kraju, według zasad określonych w ust. 2.
2. Wskaźnik, o którym mowa w ust. 1., ustala się, dzieląc liczbę mieszkańców przyjętych przed 1 stycznia 2004 r. do domów pomocy społecznej, według stanu na 30 czerwca roku bazowego, przez liczbę mieszkańców przyjętych przed 1 stycznia 2004 r., według stanu na 31 grudnia 2003 r.
3. Dla 2004 r. wskaźnik, o którym mowa w ust. 1, wynosi 0,95.

[9] Na podstawie art. 4. ustawy o dochodach jednostek samorządu terytorialnego.

wzrostu dochodów budżetowych w samorządach stanowiło zaledwie jedną z determinant decydujących o konieczności zreformowania zastanych rozwiązań legislacyjnych w obszarze gospodarki budżetowej na szczeblu lokalnym. Do pozostałych przesłanek wynikających bezpośrednio i pośrednio z treści nowej ustawy zaliczyć należy:

- zwiększenie ekonomicznej odpowiedzialności jednostek poprzez zwiększenie udziału dochodów własnych w ogólnych środkach finansowych,
- mocniejsze związanie sytuacji finansowej jednostek samorządu terytorialnego z koniunkturą gospodarczą w państwie,
- rozbudowanie możliwości absorpcji środków unijnych poprzez zwiększenie strumienia środków i uelastycznienie zasad gospodarki finansowej jednostek samorządu terytorialnego,
- stworzenie instrumentów umożliwiających wspieranie przedsiębiorczości[10].

II. Dochody o charakterze publiczno-prawnym

Znakomita większość rozwiązań zawartych w treści przestawianej ustawy jest wyrazem postępującego ukierunkowania polityki władz centralnych na zwiększenie autonomii finansowej samorządu gminnego. Bardzo istotnym jest to, że wprowadzone rozwiązania mają charakter działań długofalowych, o czym świadczy chociażby rozłożenie w czasie finalizacji ostatecznego kształtu struktury dochodowej w samorządzie terytorialnym do roku 2006 (włącznie). Oznacza to, że o wymiernych rezultatach całościowej koncepcji zmiany struktury dochodowej w samorządzie terytorialnym będzie można mówić dopiero w perspektywie kilku najbliższych lat. Nie mniej jednak, pewne zauważalne symptomy potwierdzające trafność obranych kierunków przeobrażeń gospodarki środkami publicznymi są widoczne już w tym momencie.

Zgodnie z szacunkami i założeniami przyjętymi przez Ministerstwo Finansów, do roku 2006 udział gmin we wpływach z podatku dochodowego od osób fizycznych ma wzrosnąć z przynależnych 27,6%[11] do 39,34%. W roku 2004 (tzw. roku przejściowym do osiągnięcia właściwego modelu systemu finansowego w samorządach), wartość udziałów w podatku dochodowym od osób fizycznych wynosi 35,72%, a w podatku dochodowym od osób prawych – 6,71% (co stanowi równowartość 100% kwoty przewidzianej z tego tytułu w roku 2006).

W latach 2004–05, zgodnie z przyjętymi na szczeblu centralnym kryteriami samorządy mają przejąć z dochodów przynależnych do tej pory budżetowi państwa dodatkowo od 1,7 do 1,85 mld zł, co w praktyce oznacza zwiększenie dochodów jednostek samorządu terytorialnego o blisko 7–10%. Przy-

[10] List Ministra Finansów z 29 listopada 2003 r. kierowany do przedstawicieli władz samorządowych nr ST3-4820-81/2003.
[11] 27,6% to wartość udziałów we wpływach z podatku dochodowego od osób fizycznych gwarantowana gminom treścią ustawy o dochodach jednostek samorządu terytorialnego w latach 1999-2003.

jęcie takiego rozwiązania przekłada się na zwiększenie możliwości absorpcji środków unijnych, co ze względu na członkostwo Polski w Unii Europejskiej jest niebywale istotne.

Następnym z kolei elementem odróżniającym rozwiązania wprowadzone w treści nowej ustawy o dochodach jednostek samorządu terytorialnego, od dotychczasowo obowiązujących regulacji jest fakt przypisania każdej z jednostek podziału terytorialnego kraju kwot dodatkowych środków obejmujących 5% dochodów uzyskiwanych na rzecz budżetu państwa, w związku z realizacją zadań z zakresu administracji rządowej oraz innych zadań zleconych ustawami[12].

Całkowicie odmienną kategorię środków budżetowych stanowią dochody o charakterze zewnętrznym. Obowiązująca do 31 grudnia 2003 r. ustawa o dochodach jednostek samorządu terytorialnego w latach 1999–2003 postulowała znaczące uzależnienie finansowe, w szczególności gmin, od transferów z budżetu państwa. Rozwiązanie takie było obustronnie niekorzystne. Po pierwsze z tego względu, że powodowało daleko idące ograniczenie w zakresie kreowania własnych źródeł pozyskania środków publicznych – niewynikające co prawda z zakazu generowania własnych dochodów, lecz z gwarancji i pewności otrzymania środków przekazywanych z budżetu państwa. Wskazany model odsuwał zatem na bok konieczność aktywności władz samorządowych w zakresie usprawniania i poprawy „wydajności" własnych źródeł dochodów. W konsekwencji przyczyniał się również do pogorszenia dbałości o tworzenie klimatu sprzyjającego prowadzeniu działalności gospodarczej na terenie gminy, a w rezultacie – utraty wpływów podatkowych.

Po drugie, „finansowanie" znaczących obszarów działalności samorządu terytorialnego przez skarb państwa było sprzeczne z przyjętą ideą rozdziału finansowego oraz instytucjonalnego (podmiotowego) sektora rządowego od samorządowego. Stąd też wynika panujący ówcześnie pogląd o jedynie połowicznym wymiarze przeprowadzonej decentralizacji finansów publicznych.

Podstawowymi typami dochodów o charakterze zewnętrznym, przynależnych gminom są subwencje ogólne i dotacje celowe. Powszechnie dostrzegalne rozróżnienie pomiędzy subwencją a dotacją, realizowane w oparciu o aspekt obligatoryjności i fakultatywności ich przekazania, zostało bardzo znacząco podkreślone za sprawą treści nowej ustawy o dochodach jednostek samorządu terytorialnego. Zgodnie z jej brzmieniem (począwszy od 1 stycznia 2004 r.), subwencja przynależna gminom składa się z następujących części:

- wyrównawczej,
- równoważącej,
- oświatowej[13].

Cześć wyrównawcza stanowi implikację aktualnej sytuacji społeczno-gospodarczej kraju postrzeganej przez pryzmat wspólnot samorządowych. Coraz intensywniej rysujące się zróżnicowanie w kwotach dochodów generowanych nie tylko przez gminy, ale i pozostałe jednostki samorządu tery-

[12] *List Ministra Finansów..., op.cit.*
[13] Art. 7. ustawy o dochodach jednostek samorządu terytorialnego.

torialnego, sprawiło, że koniecznością stało się wprowadzenie systemu wyrównawczego, mającego na celu niwelowanie tak ewidentnych dysproporcji, a przez to również ochronę jednostek najsłabszych ekonomicznie. Dlatego też, kierując się dualizmem jednostek samorządu terytorialnego nie tylko w aspekcie dochodowym, ale również społecznym i gospodarczym, wprowadzona została kategoryzacja podmiotowa w obszarze systemu wyrównywania różnic w potencjale dochodowym. Natomiast sama likwidacja widocznych rozbieżności w obszarze finansów pomiędzy poszczególnymi gminami równoważona jest za sprawą części wyrównawczej i równoważącej subwencji ogólnej[14].

Wyodrębnienie części równoważącej jest bezpośrednim następstwem rozwiązań wprowadzanych nową ustawą o dochodach jednostek samorządu terytorialnego. Kardynalnym celem jej utworzenia jest zabezpieczenie przed postępującą dysproporcją budżetów gminnych, jaka może wystąpić w związku z pojawieniem się nowego systemu finansowania niektórych zadań. Struktura owego systemu, a tym samym i podział części równoważącej subwencji ogólnej przynależnej samorządom lokalnym w roku 2004, określony został ustawowo. Począwszy od roku 2005 kompetencja w tym zakresie scedowana zostaje na ministra właściwego do spraw finansów publicznych, który po zasięgnięciu opinii, reprezentacji jednostek samorządu terytorialnego, określa w drodze rozporządzenia szczegółowy sposób podziału części równoważącej subwencji ogólnej z uwzględnieniem, m.in. sytuacji finansowej samorządów.

Ostatnim elementem nowo ukształtowanej struktury subwencji przekazywanej z budżetu państwa na rzecz samorządu terytorialnego jest część oświatowa, która w przeciwieństwie do dwóch wcześniej omówionych składowych nie stanowi innowacji w dotychczasowej strukturze subwencji ogólnej.

Zgodnie z art. 27. i 28. ustawy o dochodach jednostek samorządu terytorialnego, kwotę przeznaczoną na część oświatową subwencji ogólnej dla wszystkich jednostek samorządu terytorialnego ustala się corocznie w ustawie budżetowej w wysokości łącznej kwoty części oświatowej subwencji ogólnej, nie mniejszej, niż przyjęta w ustawie budżetowej w roku bazowym, skorygowanej o kwotę innych wydatków z tytułu zmiany realizowanych zadań oświatowych. W dalszej części regulacji ustawowych dotykających problematyki rozdziału części oświatowej subwencji ogólnej prawodawca stwierdza, że sposób podziału charakteryzowanej części subwencji pomiędzy poszczególne jednostki podziału terytorialnego kraju określa w drodze stosownego rozporządzenia minister właściwy do spraw oświaty i wychowania, po zasięgnięciu opinii ministra właściwego do spraw finansów publicznych oraz reprezentacji jednostek samorządu terytorialnego. Od wartości części oświatowej subwencji ogólnej odliczana jest kwota rezerwy części oświatowej, która w roku 2004 wynosi 1%, a począwszy od 2005 r. 0,6%. Zgodnie z treścią ustawy, podział rezerwy części oświatowej subwencji dokonywany będzie do 30 listopada każdego roku, natomiast przekazanie poszczególnych części subwencji ogólnej odbywać się będzie w dwunastu ratach miesięcznych.

Pozostając w temacie dotyczącym dotyczących problematyki równoważenia dysproporcji w budżetach samorządów gminnych, należy dodać, że ustawa z 13 listopada 2003 r. wprowadziła

[14] *List Ministra Finansów..., op.cit.*

również istotne zmiany w przedmiocie oddziaływania na poprawę sytuacji gmin najuboższych. Odzwierciedleniem tego typu rozwiązań jest zapis informujący o systemie wpłat gmin najbogatszych dokonywany na poczet gmin najuboższych, który od 1 stycznia 2004 r. rozciągnięty został na pozostałe jednostki podziału terytorialnego kraju.

Przeobrażenie struktury dochodowej to nie jedyna płaszczyzna funkcjonowania samorządów, w której dokonała się zauważalna progresja. Niewątpliwie korzystne przekształcenia dotykające bezpośrednio katalogu dochodów budżetowych, a pośrednio również relacji pomiędzy sąsiadującymi ze sobą jednostkami podziału terytorialnego kraju, wprowadzone zostały za sprawą przepisów zachęcających gminy i powiaty do współdziałania i łączenia się ze sobą.

Zgodnie z zapisem ustawy w odniesieniu do gmin i powiatów powstałych wskutek połączenia dwóch lub więcej jednostek, wskaźnik udziału we wpływach z tytułu podatku dochodowego od osób fizycznych w okresie 5 lat, począwszy od 1 stycznia roku następującego po roku, w którym podjęto decyzję o połączeniu, będzie zwiększony o pięć punktów procentowych. Uzyskane w ten sposób dochody nie będą wliczane do systemu wpłat[15].

Korzyści wynikające z połączenia ze sobą jednostek mają nie tylko wymiar stricte finansowy. Niewątpliwym profitem wynikającym z konsolidacji dwóch bądź więcej gmin lub powiatów jest możliwość bardziej efektywnego oddziaływania na potencjalną lokalizację podmiotów gospodarczych (a przez to pozyskiwanie nowych źródeł dochodów), kreowania podstaw społeczeństwa obywatelskiego czy w konsekwencji podejmowania wspólnych projektów i inicjatyw o wymiarze zarówno lokalnym, jak i ponad lokalnym. Wprowadzenie w życie charakteryzowanych rozwiązań rzutuje w znaczący sposób na jakość i skuteczność prowadzonej polityki budżetowej oraz otwartość organizacji (jaką niewątpliwie jest samorząd terytorialny) na możliwości kooperacji i współdziałania międzykomunalnego.

Diametralnie odmienną kategorią dochodów zewnętrznych stanowią przynależne samorządom dotacje. W przeciwieństwie do subwencji ogólnej, dotacje celowe nie stanowią obligatoryjnego źródła dochodów budżetowych w gminach, a ich umieszczenie w budżecie ma wymiar związany z realizacją konkretnego zadania. Stąd też dyspozycja ustawodawcy wyrażona w art. 54. ustawy o samorządzie gminnym stanowi, iż dochodami gminy mogą być dotacje celowe na realizację zadań zleconych oraz dofinansowanie zadań własnych. Równocześnie przyjęto rozwiązanie, że począwszy od 1 stycznia 2004 r. likwidacji ulegają te dotacje celowe, które dotychczas przeznaczane były na wykonywanie zadań zleconych z zakresu administracji rządowej. Ich wykonawstwo (wraz ze wskazaną datą) przekazano do realizacji na szczebel samorządu terytorialnego w ramach zadań własnych, przy jednoczesnym uzupełnieniu dochodów własnych o konieczne ku temu środki[16].

---

[15] *Ibidem.*

[16] Poniżej zamieszczono wykaz zadań z zakresu administracji rządowej, które począwszy od 2004 roku przekazane zostały gminom jako zadania własne oraz zadań własnych, na które do końca 31 grudnia 2003 r. przekazywana była dotacja celowa z budżetu państwa, a które od 1 stycznia 2004 r., są finansowane z dochodów własnych gminy.
1. Zadania z zakresu administracji rządowej, które od 2004 r. zostały przekazane do realizacji jednostkom samorządu terytorialnego jako zadania własne:

Dopełnieniem przedstawionych rozwiązań jest zapis art. 8. ustawy z 13 listopada 2003 r., zgodnie z którym dochodami jednostek samorządu terytorialnego mogą być dotacje celowe z budżetu państwa przekazywane z przeznaczeniem na:

- zadania z zakresu administracji rządowej oraz na inne zadania zlecone ustawami,
- zadania realizowane przez jednostki samorządu terytorialnego na mocy porozumień zawartych z organami administracji rządowej,
- usuwanie bezpośrednich zagrożeń dla bezpieczeństwa i porządku publicznego, skutków powodzi i osuwisk ziemnych oraz skutków innych klęsk żywiołowych,
- realizację zadań wynikających z umów międzynarodowych,
- finansowanie lub dofinansowanie zadań własnych objętych kontraktem wojewódzkim oraz zadań własnych wymienionych w art. 42., ust. 2. ustawy o dochodach jednostek samorządu terytorialnego,
- realizację zadań wynikających z umów międzynarodowych[17].

Zaprezentowana konstrukcja regulacji dotyczących problematyki dotacji celowych, już na tym poziomie uogólnienia przedstawionych treści wskazuje na utrzymanie przewodniego założenia ustawodawcy dotyczącego zwiększenia stopnia samodzielności polityki budżetowej realizowanej na szczeblu samorządu terytorialnego. Zwiększenie udziału dochodów własnych w strukturze budżetu, ograniczenie kwot dotacji celowych oraz pobudzenie kreatywności władz samorządowych w obszarze efektywności gromadzonych dochodów – to wytyczne przyjęte jako aksjomat zapisów ustawowych dotykających gospodarki środkami publicznymi na poziomie samorządów.

Wskazane rozwiązania stanowią zdecydowany krok naprzód w zakresie decentralizacji finansów publicznych. Jak wspomniano na początku artykułu, funkcjonująca do 31 grudnia 2003 r. ustawa o dochodach jednostek samorządu terytorialnego w latach 1999 – 2003 sprawiała, że przeprowadzona decentralizacja finansów publicznych miała charakter fragmentaryczny, podtrzymywany za sprawą powiązania kas: centralnej i samorządowej. Takie rozwiązanie stanowiło niewątpliwie „legislacyjny zator" w kwestii budowania nowoczesnych struktur administracji publicznej, a wprowadzone doraźne rozwiązania – poprawiały zastaną sytuację tylko w nieznacznym stopniu.

---

a) Prawo energetyczne (art. 18.)
- Finansowanie oświetlenia dróg publicznych, dla których gmina nie jest zarządcą oraz dróg powiatowych, wojewódzkich i krajowych w miastach na prawach powiatu (rozdz. 90015)

b) Ustawa z 29 sierpnia 1997 r. o usługach turystycznych (art. 38., ust. 2. i 3.)
- Ewidencja pól biwakowych oraz ewidencja obiektów hotelarskich spełniających minimalne wymagania, co do wyposażenia, prowadzona jest przez wójta (burmistrza, prezydenta) jako zadanie zlecone z zakresu administracji rządowej (rozdz. 75011)

2. Zadania własne, na które do końca 31 grudnia 2003 r. przekazywana była dotacja celowa z budżetu państwa, a które od 1 stycznia 2004 r., są finansowane z dochodów własnych gminy:

a) Ustawa z 21 czerwca 2001 r. o dodatkach mieszkaniowych (art. 10., ust. 1. i 2.)
- Wypłata dodatków mieszkaniowych (Rozdz. 85315);

[17] *List Ministra Finansów..., op.cit.*

Odkładana przez długie lata reforma struktur sektora finansów publicznych pozostawia jeszcze wiele do życzenia. Należy jednak zauważyć, że wraz z wejściem w życie nowej ustawy regulującej zagadnienie dochodów budżetowych w samorządzie uczyniony został jeden z ważniejszych kroków w przedmiocie kreowania nowoczesnych i wydajnych podstaw działalności samorządu terytorialnego, w znacznym stopniu uniezależniających finansowo sektor samorządowy od transferu środków z budżetu państwa.

Analiza przekroju struktury dochodów w jednostkach samorządu terytorialnego pozwala stwierdzić, że począwszy od 1 stycznia 2004 r. (zgodnie z zapisami ustawowymi), dominującą rolę odgrywają dochody własne, a wśród nich – wpływy z podatków oraz udziały w podatkach stanowiących dochód budżetu państwa, także subwencje ogólne.

Poddając inferencji zagadnienie dochodów o charakterze podatkowym, za zasadne uznać należy przeprowadzenie ich analizy w oparciu o meritum postanowień Konstytucji RP[18]. Zgodnie z przepisami ustawy zasadniczej, gmina dysponuje jedynie ograniczonym prawem w zakresie ustalania wysokości podatków i opłat lokalnych[19]. Konstytucja RP za sprawą art. 164. stanowi, że gmina nie posiada możliwości samodzielnego wprowadzania w życie nowych podatków, a jej kompetencje zostały ograniczone do decydowania o elementach konstrukcji podatków i opłat już istniejących[20].

Takie sformułowanie regulacji ustawowych sprawia, że jednostki samorządowe pozbawione możliwości nakładania na społeczność lokalną nowych form opodatkowania muszą stymulować w sposób ciągły wzrost wydajności źródeł już istniejących. Dynamizacja owych działań musi być jednakże dokonywana w sposób rozważny. Nie można bowiem dążyć do tego, aby zwiększać kwoty wpływów poprzez notoryczne zwiększanie obciążeń podatkowych. Taka polityka gminy stwarzałaby nieprzychylne warunki dla kreowania podłoża lokalnych inicjatyw przedsiębiorczych i powodowałaby odpływ strumienia potencjalnych wpływów budżetowych poza granice gminy (a zatem wywoływałaby analogiczne skutki, jak nakładanie nowych podatków). Dlatego też przy ustalaniu założeń polityki budżetowej w obszarze podatków lokalnych wspólnoty samorządowe powinny mieć przede wszystkim na uwadze dłuższą perspektywę czasu. Krótkie i doraźnie rozwiązania nie są w stanie skutecznie pobudzić lokalnej gospodarki. Ponadto niewłaściwie obrane kierunki w przedmiocie polityki finansowej w gminie rodzą negatywne skutki odczuwalne przez wspólnotę lokalną częstokroć przez kolejne lata, zamykając się niekiedy dopiero z upływem kadencji władz lokalnych tj. wraz ze zmianą orientacji polityki budżetowej w gminie.

Bezsprzecznie najważniejszym składnikiem dochodów o charakterze fiskalnym są udziały w podatkach stanowiących dochód budżetu państwa (podatku dochodowym od osób fizycznych i podatku dochodowym od osób prawnych). Funkcjonujący od początku 2004 r. mechanizm „wymuszający" gospodarność środkami publicznymi rzutuje w bezpośredni sposób na całokształt struktury dochodowej w samorządzie gminnym. Bezpośrednim tego przykładem jest chociażby egzemplifikacja

[18] DzU z 1997 r., nr 78, poz. 483.
[19] B. Brzeziński, W. Matuszewski, W. Morawski, A. Olesińska, *dz. cyt.* s. 144.
[20] *Ibidem, s. 145.*

wpływów z udziału w podatkach dochodowych, których wielkość jest wprost proporcjonalnie uzależniona od kreatywności władz samorządowych oraz dbałości o środowisko lokalnych przedsiębiorców (inwestorów). Rozwój inicjatyw gospodarczych na terenie gminy powodował będzie wzrost wpływów podatkowych, a część tychże wpływów w postaci udziałów otrzymywać będzie gmina[21]. Fakt ten jest niezwykle istotny również z tego względu, że zwiększenie udziałów we wpływach z podatków dochodowych przynależnych samorządom, nie może być traktowane jako „substytut" kreatywności i dbałości o własne źródła dochodów. Istotne jest bowiem to, że oprócz transferu dodatkowych kwot z budżetu centralnego – wspólnotom samorządowym przekazane zostały również dodatkowe zadania, które mają być z nich realizowane. W rezultacie transfer dodatkowych środków nie jest tożsamy z realnym wzrostem dochodów w samorządach, a o rzeczywistej poprawie sytuacji dochodowej w gminach decydować będzie polityka władz lokalnych.

III. Dochody o charakterze prywatnoprawnym i przychody budżetowe

Autonomiczną kategorię dochodów budżetowych w samorządzie terytorialnym stanowią dochody prywatnoprawne, uzyskiwane z tytułu przynależnego gminie mienia komunalnego. Gmina, jako „właściciel", może je dzierżawić, wynajmować, jak również oddawać w użytkowanie wieczyste. Inaczej rzecz biorąc „(...) dochody oparte na tytule prywatnoprawnym to takie, które państwo pobiera występując w roli dominium, czyli właściciela lub przedsiębiorcy, który pobiera dochody jako wierzyciel zobowiązań powstałych na podstawie umów cywilnoprawnych"[22].

Zdecydowanie najpowszechniejszym źródłem dochodów o charakterze prywatnoprawnym są czynsze płacone przez dzierżawców, najemców pojedynczych lokali bądź całych nieruchomości będących własnością gminy. W dalszej kolejności do charakteryzowanej kategorii wpływów budżetowych zaliczyć należy środki otrzymane z tytułu sprzedaży nieruchomości oraz odsetki i dywidendy z udziału w zyskach spółek prawa handlowego.

Całkowicie odrębnym źródłem dochodów są wpływy do budżetu, będące wynikiem prowadzonej przez gminę działalności gospodarczej. Ta składowa katalogu dochodów budżetowych jest szczególnie istotna również z tego powodu, że zbliża gminę (a zatem podmiot publicznoprawny) do „wizerunku" właściwego organizacji – przedsiębiorstwa, którego nadrzędnym celem działalności jest samowystarczalność finansowa. Zagadnienie działalności gospodarczej na szczeblu samorządu terytorialnego podlega szczegółowej regulacji za sprawą przepisów ustawy z 20 grudnia 1996 r. o gospodarce komunalnej[23].

W ramach prowadzonej działalności gospodarczej jednostka samorządu terytorialnego może posługiwać się przynależnym jej mieniem komunalnym. „Gmina może prowadzić działalność gospodarczą służą-

[21] *Ibidem, s. 145.*
[22] C. Kosikowski, *Finanse publiczne i prawo finansowe*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2001, s. 130.
[23] DzU z 1997 r., nr 9, poz. 43, z późn. zm.

cą realizacji zadań jej przypisanych. Dochody z prowadzonej przez gminę działalności gospodarczej to wpłaty nadwyżek dochodów nad wydatkami należących do gminy zakładów budżetowych"[24].

Wskazany zapis pozwala sądzić, że działalność gospodarcza gmin nie ma charakteru stricte zarobkowego, a jej wymiar zawęża się do zapewnienia mieszkańcom świadczeń w sferze użyteczności publicznej, której przejawami są najczęściej: dostarczanie wody i odprowadzanie ścieków, centralne ogrzewanie, komunikacja miejska itp. Wyjątkiem od tychże regulacji są postanowienia ustawy o gospodarce komunalnej, która w określonych prawem przypadkach, powodowanych zaistnieniem wskazanych ustawowo przesłanek, znosi zakaz prowadzenia przez gminy działalności gospodarczej wyłącznie w sferze użyteczności publicznej. Do wspomnianych okoliczności zaliczyć należy: występujące łącznie niezaspokojone potrzeby wspólnoty samorządowej na rynku lokalnym oraz wysoki stopień bezrobocia, określony rodzaj działalności gospodarczej (np. bankowość, ubezpieczenia, doradztwo, działalność wydawnicza), ale też całkowicie ogólne przesłanki, np. Inne, ważne sprawy gminy[25].

Równocześnie prawodawca za sprawą treści zawartych w powołanej powyżej ustawie określił formy organizacyjno-prawne, w jakich owa działalność może być realizowana. W sferze użyteczności publicznej działalność gospodarcza może być prowadzona w formie: zakładu budżetowego, spółki prawa handlowego, umowy cywilnoprawnej o świadczenie usług przez osoby fizyczne bądź prawne. Natomiast w pozostałym zakresie obejmującym prowadzenie działalności innej, aniżeli użyteczność publiczna, właściwa jest wyłącznie forma kapitałowej spółki prawa handlowego.

Omówione dotychczas źródła dochodów budżetowych w samorządzie gminnym łączy wspólna cecha, a mianowicie – bezzwrotność. Analiza ostatniej ze składowych struktury budżetu gminy wykazuje całkowicie inną specyfikę. Przychody z tytułu pożyczek, kredytów oraz wpływy z emisji komunalnych papierów wartościowych stanowią przykład środków o charakterze zwrotnym. Najbardziej popularnymi formami przychodów budżetowych w samorządach są kredyty i pożyczki. Każde ze wskazanych źródeł wpływów budżetowych, choć na pozór zbliżone do siebie podlega unormowaniu za pośrednictwem całkowicie odrębnych przepisów rangi ustawowej. Umowa pożyczki jest regulowana za sprawą przepisów Kodeksu cywilnego[26], natomiast umowa kredytu – ustawy z 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe[27]. Nie mniej ważnym czynnikiem różnicującym obie formy przychodów budżetowych gminy jest kryterium podmiotu upoważnionego do udzielenia kredytu bądź pożyczki. Kredytu może udzielić tylko i wyłącznie bank, natomiast pożyczkę przyznają zarówno bank jak i inne podmioty, np. skarb państwa, a także państwowe fundusze celowe[28].

Zaprezentowane rozróżnienie nasuwa równocześnie odpowiedź wyjaśniającą cel i przedmiot wykorzystania zwrotnych form wpływów budżetowych. Zarówno kredyty, jak i pożyczki, mają na celu

[24] *Ibidem, s. 146.*
[25] Na podstawie art. 10. ustawy o gospodarce komunalnej.
[26] DzU z 1964 r., nr 16, poz. 93, z późn. zm.
[27] DzU z 2002 r., nr 72, poz. 665, z późn. zm.
[28] A. Borodo, *Samorząd terytorialny. System prawno-finansowy*, Wydawnictwa Prawnicze PWN, Warszawa 1997, s. 141.

sfinansowanie wydatków nieznajdujących pokrycia w dochodach własnych gminy. Zdecydowanie najczęstszym kierunkiem wykorzystywania kredytów i pożyczek jest konieczność pokrycia występującego w ciągu roku niedoboru budżetowego. Wymiar w jakim rozpatrywać należy czas korzystania z otrzymanych w ten sposób środków, nie przekracza jednego roku budżetowego – zobowiązanie powinno zostać spłacone wraz z jego zakończeniem. Odnośnie krótkoterminowego niedoboru budżetowego gwoli wyjaśnienia dodać należy, że jest on zazwyczaj następstwem nierytmicznego gromadzenia oraz wydatkowania dochodów budżetowych, co w konsekwencji prowadzi do „zaburzeń" po stronie płynności finansowej i ostatecznie skutkuje deficytem. Niezależnie od tego kredyty i pożyczki mają również za zadanie pokrycie deficytu budżetowego. Kwestia szczegółowych regulacji dotykających wskazanej problematyki podlega unormowaniu w drodze ustawy o finansach publicznych[29].

Oznacza to zatem, iż zagadnienie zadłużenia w samorządzie terytorialnym nie zostało pozostawione gestii przypadku. Wręcz przeciwnie – prawodawca za sprawą zapisów art. 113. (i nast.), ustawy o finansach publicznych tworzy przejrzysty układ przepisów budujących ramy „bezpiecznego zadłużania się", stanowiąc, że łączna kwota przypadających do spłaty w danym roku budżetowym rat kredytów i pożyczek, nie może przekroczyć 15% planowanych na dany rok budżetowy dochodów jednostki samorządu terytorialnego. Jednocześnie w przypadku, kiedy łączna kwota państwowego długu publicznego powiększona o kwotę przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez podmioty sektora finansów publicznych do produktu krajowego brutto (PKB) przekroczy 55%, to kwota przypadających do spłaty w danym roku budżetowym rat kredytów i pożyczek nie może przekroczyć 12% planowanych dochodów jednostki samorządu terytorialnego, chyba że obciążenia te w całości wynikają z zobowiązań zaciągniętych przed datą ogłoszenia tejże relacji[30]. Dodatkowo art. 114. cytowanej ustawy stanowi, że łączna kwota długu jednostki samorządu terytorialnego na koniec roku budżetowego nie może przekraczać 60% dochodów tej jednostki w tymże roku budżetowym[31].

Kwintesencją regulacji dotyczących kredytów i pożyczek jest zapis, zgodnie z którym maksymalna wysokość pożyczek krótkoterminowych oraz zobowiązań wynikających z tytułu wyemitowanych papierów wartościowych powinna być określona przez radę gminy w uchwale budżetowej.

Drugą składową katalogu przychodów budżetowych są emitowane przez gminę papiery wartościowe – obligacje komunalne. Szczegółowe unormowania dotykające problematyki związanej z emisją oraz wykupem obligacji znalazły rozwinięcie w przepisach ustawy z 29 czerwca 1995 r. o obligacjach[32], jednakże podstawową regulacją w przedmiocie obligacji komunalnych jest zapis art. 112., ust. 2. ustawy o finansach publicznych, zgodnie z którym deficyt budżetu jednostki samorządu terytorialnego może być pokryty przychodami pochodzącymi ze sprzedaży papierów warto-

[29] DzU z 2003 r., nr 15, poz. 148, z późn. zm.
[30] Na podstawie art. 12. i 113. ustawy o finansach publicznych.
[31] Na podstawie art. 114. ustawy o finansach publicznych.
[32] DzU z 2001 r., nr 120, poz. 1300, z późn. zm.

ściowych wyemitowanych przez jednostkę samorządu terytorialnego[33]. Następnie w art. 124.,ust. 2., pkt 1. prawodawca stanowi, że uchwała budżetowa jednostki samorządu terytorialnego może zawierać upoważnienie dla jej organu wykonawczego do emisji papierów wartościowych na pokrycie występującego w ciągu roku budżetowego deficytu budżetu jednostki samorządu terytorialnego[34]. Zapisy ustawy o finansach publicznych wskazują jako cel emisji papierów wartościowych finansowanie deficytu budżetowego, nie mniej jednak obligacje komunalne mogą stać się niezwykle ważnym narzędziem zaspokajania potrzeb społeczności lokalnych[35] również w innych obszarach, takich jak: finansowanie inwestycji infrastrukturalnych (np. wodociągów i kanalizacji)[36] oraz pokrycie wydatków bieżących[37].

Analiza przepisów ustawowych wskazuje, że pomiędzy kredytem a emisją obligacji dostrzegalne są pewne podobieństwa. Za pozyskiwaniem środków finansowych drogą emisji obligacji, a nie zaciąganiem kredytu, przemawiają m.in. następujące powody:

1. Pozyskiwanie pieniędzy w długim okresie może okazać się o wiele tańsze od zaciągnięcia kredytu bankowego.
2. Na rynku kapitałowym wśród instytucji finansowych jest coraz większa konkurencja, stwarza to możliwość dokonania wyboru i negocjowania warunków emisji.
3. Częstotliwość płacenia odsetek, co wiąże się z kosztem pieniądza w czasie.
4. Uzyskanie przy emisji obligacji gminnych efektu marketingowego oraz całkowitej przejrzystości finansowej, co w przeciwieństwie do kredytu pozwala podnieść wiarygodność gminy w oczach inwestorów.
5. Emisja obligacji daje możliwość samodzielnego określenia warunków zaciągania pożyczki, dostosowując je do potrzeb i możliwości emitenta[38].

Samorządy gminne, podejmując decyzję o emisji obligacji komunalnych, mają szansę uzyskać potrzebny kapitał bezpośrednio z rynku. Wygenerowane w ten sposób środki mogą być przeznaczane na realizację zadań nieznajdujących pokrycia w innych źródłach finansowania. Decyzja o emisji obligacji komunalnych podejmowana jest przez radę gminy, a organizacją i przygotowaniem niezbędnej dokumentacji zajmuje się organ wykonawczy. Emisja obligacji komunalnych wymaga dopełnienia jeszcze jednej powinności. Przed podjęciem uchwały o emisji obligacji komunalnych emitent powinien w tejże kwestii otrzymać pozytywną opinię od regionalnej izby obrachunkowej, natomiast sama uchwała o emisji obligacji powinna określać zasady ich zbywania, nabywania i wykupu przez wójta

[33] Na podstawie art. 112., ust. 2. ustawy o finansach publicznych.
[34] Na podstawie art. 124., ust. 2. pkt 1. ustawy o finansach publicznych.
[35] Zob. więcej na ten temat: A. Myczkowska, *Obligacje komunalne – nowi emitenci i nowe cele programów. Rekordowy rok*, „Rzeczpospolita" z 24-26 grudnia 2001 r.
[36] W. Grześkiewicz, *Analiza wydatków inwestycyjnych jednostek samorządu terytorialnego i źródeł ich finansowania w latach 1997 – 2000*, „Samorząd Terytorialny" 2002, nr 11, s. 50-51.
[37] *Rynek pieniężny i kapitałowy*, red. I. Pyka, Wydawnictwo Uczelniane Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego, Katowice 2000, s. 249 i nast.
[38] W. Grześkiewicz, *op.cit*., s. 51.

gminy (burmistrza, prezydenta), a także klauzulę dotyczącą form zabezpieczenia zobowiązania, jakim są obligacje. Całkowicie odrębny akt prawny reguluje kwestię zasad dopuszczenia emitowanych przez gminę papierów wartościowych do publicznego obrotu. Jest nim ustawa z 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi[39].

Oprócz przedstawionych powyżej zalet charakterystycznych dla obligacji komunalnych, ich emisja ma również wady. Pierwszą z nich jest forma zabezpieczenia, którą stanowią przyszłoroczne dochody podatkowe, jak również pozostałe dochody samorządu gminnego, w stosunku do których nigdy nie ma stuprocentowej pewności ich realizacji. Następnym minusem pozyskania środków za sprawą emisji obligacji komunalnych jest czasochłonny proces autoryzacji emisji. Sytuacja taka sprawia, że gminy, które potrzebują szybko i sprawnie skorzystać z dodatkowych środków budżetowych, dyskredytują tę formę pozyskiwania dochodów. Ostatecznie należy również pamiętać, że obligacje komunalne są bardzo silnie skorelowane z procesami zachodzącymi w polityce pieniężnej na szczeblu kraju, dlatego też każdorazowy spadek inflacji i obniżka stóp procentowych mogą spowodować, że cena kredytu będzie o wiele bardziej korzystniejsza, aniżeli cena emisji obligacji[40]. Dodatkowo, jeżeli wliczyć czas, jaki pochłania proces przygotowania, a następnie przeprowadzenia emisji obligacji oraz pozostałe czynniki jemu towarzyszące – bezdyskusyjnie lepsze okazują się być alternatywne (łatwiej dostępne) formy pozyskiwania dodatkowych kwot środków pieniężnych, w tym właśnie kredyty długoterminowe. Jako finalny element niejednokrotnie odstręczający i deprymujący władze lokalne od korzystania z obligacji komunalnych, podać należy mało czytelny stan prawny[41]. Wymienione czynniki rozpatrywane łącznie sprawiają, że rynek obligacji komunalnych w Polsce wciąż nie cieszy się jeszcze zbyt dużym zainteresowaniem. Nie mniej jednak kierunki zmian w prawodawstwie i systemie gospodarczym kraju sprawiają, że ta forma pozyskiwania środków staje się coraz bardziej atrakcyjna, a przez to pożądana przez władze samorządowe.

IV. Konkluzje i wnioski

Podsumowując zagadnienie struktury dochodów w budżetach gminnych, należy stwierdzić, że rozwiązania wprowadzone za sprawą ustawy z 13 listopada 2003 r. o dochodach jednostek samorządu terytorialnego stanowią wyraz zdecydowanej progresji w dotychczasowych regulacjach dotykających omawianej problematyki. Powołana ustawa stanowi kontynuację rozpoczętego jeszcze w latach 90. procesu decentralizacji finansów publicznych. Zapisy ustawowe, choć w pewnym wymiarze jeszcze przejściowe na drodze do osiągnięcia właściwego modelu finansów samorządowych,

[39] DzU z 2002 r., nr 49, poz. 447, z późn. zm.
[40] W. Grześkiewicz, *op.cit*., s. 52.
[41] M. Al-Kaber, *Obligacje komunalne jako forma zasilania budżetu gminy*, „Samorząd Terytorialny" 2000, nr 12, s. 31.

już na tym etapie wskazują na dalekowzroczność i ekonomiczną poprawność w zakresie konstruowania reformowanego systemu finansów samorządowych.

Ustawienie środka ciężkości struktury dochodowej w budżetach samorządowych po stronie dochodów własnych wywołuje wiele pozytywnych zjawisk w obszarze samorządowej gospodarki środkami publicznymi. Przewaga dochodów własnych to przede wszystkim konieczność umiejętnego podejścia do kwestii kreowania macierzystych źródeł wpływów budżetowych w oparciu o wytyczne efektowności i wydajności, które do tej pory nie zawsze stanowiły wyznacznik lokalnej gospodarki finansowej. Po wtóre, samodzielność w zakresie kreowania własnych źródeł dochodów budżetowych, to również większe możliwości oddziaływania na sytuację społeczno-gospodarczą w gminie. Znajomość struktury lokalnych potrzeb oraz środowiska gminnych przedsiębiorców sprawiają, że gminy, jako podmioty odpowiedzialne za samodzielne generowanie dochodów budżetowych a jednocześnie ich dysponenci, podchodzić będą do gospodarki środkami budżetowymi w sposób bardziej odpowiedzialny i przemyślany. Elementem ilustrującym wskazaną prawidłowość jest fakt, że zawsze dochody pozyskane autonomicznie są wydawane z większą gospodarnością i pieczołowitością, a przy tym – mniejszym rozmachem, co z kolei eliminować będzie marnotrawstwo w obszarze dyspozycji środkami publicznymi.

Zaprezentowane powyżej czynniki przemawiające na korzyść wprowadzonych rozwiązań ustawowych stanowią tylko pewną część odczuwalnych profitów będących wynikiem modernizacji przepisów dotyczących gospodarki środkami publicznymi na szczeblu lokalnym. Ewolucja w ustawodawstwie krajowym rzutuje również na płaszczyznę współpracy Polski z pozostałymi krajami Unii Europejskiej, tworząc tym samym pomost instytucjonalno-prawny łączący ze sobą struktury organizacyjne w kraju i pozostałych państwach UE-25. Większe kwoty dochodów własnych zabezpieczają możliwość uzyskania dofinansowania ze strony UE. Ponadto samodzielność w zakresie generowania własnych źródeł dochodów budżetowych należy potraktować również jako swego rodzaju egzamin z umiejętności gospodarowania kwotami dochodów budżetowych. Innymi słowy, konieczne jest odpowiedzenie na pytanie, czy samorządność (w obszarze gospodarki budżetowej) idzie w parze z gospodarnością środkami publicznymi? Czy władze samorządowe będą umiały wykorzystać przyznaną im większą, aniżeli dotychczas, autonomię w zakresie kreacji wpływów budżetowych, a przez to – czy są one na tyle dojrzałe instytucjonalnie, aby stawić czoło wymogom mechanizmu rynkowego?

Zarówno te, jak i wiele innych pytań, pozostają w chwili obecnej bez odpowiedzi. Wstępne informacje dotyczące monitoringu wdrożenia w życie nowej ustawy zdają się potwierdzać założenia ustawodawcy dotyczące poprawy sytuacji finansowej w samorządzie, a uzyskane wyniki stanowią implikację założeń przyjętych na etapie planowania rozwiązań ustawowych. Na podstawie zgromadzonych danych statystycznych tylko za pierwszy kwartał obowiązywania przepisów nowej ustawy o dochodach jednostek samorządu terytorialnego, odnotować należy wiele pozytywnych symptomów świadczących o prawidłowej orientacji wprowadzonych zmian w zakresie polityki budżetowej w samorzą-

dach. Przyjmując za przykład dane szacunkowe Ministerstwa Finansów, ewidentnie zauważalne są prawidłowości, których osiągnięcie było intencją prawodawcy. Inferencja materiałów empirycznych[42] pozwala na stwierdzenie, że dochody własne na szczeblu jednostek samorządu terytorialnego w pierwszym kwartale roku 2004 wyniosły 46,4% całości wpływów budżetowych, co stanowi wyraz ich ewidentnego wzrostu w relacji do pierwszego kwartału roku 2003 o wartość równą 10,3%. Zmniejszeniu uległa natomiast dotacja celowa oraz subwencja ogólna – odpowiednio o 4,5% oraz 5,8% całości dochodów budżetowych w relacji do analogicznego okresu w roku 2003. Wskazane wartości odzwierciedlają znaczącą poprawę w obszarze autonomii dysponowania środkami publicznymi na szczeblu samorządów, a obrane kierunki zmian, w jakich profilowana jest gospodarka budżetowa, wskazują na właściwą intencjonalność zamierzeń legislacyjnych.

Zaprezentowane prawidłowości będące rezultatem przyrównania dochodów osiąganych przez wszystkie jednostki podziału terytorialnego łącznie przekładają się na wyniki generowane przez każdą z nich z osobna. Sytuacja ta jest szczególnie widoczna na szczeblu gminnym. Stąd też w pierwszym kwartale 2004 r., poziom dochodów własnych w gminach osiągnął pułap 46,4% ogółu wpływów budżetowych w samorządzie, co stanowiło o ich 5,3-procentowym wzroście w relacji do analogicznego okresu roku 2003. Podobnie, jak w odniesieniu do ogółu jednostek samorządu terytorialnego ocenianych łącznie, również w przypadku gmin nastąpił zauważalny spadek wartości dotacji celowych z poziomu 8,8% ogółu dochodów budżetowych w pierwszym kwartale roku 2003 do 5,5% dochodów w analogicznym okresie roku 2004. Nie mniej korzystnie prezentuje się również wykonanie założonego planu dochodów na rok 2004, rozpatrywanego w ujęciu kwartalnym. Realizacja dochodów w budżetach gminnych po upływie pierwszych trzech miesięcy 2004 r. wyniosła 28,7% założonego planu i była wyższa o 0,2% w stosunku do tego samego okresu w 2002 r. oraz o 0,6% od wykonania planu dochodów w pierwszym kwartale roku 2003.

Finalnie, biorąc pod uwagę strukturę dochodów po pierwszym kwartale roku 2004 odnoszoną do wszystkich jednostek podziału terytorialnego kraju ogółem, należy stwierdzić, że dochody własne i subwencja ogólna stanowią łącznie 91,4% całości środków budżetowych. Dla porównania, dotacje celowe obejmują zaledwie 8,6% ogółu wpływów budżetowych w samorządach. Bezpośrednim odwzorowaniem rezultatów wdrażanych rozwiązań w obszarze konstrukcji struktury dochodowej w samorządzie są dane statystyczne z analizy, których wynika, że do końca 2004 r. jednostki samorządu terytorialnego planują przeznaczyć na wydatki majątkowe środki o 3 000 mln zł większe, aniżeli kwoty wydatkowane na ten cel rok wcześniej.

Wstępne informacje opisujące wykonanie budżetów na szczeblu lokalnym są niewystarczające, aby można było obiektywnie stwierdzić, czy przyjęte rozwiązania okazały się być w pełni trafne. O efektywności przyjętych rozwiązań dotyczących progresywnej konstrukcji struktury dochodów

[42] Informacja o skutkach obowiązywania ustawy z 13 listopada 2003 r. o dochodach jednostek samorządu terytorialnego, DzU z 2003 r., nr 203, poz. 1966, Warszawa, czerwiec 2004 r.

w samorządzie terytorialnym można będzie zatem mówić dopiero po zakończeniu rocznego okresu sprawozdawczego, kiedy znane będą wyniki finansowe działalności gmin za cały rok budżetowy. Okres jednego roku pozwala bowiem na analizę nie tylko wartości kwotowych koniecznych dla implikacji sytuacji dochodowej w samorządach, ale co znacznie ważniejsze odwzorować trendy kształtowania się analizowanych zmiennych, które w znaczący sposób rzutują na kierunki ewolucji zmian w strukturze dochodowej na szczeblu samorządów.

eFinanse
finansowy kwartalnik internetowy
Prof. UJ dr hab. Andrzej Szopa
Instytut Spraw Publicznych
Uniwersytet Jagielloński

Wykorzystanie opcji w zarządzaniu ryzykiem finansowym

Ryzyko finansowe rozumiane jest na ogół jako zjawisko rozmijania się oczekiwanych i rzeczywistych wyników działalności gospodarczej, co przejawia się w postaci zmienności osiągniętych wyników i ich oscylacji wokół wartości oczekiwanej. Oscylacje te podlegają pewnym prawidłowościom i przy założonym poziomie prawdopodobieństwa (poziomie ufności) można określić zakres wahań wyniku.

Przez ochronę przed ryzykiem będziemy z kolei rozumieć takie metody postępowania, które w ostatecznym rezultacie przynoszą neutralizację skutków wspomnianych wyżej wahań. Ich zestaw jest obecnie bardzo szeroki i stanowi przedmiot badań nowej dyscypliny finansowej, jaką jest inżynieria finansowa. W opracowaniu ograniczono się wyłącznie do jednego z narzędzi zarządzania ryzykiem finansowym – opcji finansowych[1]. Zanalizowano te kwestie w odniesieniu do zmienności cen bieżących jako źródła ryzyka finansowego. Wykorzystanie opcji w tej roli łączy się z dwoma faktami:

- pierwszy to wspomniany wyżej ograniczony zakres wahań cen bieżących. Oznacza to, że należy chronić tylko pewien ograniczony wycinek cen rynkowych, przy czym im wyższy zostanie przyjęty poziom ufności, tym zakres ten będzie większy[2].
- drugi to wrażliwość cen opcji na zmiany cen bieżących[3] . Innymi słowy, wartość portfela opcji, którym dysponuje przedsiębiorstwo, zmienia się w ślad za zmianami cen bieżących, przynosząc określone konsekwencje dla wyniku finansowego. Z tego też powodu zmienność wartości portfela opcji powinna być także neutralizowana. Jest to przedmiotem tzw. *hedgingu delta*[4].

1. Ochrona zakresu zmienności cen bieżących

W celu ochrony przed ryzykiem wykorzystuje się długie pozycje opcyjne. W ochronie przed wzrostem cen wykorzystuje się opcje *Call*, natomiast opcje *Put* wykorzystywane są w ochronie przed spadkiem cen.

Opcje chronią obszar cen jednostronnie otwarty lub jednostronnie zamknięty przez cenę wykonania kontraktu opcyjnego. W przypadku opcji *Call* jest to obszar od ceny wykonania kontraktu opcyjnego do ceny nieskończenie wielkiej i dlatego opcja ta jest wykorzystywana do ochrony pozycji krótkiej w instrumencie bazowym, czyli zobowiązań, natomiast w przypadku opcji *Put* chroniony jest obszar od ceny wykonania do ceny nieskończenie małej i stąd opcja ta znajduje zastosowanie w ochronie pozycji długiej, a więc należności (por. rys. 1)

Zakres możliwych przy danym poziomie ufności zmian cen został przedstawiony na rys. 2. Przyjęto powszechnie stosowane w finansach założenie o rozkładzie normalnym zmian cen. Stąd też w ustalaniu pewnych zależności wykorzystuje się właściwości tego rozkładu. Zaprezentowano je w tab. 1.

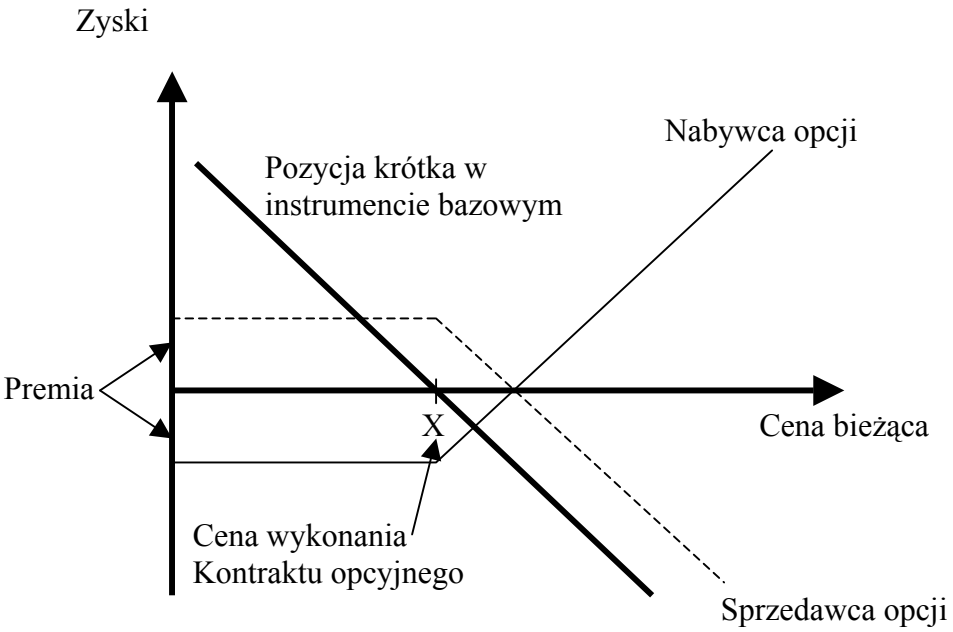
---

[1] Por. m.in. J.C. Hull, *Introduction to futures and options markets*, Prentice Hall 1997.
[2] Por. m.in. Ph. Jorion, *Value At risk: The New benchmark for controlling risk*, McGraw-Hill 1997.
[3] Ogólnie rzecz ujmując, wrażliwość cen opcji opisywana jest za pomocą tzw. greckich liter
[4] Problem ten wymaga jeszcze uzupełnienia o tzw. *hedgingu gamma* neutralizujący z kolei skutki zmienności delty. Nie jest to jednak przedmiotem podjętej w tym miejscu analizy.

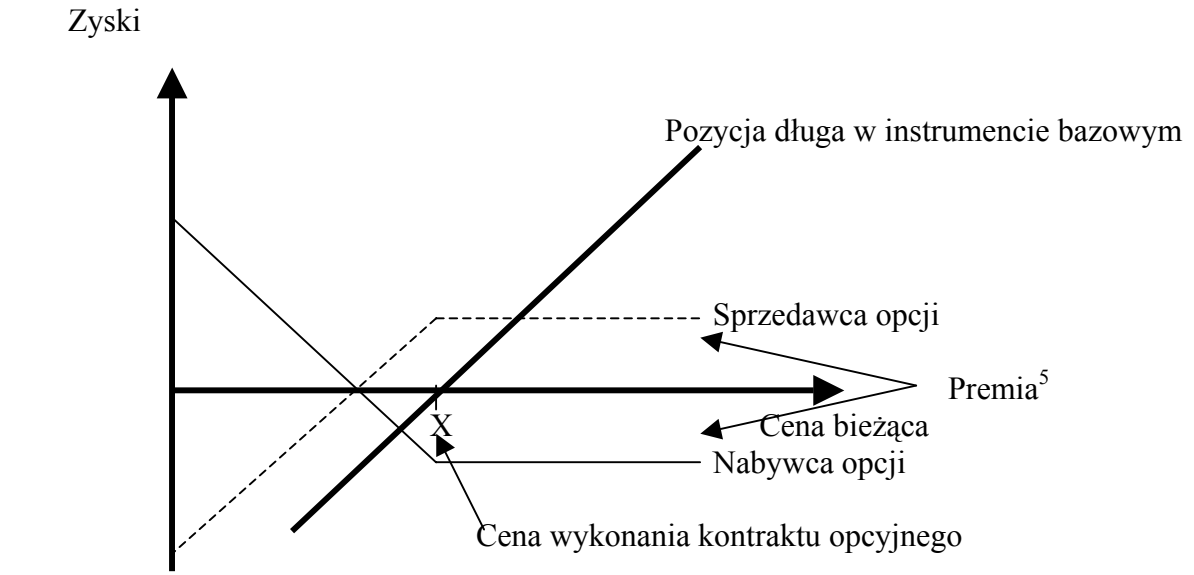
W przemyśle przyjęto, iż wystarczy zapewnić 95% poziom ufności i jest to wystarczające dla zapewnienia bezpieczeństwa przedsiębiorstwu. Oznacza to, że przyjęty przedział cen obejmie 95% obserwowanych zmiennych oraz tylko 5% to zmienne wykraczające poza ten przedział.

Rys. 1. Profil ryzyka dla opcji *Call* i *Put*.

Profil ryzyka dla opcji *Call*



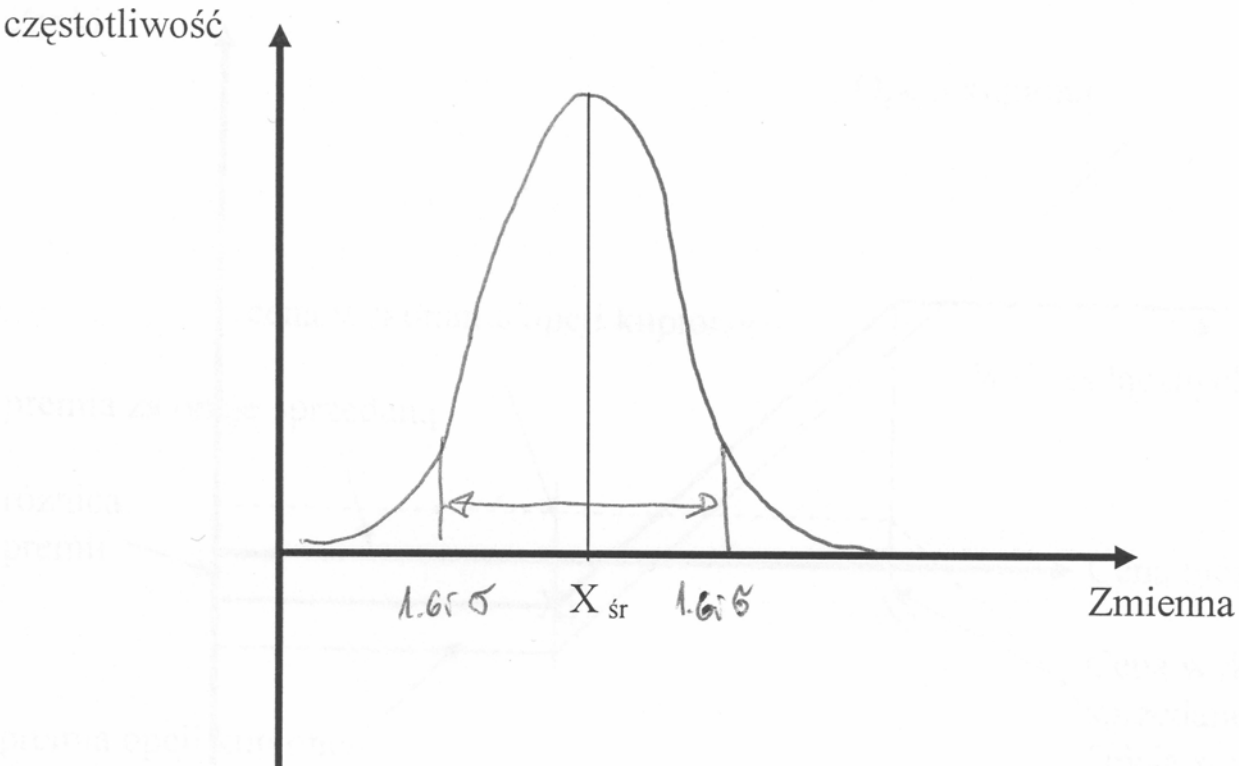
Profil ryzyka dla opcji *Put*



[5] Zamiennie używa się terminów premia opcyjny i cena opcji.

Ze względu na symetrię rozkładu normalnego oznacza to, że 2,5% zmiennych będzie mniejszych od dolnej granicy przedziału cen i tyle samo większych od górnej granicy.

Rys. 2. Rozkład zmienności bieżących cen rynkowych.



Tab. 1. Wyznaczanie poziomu ufności.

Wielokrotność odchyleń standardowych (k)	Poziom ufności (%)
1,28	90
1,65	95
2,33	99

Źródło: J.P. Morgan, RiskMetrics, "Monitor" 1997, q IV.

Przedział ten tworzy się w następujący sposób (por. tab. 1):

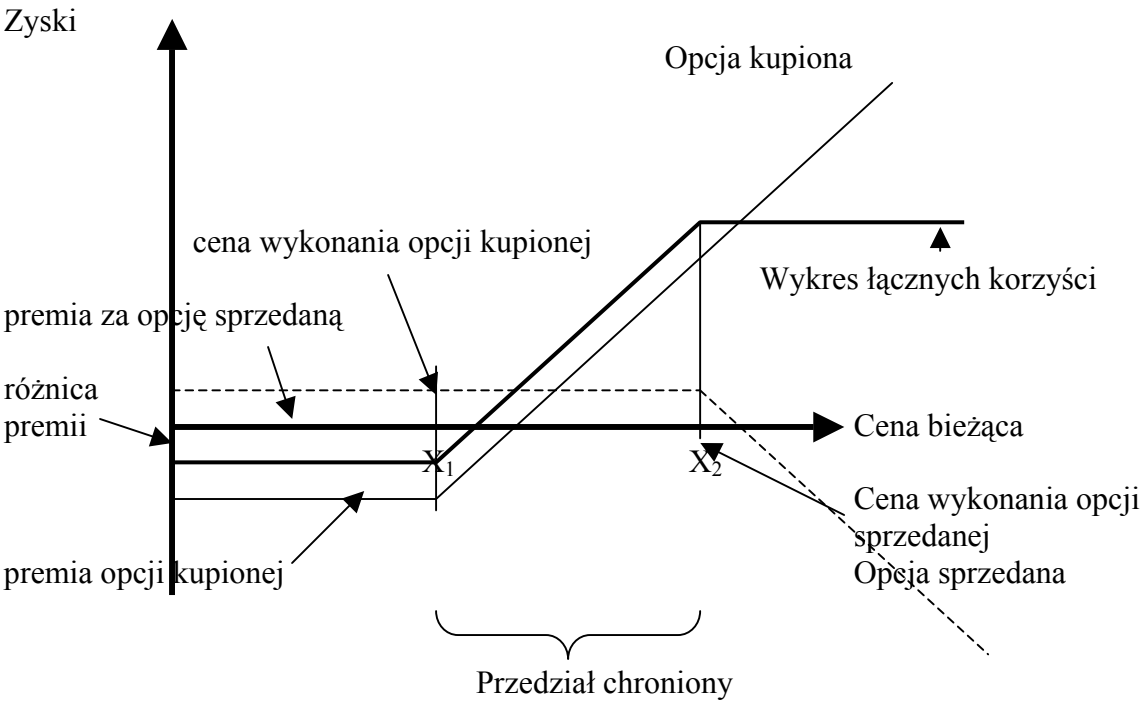
- dolna granica – $(x_{śr} - k * \sigma)$
- górna granica – $(x_{śr} + k * \sigma)$

Tak więc, przyjmując poziom ufności w wysokości 95% przedział cen jest równy – dolna granica: $x_{śr}$-1,65σ, natomiast górna granica: $x_{śr}$+1,645σ. Przedział ten jest więc szerokości 2*1,65 σ, czyli 3,30 σ.

Jak już stwierdzono, przedział chronionych cen w kontrakcie opcyjnym jest jednostronnie otwarty. Przyjmiemy, że opcja kupiona jest o cenie wykonania odpowiadającej cenie oczekiwanej. Zamknięcie tego otwartego w ten sposób jednostronnie przedziału może nastąpić poprzez sprzedaż opcji o cenie wykonania równej cenie zamykającej przedział. Na przykład, jeżeli kupiono opcję *Call* o cenie wykonania 90 zł, to zamknięcie przedziału może nastąpić poprzez sprzedaż opcji o cenie wykonania 105 zł. W ten sposób został utworzony prze-

dział cen 90-105 zł chroniony przez kontrakty opcyjne. W przypadku ochrony przed spadkiem cen, a więc kupując opcję *Put* o cenie wykonania 90 zł, sprzedajemy opcję *Put* w cenie wykonania 75 zł. Tworzymy w ten sposób przedział 90-75 zł chroniony przez opcję. Przedstawiona to rys. 3.

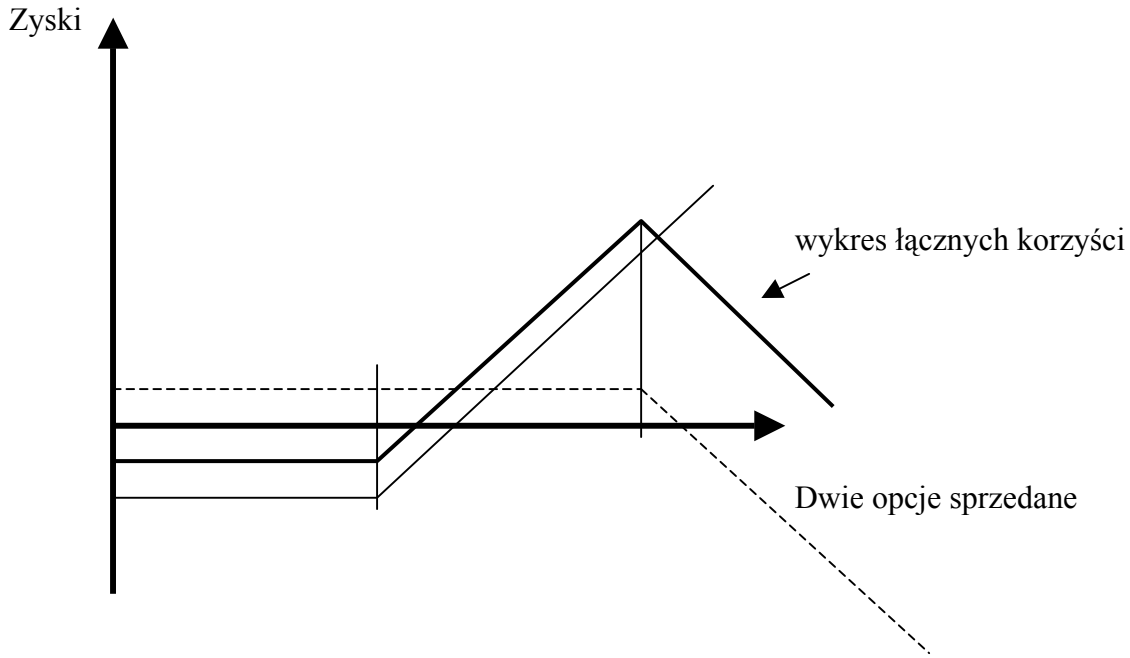
Rys. 3.Wyznaczanie przedziału cen chronionych.



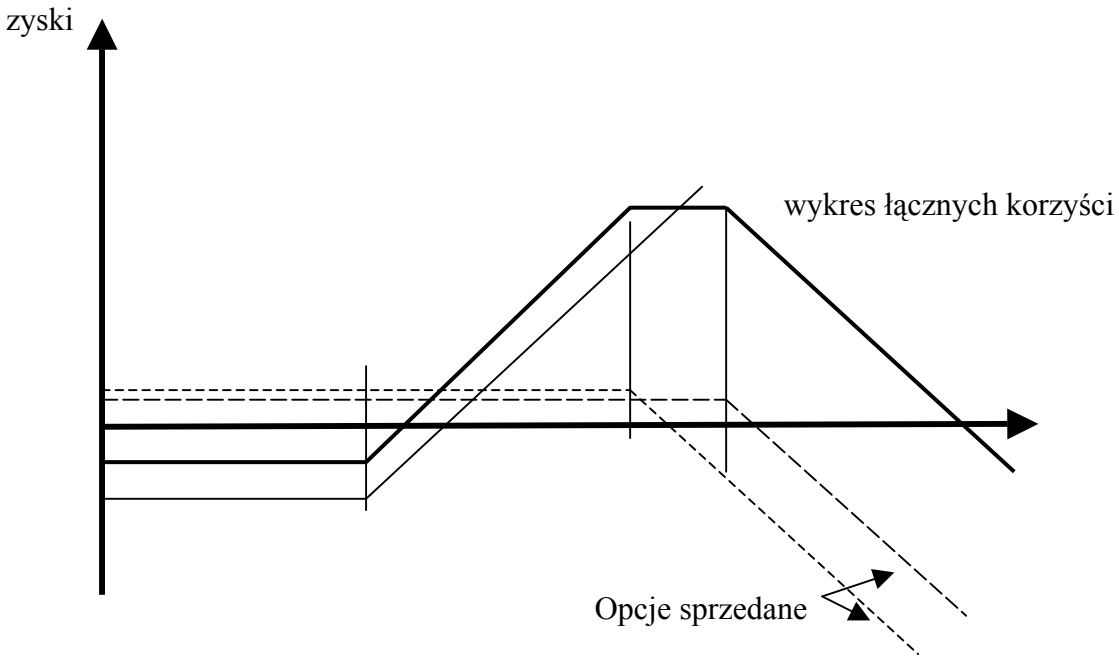
Tego typu kombinacja oznacza, że po przekroczeniu poziomu ceny zamykającej przedział chroniony korzyści stabilizują się na stałym poziomie. Zakładając, że w miarę oddalania się od bieżącego poziomu prawdopodobieństwo wystąpienia ceny maleje, można jeszcze rozważyć co najmniej dwa warianty:

- na poziomie ceny zamykającej przedział sprzedajemy dwie opcje, a nie jedną (por. rys. 4),
- na poziomie ceny wyższym od poziomu zamykającego przedział cenowy sprzedajemy kolejną opcję (por. rys. 5).

Rys. 4. Kombinacja opcji uwzględniająca dwie sprzedane opcje o tej samej cenie wykonania.



Rys. 5. Kombinacja opcji uwzględniająca dwie sprzedane opcje o różnych cenach wykonania.



Oczywiście przedstawione wyżej przykłady nie wyczerpują możliwych do zastosowania kombinacji opcyjnych. Sprzedaż dwóch (lub więcej) opcji oznacza uzyskanie określonych wpływów, co zmniejsza koszty ochrony w porównaniu do pojedynczej pozycji opcyjnej. Można bez specjalnych trudności tak ukształtować kombinację opcyjny, iż wpływy pokryją się z kosztami. Są to tzw. strategie zerokosztowe.

2. Ochrona wartości portfela opcji (*Hedging delta*)

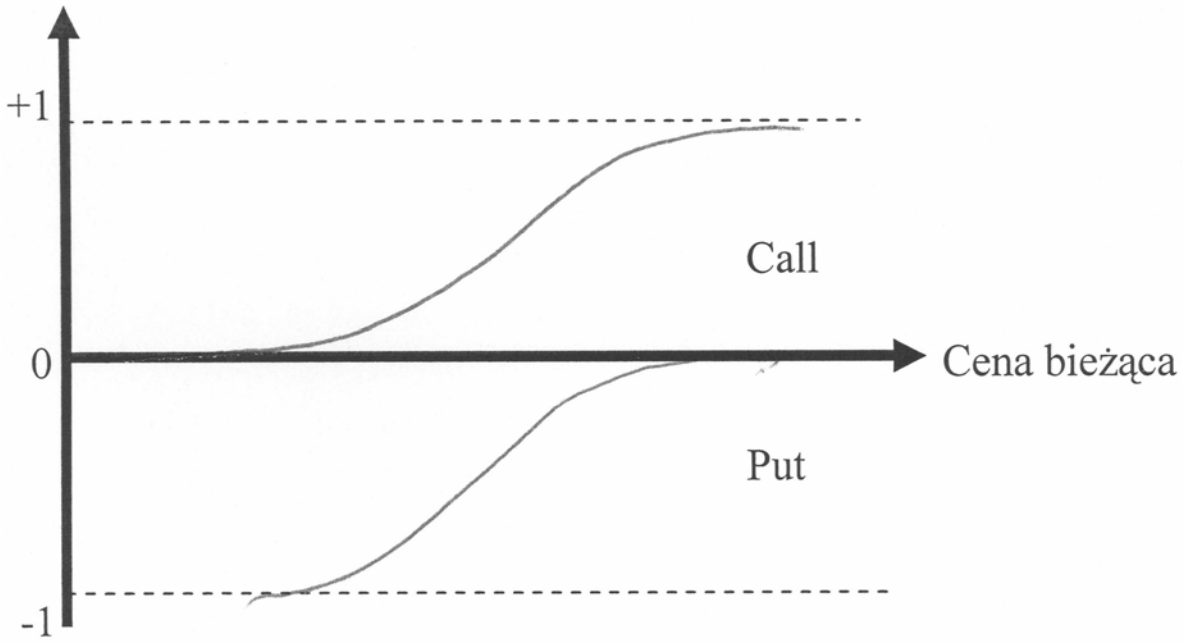
Jak z powyższego wynika, potrzeba zapewnienia efektywności ochrony przed zmianami cen bieżących wymaga stosowania kilku pozycji opcyjnych. Jeżeli przedsiębiorstwo chroni się przez zmianami cen kilku instrumentów bazowych oznacza to, że w jego portfelu znajdzie wiele opcji zarówno *Put*, jak i *Call* oraz opcji kupionych i sprzedanych. Wrażliwość cen opcji na zmiany cen bieżących instrumentów bazowych sprawia, że wartość tego portfela musi ulegać jego fluktuacji z określonymi konsekwencjami dla wyniku finansowego. Wrażliwość taką mierzy się za pomocą współczynnika delty. Dla pojedynczej opcji jest ona równa[6]:

$$\boldsymbol{Delta} = \frac{\Delta \boldsymbol{C}}{\Delta \boldsymbol{S}} \text{ dla opcji } \textit{Call}$$

$$\boldsymbol{Delta} = -\frac{\Delta \boldsymbol{P}}{\Delta \boldsymbol{S}} \text{ dla opcji } \textit{Put}$$

Wykres delty dla obu opcji umieszczono na rys. 6. Znajdują się tam delty dla pozycji długiej w kontrakcie opcyjnym (opcje zakupione). W przypadku pozycji krótkiej (sprzedaż opcji) delta posiada znak przeciwny.

Rys. 6. Współczynnik delty dla opcji *Call* i *Put*.



Delta dla portfela jest sumą delta dla poszczególnych pojedynczych opcji wchodzących w skład portfela. Przy czym pozycje maja deltę odwrotną w stosunku do pozycji długich. Im wyższa jest delta dla portfela tym większa jest jego wrażliwość na zmiany ceny bieżącej. Łą-

[6] Należy pamiętać, że cena opcji jest funkcją rosnącą ceny bieżącej instrumentu bazowego w przypadku opcji *Call* lub malejącą dla opcji *Put*. Ogólnie wpływ czynników decydujących o cenie opcji analizowany jest za pomocą formuły Blacka-Scholesa.

czenie pozycji długich i krótkich oraz opcji *Call* i *Put* w odpowiedni sposób pozwala na zmniejszenie delty dla portfela. Na przykład, pozycje w opcji *Call* umieszczone na rys. 4 posiadają przykładowo łączną deltę w następującej wysokości[7]:

$$Delta_{portfela} = Delta_{opcjiA} - Delta_{opcjiB} - Delta_{opcjiC}$$

Zauważmy, że im więcej opcji zostanie sprzedanych, tym koszt zajmowanej pozycji będzie niższy, ale także zmniejszeniu ulega delta.

Należy przy tym pamiętać, że pozycja bazowa posiada zawsze deltę równą 1,0. Stąd też do redukcji delty portfela opcji można wykorzystać instrumenty bazowe, a wielkość tej pozycji jest równa:

$$Y = Delta$$

Innymi słowy, jeżeli delta dla pozycji opcyjnej równa się 0,6; oznacza to, że do zrównoważenia pozycji należy zająć odwrotną pozycję w instrumencie bazowym w wysokości 0,6.

Wykorzystując opcje w zarządzaniu ryzykiem finansowym należy przede wszystkim uwzględnić zatem obydwa opisane wyżej aspekty:

- zawężenia obszaru cen chronionego za pomocą opcji. Jest to czynnik zmniejszający nie tylko koszty ochrony przed ryzykiem, ale redukując deltę (przeciwstawne pozycje opcyjne – kupno i sprzedaż), zmniejsza też zmienność osiągniętego wyniku.
- dobierać taką strukturę portfela instrumentów finansowych, by zredukować (najlepiej do zera) deltę portfela.

Zastosowanie obu zasad oznaczać będzie wzrost efektywności i skuteczności zarządzania ryzykiem finansowym za pomocą kontraktów opcyjnych.

[7] Cena opcji maleje w ślad za oddalaniem się od bieżącej ceny rynkowej. Stąd też każda kolejna opcja w tym przykładzie ma niższą cenę.

eFinanse
finansowy kwartalnik internetowy
prof. US dr hab. Dariusz Zarzecki
Zakład Inwestycji i Wyceny Przedsiębiorstw
Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania
Instytut Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw
Uniwersytet Szczeciński

Niektóre problemy wyceny firm medycznych

Wycena usług medycznych jako problem praktyczny

Rozważania dotyczące wyceny podmiotów operujących w szeroko rozumianych usługach medycznych należy poprzedzić stwierdzeniem, że w ramach tej grupy firm występują ogromne różnice w wycenie, będące pochodną reprezentowanej specjalności i wielu innych istotnych czynników.

W USA jeszcze 20 lat temu sprzedaż firm zajmujących się świadczeniem usług medycznych była trudnym zadaniem z uwagi na nikłe bariery wejścia dla nowych podmiotów, co prowadziło do zbijania wartości przedsiębiorstw już istniejących. Teraz wraz z nadpodażą lekarzy w wielu częściach USA i falą konsolidacji w sektorze ochrony zdrowia, obecne już na rynku firmy są sprzedawane według wartości wskazujących na występowanie *goodwill* (w uproszczeniu *goodwill* to nadwyżka ceny przedsiębiorstwa nad rynkową wartością jego aktywów). Ze statystyk amerykańskich wynika, że spółki medyczne sprzedawane są zwykle za cenę stanowiącą równowartość 40–100% rocznych przychodów[1]. Ogromny wpływ na poziom mnożnika wywiera rodzaj wycenianej praktyki lekarskiej. Praktyki lekarskie oparte na skierowaniach są wyceniane według niższych mnożników, podczas gdy otwarte praktyki lekarskie bazujące na stałej grupie klientów uzyskują wyższe wartości (stosuje się do nich wyższe mnożniki).

W teorii i praktyce wyceny przedsiębiorstw nie wypracowano jak dotąd prostej „reguły kciuka" (z ang. *rule of thumb*) służącej wyłącznie do wyceny *goodwill*. Niemniej, wydawana corocznie przez *Health Care Group* publikacja pod tytułem *Goodwill Registry* (wydawana już od 1981 r.) zawiera zestawienia wycen firm i gabinetów medycznych oraz dentystycznych. Można tam znaleźć łączną sumę wartości niematerialnych (z ang. *intangibles*) określanych umownie jako *goodwill*. Pozycja ta obejmuje m.in. takie aktywa niematerialne, jak: korzystne kontrakty (przykładowo: umowy dzierżawy i najmu na warunkach lepszych od rynkowych, umowy z dużymi podmiotami na obsługę medyczną ich pracowników), umowy o niekonkurowaniu (*noncompete agreements*), przeszkolony personel (*trained staff in place*) – zarówno lekarski jak i pomocniczy, wypracowane procedury i systemy zarządzania, karty i listy pacjen-

tów. Średnia wartość *goodwill* spośród 247 praktyk wycenionych w USA w latach 1988-1997 wyniosła 35%, natomiast mediana – 30%[2].

Dane te odnoszą się do firm medycznych operujących w USA, a więc w zupełnie innym środowisku gospodarczym. Proste wnioskowanie o wartości *goodwill* polskiej spółki medycznej w oparciu o statystyki amerykańskie byłoby niewątpliwie nieuprawnione. W Polsce rynek firm medycznych dopiero się tworzy. Transakcje kupna-sprzedaży są stosunkowo rzadkie, a jeżeli już do nich dochodzi to cena transakcji praktycznie nigdy nie jest upubliczniana. Z drugiej strony, jesteśmy w okresie radykalnej reformy służby zdrowia i całego rynku usług medycznych. Należy oczekiwać, że nastąpi dalsze urynkowienie i zracjonalizowanie tego rynku, a obowiązujące reguły będą czytelne i względnie stabilne, co ograniczy ryzyko działalności. Przesądzone zostało nasze wejście do Unii Europejskiej, co stwarza dodatkowe szanse polskim lekarzom i firmom operującym w ochronie zdrowia. Zdaniem niektórych ekspertów, z uwagi na bardzo wysokie kwalifikacje polskich lekarzy i pielęgniarek oraz równocześnie zdecydowanie niższe koszty świadczonych usług, sektor usług medycznych może stać się jedną z polskich specjalności. Szansa ta dotyczy szczególnie do firm (zarówno istniejących, jak i tych, które dopiero powstaną), które są zlokalizowane w pobliżu granicy polsko-niemieckiej i w głównych portach.

Metodologia wyceny praktyk lekarskich

Ogólnie rzecz biorąc, wycena praktyk lekarskich może być przeprowadzona za pomocą jednego trzech podstawowych podejść:

1. majątkowego (*the asset-based approach – the property approach*),
2. dochodowego (*the income approach*),
3. rynkowego (*the market approach*),

W praktyce użyteczne może być każde z nich. W USA stosunkowo popularne jest podejście rynkowe. Wynika to z dużego rynku firm operujących w sektorze usług medycznych oraz znacznej liczby transakcji fuzji i przejęć. Obliczone na podstawie wartości takich transakcji wskaźniki są wykorzystywane w metodzie transakcji porównywalnych (*the guideline merged and acquired company method*). Z kolei wskaźniki obliczone dla spółek giełdowych mogą być zastosowane do wyceny za pomocą różnych metod mnożnikowych (*the guideline publicly traded company method*)[3].

[1] S.P. Pratt, R.F. Reilly, R.P. Schweihs, *Valuing Small Businesses & Professional Practices*, McGraw-Hill, New York 1998, s. 607.
[2] *Goodwill Registry*, The Health Care Group, Plymouth Meeting 1997, s. iv.
[3] Zob. R.F. Reilly, R.P. Schweihs, *The Handbook of Advanced Business Valuation*, Irwin Library of Investment and Finance, McGraw-Hill, New York 2000, s. 450-454.

Wycena praktyk dentystycznych

W amerykańskiej terminologii praktyki dentystyczne obejmują licencjonowanych dentystów posiadających stopień doktora nauk dentystycznych, którzy wykonują ogólne lub wyspecjalizowane usługi dentystyczne, włączając w to chirurgię dentystyczną.

W wycenie praktyk dentystycznych stosowane są różne metody. Pierwszą z nich jest zastosowanie tzw. mnożnika miesięcznych przychodów netto (*Monthly Net Revenue Multiplier* – MNR). W przypadku wyceny praktyk dentystycznych w USA typowy mnożnik MNR mieści się w przedziale 8,0 – 12,0. Mnożąc miesięczne przychody wycenianego podmiotu przez przyjęty mnożnik, otrzymujemy wartość biznesu rozumianą jako wartość aktywów trwałych, wartość umów najmu/dzierżawy/leasingu oraz wartość aktywów niematerialnych. Aby określić wartość kapitału własnego (*Net Equity Value*), wyznaczony wyżej wynik mnożenia należy powiększyć o aktywa bieżące i pomniejszyć o zobowiązania.

Jeżeli ważnym czynnikiem sukcesu firmy jest lokalizacja, wówczas istotne jest zapewnienie, że będzie ona mogła nadal funkcjonować w tym samym miejscu – najlepiej dzięki tytułowi własności użytkowanej nieruchomości lub sporządzonej na piśmie umowy najmu/dzierżawy/leasingu. Jeżeli firma działa na podstawie odtwarzanej każdego miesiąca umowie dzierżawy, to może okazać się niesprzedawalna, nawet jeżeli przychody, przepływy pieniężne i inne czynniki prezentują się korzystnie. W USA najczęściej przyjmuje się, że minimalnym okresem umowy najmu/dzierżawy/leasingu nieruchomości na cele prowadzenia działalności gospodarczej jest okres pięcioletni, z opcją przedłużenia umowy na kolejne pięć lat na określonych w umowie warunkach. Niektóre podmioty są bardzo trudne do sprzedania, jeśli mają umowy najmu/dzierżawy/leasingu nieruchomości na okres krótszy niż dziesięć czy nawet piętnaście lat[4].

Drugim sposobem wyceny jest zastosowanie mnożnika miesięcznych przychodów netto, ale odnoszącego się tylko do aktywów niematerialnych i wartości umów najmu/dzierżawy/leasingu. Typowy przedział omawianego mnożnika dla firm dentystycznych wynosi w USA 2,5 – 5,0. Aby określić wartość kapitału własnego (*Net Equity Value*), wyznaczony wyżej wynik mnożenia należy powiększyć o aktywa trwałe, aktywa bieżące i pomniejszyć o zobowiązania.

Trzecim sposobem wyceny praktyk dentystycznych jest oddzielna analiza kart pacjentów (*Patient Records Analysis*). W metodzie tej wartość jest wyprowadzana oddzielnie dla aktywnych kart pacjentów, aczkolwiek warto podkreślić, że jest ona również uwzględniona w obu metodach omówionych wyżej. Powszechnie stosowanym sposobem omawianego trybu wyceny jest szaco-

wanie kosztów odtworzenia istniejących aktywnych kart pacjentów. W USA koszt ustanowienia nowej karty klienta mieści się najczęściej w przedziale 30 – 50 USD. Jako pacjentów aktywnych przyjmuje się tych, którzy korzystali z usług firmy w okresie ostatnich 24 miesięcy[5].

Kluczowe problemy do rozważenia

Transferowalność

Różne rodzaje praktyk lekarskich wymagają rozważenia specyficznych uwarunkowań dotyczących możliwości transferu poszczególnych składników wartości. Jako generalną zasadę przyjmuje się, że wyspecjalizowane praktyki, które są uzależnione od skierowań z innych gabinetów i przychodni mogą mieć bardzo znikomą transferowalną wartość aktywów niematerialnych. Skierowania przypisane są zwykle do konkretnego lekarza-specjalisty, a nie do gabinetu (praktyki). Jeżeli skierowania nie mogą być przetransferowane do kupującego, wtedy należy zastosować mnożnik z dolnego przedziału przyjętego dla danego rodzaju praktyk[6].

Niektóre wyspecjalizowane praktyki, np. ortodonci, mają często kontrakty z pacjentami. Jeżeli znaczący odsetek przychodów pochodzi z takich kontraktów, to jakość strumienia dochodu jest wyraźnie lepsza, co ma pozytywny wpływ na wartość. Takie przypadki przemawiają za przyjmowaniem mnożnika bliższego górnego przedziału przyjętego dla danego rodzaju praktyk.

Problemy z transferem wartości mogą mieć także praktyki oparte na kilku partnerach prowadzących wspólnie dany biznes. Partnerzy-lekarze mają zwykle pełną swobodę wyjścia z firmy w dowolnym czasie, pociągając za sobą lojalnych pacjentów. Niezbędne jest w związku z tym odpowiednie skorygowanie mnożnika lub wartości kart pacjentów, aby uwzględnić wpływ tego czynnika.

Zdolność do transferu wartości jest wyższa, jeżeli sprzedawca przyznaje nabywcy prawo używania swojej nazwy przez określony okres po transakcji i sygnuje list wprowadzający do aktywnych klientów. Pozostawienie kart pacjentów, zatrzymanie kluczowego personelu oraz zachowanie tych samych numerów telefonów również zmniejsza odpływ pacjentów, a tym samym – zwiększa zdolność praktyki do transferu.

Charakterystyka pacjentów

Wybór mnożnika konkretnej praktyki powinien być poprzedzony analizą jej pacjentów. W analizie należy uwzględnić takie aspekty, jak rozkład wieku, poziom dochodów, potrzeby w zakresie opieki

[4] Zob. G. Desmond, *Handbook of Small Business Valuation Formulas and Rules of Thumb*, Valuation Press, Los Angeles 1994, s. 16.
[5] *Ibidem*,, s. 114-115.

dentystycznej, przewidywany zakres zabiegów, struktura finansowania świadczonych usług. Należy również uwzględnić czas niezbędny do spełnienia potrzeb aktualnych klientów. Wymienione czynniki będą miały decydujący wpływ na określenie godzin przyjmowania pacjentów (np. non-stop, cztery-, pięć-, sześć dni w tygodniu) oraz wskażą potencjał wzrostu bazy pacjentów.

Demografia

Lokalizacja często determinuje bazę klientów ji strukturę uzyskiwanych stawek. W ocenie potencjału dochodowego i związanych z tym czynników ryzyka niezbędne jest uwzględnienie takich czynników demograficznych, jak rozkład wieku populacji i przeciętny dochód na gospodarstwo domowe w rejonie funkcjonowania firmy. Praktyki funkcjonujące w regionach o wysokich dochodach, zapewniających wyższe od przeciętnych stawki są bardziej atrakcyjne dla potencjalnych kupujących i zwyczajowo stosuje się do ich wyceny wyższe mnożniki.

Warunki wynajmu/dzierżawy/leasingu

Wyceniając wartość jakiegokolwiek biznesu, konieczne jest dokonanie wnikliwej analizy warunków obowiązujących umów wynajmu/dzierżawy/leasingu – o ile nieruchomości nie są własnością firmy. Przyjmuje się, że minimalny zakres takiej analizy powinien obejmować przynajmniej następujące zagadnienia:

- okres pozostający do zakończenia umowy i przewidziane opcje jej odnowienia,
- stawki (wynajmu/dzierżawy/leasingu) i inne opłaty powiązane (np. utrzymanie powierzchni wspólnych i parkingu),
- prawo do wydzierżawiania (podnajmowania),
- odpowiedzialność dzierżawcy (najemcy, leasingobiorcy) za ruchomości, wentylację, ubezpieczenie, podatki od nieruchomości (gruntowy, kataster itd.), utrzymanie czystości, remonty.

[6] *Ibidem*, s. 115-116.

Wycena praktyk dentystycznych – przykład liczbowy[7]

Etap 1. Przegląd i analiza porównawcza przychodów i kosztów za ostatnie trzy lata

Podsumowanie rachunku zysków i strat za ostatnie 3 lata

Wyszczególnienie/Rok	2001	2002	2003
Przychody netto USD	121 971	155 220	157 009
Koszty operacyjne USD	75 065	103 815	100 781
Przepływy pieniężne właściciela USD*	46 906	51 405	56 228

* OCF (*Owner's Cash Flow*) – obejmują wynagrodzenie właściciela, amortyzację i odsetki.

Etap 2. Korekta bilansu w celu odzwierciedlenia rynkowej wartości aktywów materialnych

Podsumowanie bilansu za ostatnie 3 lata i korekta wartości na 31 grudnia 2003 r.
do wartości rynkowych

Wyszczególnieni/Rok	2001	2002	2003	Wartości rynkowe wg daty wyceny
Gotówka	10 002	12 722	11 319	11 319
Należności	7 869	8 129	9 144	8 321
Ogółem aktywa bieżące	17 871	20 851	20 463	19 640
Aktywa trwałe	27 886	26 387	31 791	75 000
Aktywa ogółem	45 757	47 238	52 254	94 640
Zobowiązania	33 481	29 594	31 628	31 628
Wartość kapitału własnego	12 276	17 644	20 626	63 012

Uwaga: niniejsza wycena jest zasadniczo tożsama z wyceną według metody skorygowanych aktywów netto (NAV – *Net Asset Value*). Rozbieżność w wynikach wyceny uzyskanych za pomocą metody NAV i metod prezentowanych poniżej jest skutkiem pominięcia w metodzie NAV (według formuły przyjętej w omawianym przykładzie) wszystkich pozaksięgowych wartości niematerialnych (tzw. *intangibles*).

[7] Przykład zaczerpnięto z pracy: G. Desmond, *op.cit.*, s. 117-118.

Etap 3. Zastosowanie przedstawionych formuł

Metoda 1: Wycena wszystkich składników praktyki za pomocą mnożnika miesięcznych wpływów netto

Znormalizowany przychód netto	157 009
Przychód miesięczny	13 084
MNR (mnożnik miesięcznego przychodu netto)	x 10
Wartość aktywów trwałych, wartość umów najmu/dzierżawy/leasingu oraz wartość aktywów niematerialnych	130 840
Plus aktywa bieżące	19 640
Wartość ogółem	150 480
Minus zobowiązania	31 628
Wartość kapitału własnego USD	118 852

Metoda 2. Wycena niematerialnych składników praktyki za pomocą mnożnika miesięcznych wpływów netto

Znormalizowany przychód netto	157 009
Przychód miesięczny	13 084
MNR (mnożnik miesięcznego przychodu netto)	x 4
Wartość aktywów niematerialnych	52 336
Plus aktywa materialne	75 000
Wartość aktywów trwałych, wartość umów najmu/dzierżawy/leasingu oraz wartość aktywów niematerialnych	127 336
Plus aktywa bieżące	19 640
Wartość ogółem	146 976
Minus zobowiązania	31 628
Wartość kapitału własnego USD	115 348

Metoda 3. Wycena kart pacjentów (część przedsiębiorstwa)

Liczba kartotek aktywnych klientów	1 565
Wartość jednej kartoteki w USD	40
Wartość kart pacjentów USD	62 600

Przykłady mnożników wyznaczonych na podstawie rzeczywistych transakcji przejęć firm medycznych w USA (wskaźniki stosowane w metodzie transakcji porównywalnych – *the guideline merged and acquired company method*).

Przejęta praktyka	**Lokalizacja**	**Liczba lekarzy**	**Przychody w USD**	**Wskaźnik Wartość/1 lekarz**	**Wskaźnik Wartość/Przychody**
Riverside Medical Clinic	Riverside, CA	90	50 000 000	355 556	0,64
Lexington Clinic	Lexington, Ky	125	51 000 000	512 000	1,25
Arnett Clinic	Lafayette, IN	109	87 438 000	660 528	0,82
Diagnostic Clinic	Largo, FL	93	49 000 000	395 699	0,75
Glen Ellyn Clinic	Glen Ellyn, IL	89	60 000 000	707 865	1,05
Cardinal Healthcare, PA	Raleigh-Durham, NC	75	34 170 500	573 333	1,26
Summit Medical Group	Summit, NJ	75	47 000 000	736 087	1,17
Lewis-Gale Clinic, Inc.	Roanoke, VA	106	68 200 000	410 377	0,64
Clinical Associates	Baltimore, MD	71	35 870 000	245 070	0,49
Meridian Medical Group	Marietta, GA	67	63 950 000	419 597	0,44
Berkshire Physicians	Pittsfield, MA	93	43 683 000	317 204	0,68

Źródło: The Health Care M&A Report (New Canaan, CT: Irving Levin Associates, Inc., quarterly). Podano za: R.F. Reilly, R.P. Schweihs, *op.cit.*, s. 454.

Podsumowanie i uwagi końcowe

Jednym z podstawowych problemów, przed którymi stają lekarze rozważający sprzedaż swoich praktyk, jest codzienne funkcjonowanie i zarządzanie ich lecznicami po zrealizowaniu transakcji. W szczególności lekarze są pełni obaw o zakres i stopień kontroli operacyjnej – przede wszystkim dotyczącej procesu podejmowania decyzji – którą wprowadzi podmiot przejmujący (szpital, przychodnia itp.).

W większości przypadków lekarz sprzedający swoją praktykę lekarską poświęcił wiele lat na jej stworzenie oraz rozwój i z oczywistych względów będzie postrzegał i traktował ją zdecydowanie bardziej jako „wartość osobistą" niż inwestycję finansową. Z drugiej strony, przejmujący szpital, przychodnię czy inną instytucję ma prawo, a nawet powinien postrzegać i traktować każdego kandydata do przejęcia jako inwestycję finansową, która wygeneruje odpowiedni zwrot kompensujący ponoszone ryzyko działalności i koszty przejęcia.

Można użyć kontrargumentu, wskazując, że powyższa okoliczność nie jest wyłączną specyfiką przejęć praktyk lekarskich. W rzeczywistości każdy właściciel czy operator rozważający sprzedaż firmy i zamierzający kontynuować działalność w strukturze przejmującego jako pracownik najemny staje w obliczu swego rodzaju wewnętrznego rozdarcia wynikającego z utraty kontroli nad biznesem po dokonaniu transakcji.

Nie ulega wątpliwości, że składnikiem każdej wynegocjowanej ceny transakcyjnej jest również wartość przypisywana do kontroli operacyjnej nad biznesem – przekazywanej przez właściciela lub operatora z chwilą dokonania transakcji. Odnosi się to także do przejęć praktyk lekarskich. Niemniej jednak, jak przyznaje większość amerykańskich lekarzy i wielu przedstawicieli szpitali działających w tym kraju, szpitale nie są postrzegane jako efektywne podmioty zarządzające praktykami lekarskimi, a nawet nie wykazują chęci codziennego zajmowania się operacyjnym zarządzaniem praktykami lekarskimi[8].

Wycena praktyk medycznych jest zadaniem trudnym, złożonym i rodzącym wiele kontrowersji. Usługi medyczne mają w różnych krajach różny stopień urynkowienia, tzn. odmienny sposób i zakres państwowej, czy też mówiąc bardziej precyzyjnie – publicznej, ingerencji w ich funkcjonowanie. Występują w tym względzie znaczące różnice pomiędzy poszczególnymi krajami, co implikuje dodatkowe problemy związane z wyceną. Problemy te są szczególnie wyraźne w krajach przechodzących transformację ustrojową, m.in. takich, jak Polska. Niestabilność przyjętych rozwiązań, niepewność dotycząca zakresu finansowania usług objętych ubezpieczeniem zdrowotnym,

[8] Zob. R.F. Reilly, R.P. Schweihs, *op.cit.*, s. 458.

dodatkowe zagrożenia wynikające z wejścia Polski do Unii Europejskiej – wszystko to powoduje poważne trudności w szacowaniu przyszłych przepływów pieniężnych i pomiarze ryzyka w firmach medycznych, a więc i w określaniu wartości takich podmiotów. Nie ulega jednak wątpliwości, że rynek medyczny będzie nadal obszarem dynamicznego rozwoju i równocześnie coraz bardziej podatny na oddziaływanie praw ekonomii. Dotychczasowy zakres współfinansowania opieki zdrowotnej ze strony państwa wydaje się być niemożliwy do utrzymania. Oznacza to autentyczną potrzebę badań i edukacji w dziedzinie analizy funkcjonowania i wyceny firm operujących w szeroko rozumianych usługach medycznych.