

**Ekonomiczne  
i pozaekonomiczne  
czynniki  
zarządzania  
wartością  
przedsiębiorstwa**



**pod redakcją**

Jana Duraja i Artura Sajnoga

**Ekonomiczne**  

---

**i pozaekonomiczne**  

---

**czynniki**  

---

**zarządzania**  

---

**wartością**  

---

**przedsiębiorstwa**  

---



WYDAWNICTWA  
UNIwersytetu  
ŁÓDZKIEGO

**Ekonomiczne**

---

**i pozaekonomiczne**

---

**czynniki**

---

**zarządzania**

---

**wartością**

---

**przedsiębiorstwa**

---

**pod redakcją**

Jana Duraja i Artura Sajnoga



WYDAWNICTWO  
UNIwersytetu  
ŁÓDZKIEGO

ŁÓDŹ 2013

Jan Duraj, Artur Sajnóg – Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki  
90-214 Łódź, ul. Rewolucji 1905 r. nr 41

RECENZENCI

*Magdalena Jerzemowska, Grażyna Juszcak-Szumacher*

SKŁAD KOMPUTEROWY

*Monika Wolska*

PROJEKT OKŁADKI

*Barbara Grzejszczak*

© Copyright by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2013

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego  
Wydanie I. W.06201.13.0.I

ISBN (wersja drukowana) 978-83-7525-866-0  
ISBN (ebook) 978-83-7969-323-8

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego  
90-131 Łódź, ul. Lindleya 8  
www.wydawnictwo.uni.lodz.pl  
e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl  
tel. (42) 665 58 63, faks (42) 665 58 62

## SPIS TREŚCI

JAN DURAJ, ARTUR SAJNÓG – Wprowadzenie .....	5
MAGDALENA BURZYKOWSKA – Skutki finansowe memoriałowego i kasowego rozliczania podatku od towarów i usług (VAT) małego podatnika VAT w skali krajowej .....	13
MICHAŁ COMPOREK – Kształtowanie standingu finansowego klubów piłkarskich notowanych na Stoxx Europe Football Index w latach 2007–2011 w zależności od osiągniętych przez nie rezultatów sportowych .....	31
A. NATASZA DURAJ – Wieloczynnikowa koncepcja modelu bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa .....	63
MARLENA GRABOWSKA, IWONA OTOLA – Wartość dodana determinantą konkurencyjności przedsiębiorstwa .....	81
AGNIESZKA JANUS – Implikacje opodatkowania dochodów akcjonariusza spółki komandytowo-akcyjnej dla jej atrakcyjności jako formy prawnej prowadzenia przedsiębiorstwa .....	97
LIDIA KARBOWNIK – Ocena zdolności predykcyjnej wybranych modeli dyskryminacyjnych w prognozowaniu upadłości przedsiębiorstw sektora TSL .....	113
KONRAD KOLEGOWICZ – Tendencje zmian wielkości i kierunków działalności gospodarczej dużych przedsiębiorstw w Polsce w latach 1998–2011 .....	131
PAWEŁ KRZEMIŃSKI – Dynamika i kierunki zmian działalności gospodarczej podmiotów średnich w Polsce w latach 1998–2011 .....	155
ANNA KWIECIEŃ, KATARZYNA ŻAK – Budowanie relacji w strukturach sieciowych w procesie tworzenia wartości klienta i przedsiębiorstwa .....	177
AGNIESZKA MATUSZEWSKA-PIERZYŃKA – Zadłużenie spółek odpłatnie korzystających z przedsiębiorstw państwowych .....	191
MARZENA PAPIERNIK-WOJDERA – Rzeczywiste tempo sprzedaży a poziom wewnętrznej stopy wzrostu przedsiębiorstwa w warunkach dekonunktury gospodarczej....	209
ALEKSANDRA PIELOCH – Pieniężne wypłaty dywidendy a wartość rynkowa publicznych spółek przemysłowych – perspektywa krótkiego okresu .....	229
ANDRZEJ RUTKOWSKI – Premie za przejęcia – przegląd badań z rynków rozwiniętych .....	249

JAROSŁAW SOKOŁOWSKI – Wartość kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa jako podstawa oceny i wynagradzania menedżerów .....	263
TOMASZ SOSNOWSKI – Pierwsze oferty publiczne spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i> w perspektywie średnio- i długookresowej .....	277
PIOTR SZYMAŃSKI – Podejścia i metody wyceny w świetle standardów wyceny przedsiębiorstw .....	293
WOJCIECH SZYMLA – Dynamika i kierunki zmian podmiotów gospodarczych zatrudniających od 10 do 49 osób w Polsce w latach 1998–2011 .....	313
RAFAŁ WILCZYŃSKI – Rozwój rynku obligacji korporacyjnych w Polsce .....	331
GRZEGORZ WOJTKOWIAK – Wycofanie spółki z rynku kapitałowego jako opcja strategii wyjścia .....	345
PIOTR ZASĘPA – Trendy transakcji IPO i ich wpływ na poziom dezinwestycji funduszy <i>venture capital</i> .....	355

## WPROWADZENIE

Niniejsza monografia dotyczy kluczowych problemów działalności przedsiębiorstw, które odnoszą się do szeregu czynników efektywnego wykorzystania zasobów materialnych i niematerialnych dla budowania przewagi konkurencyjnej na rynku. Wskazują one na potrzebę eksponowania oceny operacyjnych, finansowych oraz inwestycyjnych nośników efektywności ekonomicznej podmiotów gospodarczych, nadto kluczowych ich kompetencji.

Prezentowana monografia składa się z 20 artykułów naukowych, które wydają się być użyteczne nie tylko dla rozpoznania prawidłowości działania przedsiębiorstw na rynku kapitałowym, lecz także dla wskazania przyczyn i konsekwencji podejmowania szeregu decyzji wzmacniających efektywność ekonomiczną jednostek gospodarczych.

Pierwsze opracowanie, autorstwa Magdaleny Burzykowskiej, zatytułowane: *Skutki finansowe memoriałowego i kasowego rozliczania podatku od towarów i usług (VAT) małego podatnika VAT w skali krajowej*, stanowi próbę określenia wpływu memoriałowego i kasowego rozliczania podatku od towarów i usług (VAT) na finanse małego podatnika. Autorka, eksponując problem wyboru memoriałowego lub kasowego rozliczania podatku dochodowego, wskazuje że nowelizacja ustawy o VAT daje małym podatnikom sposobność poprawy i utrzymania płynności finansowej, tworzy ułatwienia rozliczeń między partnerami biznesowymi oraz wywołać może zmniejszenie zatorów płatniczych. Zmiany te wiąże z koniecznością dostosowania niektórych przepisów ustawy o VAT do przepisów unijnych oraz z potrzebą kreowania przedsiębiorczości i konkurencyjności przedsiębiorstw.

Michał Comporek, w artykule pod tytułem: *Kształtowanie standingu finansowego klubów piłkarskich notowanych na Stoxx Europe Football Index w latach 2007–2011 w zależności od osiągniętych przez nie rezultatów sportowych*, przedstawia obszerne wyniki badań empirycznych nad kondycją finansową klubów piłkarskich, wskazując jednocześnie na zasadność pojmowania standingu finansowego klubów piłkarskich w szerokim znaczeniu. Zasadniczym celem artykułu jest weryfikacja hipotezy stwierdzającej, że standing finansowy klubów piłkarskich notowanych na Stoxx Europe Football Index w latach 2007–2011



jest w bardzo dużym stopniu uzależniony od osiąganego przez nie wyniku sportowego. Zdaniem Autora artykułu, odzwierciedlone w badaniach empirycznych występowanie umiarkowanych korelacji zachodzących między rozpatrywanymi wyznacznikami standingu finansowego klubów piłkarskich, a uzyskiwanymi przez nie rezultatami sportowymi, wzmacnia argumenty o potrzebie postrzegania klubów piłkarskich także w perspektywie przedsiębiorstwa społecznego.

Głównym celem artykułu Agnieszki Nataszy Duraj, zatytułowanego: *Wieloczynnikowa koncepcja modelu bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa*, jest przedstawienie kompleksowego modelu oceny bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa, bazującego na czynnikach generujących przychody ze sprzedaży produktów i usług, odpowiedniej rentowności, płynności finansowej i wypłacalności oraz inwestycjach i gospodarowaniu rezerwami finansowymi. W proponowanym wieloczynnikowym modelu bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa Autorka wskazuje na sprzedaż produktów i usług, jako kluczową zmienną będącą swoistym „kołem zamachowym” jego działalności gospodarczej. W tym nurcie za nadrzędny cel funkcjonowania jednostek – zdaniem A. Nataszy Duraj – uznać należy strategię wzrostu wartości przedsiębiorstwa.

Marlena Grabowska i Iwona Otoła, w opracowaniu na temat: *Wartość dodana determinantą konkurencyjności przedsiębiorstwa*, wskazują na możliwości uznania wartości dodanej za determinantę przejawu konkurencyjności przedsiębiorstwa. Podstawową tezę artykułu jest stwierdzenie zakładające, iż wysoka wartość dodana łączy się z jednoczesnym wysokim udziałem danego podmiotu w rynku. Autorki podkreślają, iż z jednej strony wysoka generowana wartość jest przejawem konkurencyjności przedsiębiorstwa względem jego interesariuszy, z drugiej zaś bycie konkurencyjnym jest sposobnością do tworzenia owej wartości. Opracowanie zawiera oryginalne wyniki badań wybranych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie pod kątem występowania zależności między ich miejscem w rankingu pod względem wygenerowanej wartości dodanej a stopniem udziału przedsiębiorstwa w rynku.

Artykuł Agnieszki Janus, pod tytułem: *Implikacje opodatkowania dochodów akcjonariusza spółki komandytowo-akcyjnej dla jej atrakcyjności jako formy prawnej prowadzenia przedsiębiorstwa*, zawiera rozważania nad zasadami ustalania dochodu osoby fizycznej będącej akcjonariuszem spółki komandytowo-akcyjnej z tytułu udziału w zysku tejże spółki oraz jego opodatkowania w świetle obowiązujących przepisów prawnych. Autorka konstatuje, że niejednolita linia orzecznicza w odniesieniu do momentu powstania obowiązku podatkowego z tytułu udziału akcjonariusza w zysku S.K.A. oraz klasyfikacji źródła dochodu/przychodu do opodatkowania powodują, że S.K.A. jest mało transparentną i nieprzewidywalną formułą prawną prowadzenia działalności gospodarczej. Sytuację tą wzmacnia niepewność i obawa właścicieli S.K.A. wynikająca ze zrównania statusu podatkowego S.K.A. ze statusem osób prawnych.

Lidia Karbownik, w opracowaniu zatytułowanym: *Ocena zdolności predykcyjnej wybranych modeli dyskryminacyjnych w prognozowaniu upadłości przedsiębiorstw sektora TSL*, wskazuje na zasadność rozdzielenia modelowania zagrożenia finansowego od modelowania upadłości przedsiębiorstwa. Prezentując pogląd, iż uchwycenie stanu pogrążania się danych podmiotów gospodarczych w kryzysie posiada wyjątkowe i bardzo ważne znaczenie dla funkcjonowania przedsiębiorstwa bada zdolności predykcyjne wybranych modeli dyskryminacyjnych w ocenie zagrożenia upadłością spółek sektora TSL. Autorka dla realizacji celu opracowania formułuje hipotezę badawczą stanowiącą, iż w przypadku prognozowania zagrożenia upadłością przedsiębiorstw sektora TSL modele dyskryminacyjne oparte na przepływach pieniężnych wykazują większą zdolność predykcyjną od modeli zawierających dane liczbowe pochodzące z bilansu oraz rachunku zysków i strat.

Artykuł Konrada Kolegowicza, na temat: *Tendencje zmian wielkości i kierunków działalności gospodarczej dużych przedsiębiorstw w Polsce w latach 1998–2011*, zwraca uwagę na wielce zróżnicowane podmioty gospodarcze pod względem cech ważnych dla charakterystyki rozwoju sektora przedsiębiorstw, które mają znaczący wpływ na stan gospodarki narodowej. Zdaniem Autora duże przedsiębiorstwa wyróżniają się nie tylko pod względem wielkości uzyskiwanych przychodów ze sprzedaży, wytwarzanych przez nie wyrobów i usług oraz liczby osób pracujących, ale także pod względem dynamiki tych przychodów oraz innych wielkości będących charakterystykami ilościowymi ich rozwoju. Głównym celem artykułu jest udzielenie odpowiedzi na pytanie, czy dynamika oraz kierunek zmian liczby pracujących, wartości środków trwałych, nakładów inwestycyjnych i przychodów ze sprzedaży kształtują i charakteryzują rozwój dużych przedsiębiorstw?

Paweł Krzemiński, w opracowaniu zatytułowanym: *Dynamika i kierunki zmian działalności gospodarczej podmiotów średnich w Polsce w latach 1998–2011*, przedstawia problematykę oceny efektów przekształceń strukturalnych przedsiębiorstw w Polsce, skupiając swą uwagę w głównej mierze na analizie zmian wielkości działalności gospodarczej przedsiębiorstw. Przeprowadzone przez Autora badania empiryczne odnoszą się do wielkości ekonomicznych charakteryzujących ilościowy rozwój średnich przedsiębiorstw. P. Krzemiński szczegółowej ocenie poddaje kluczowe zmienne dotyczące wielkości i dynamiki działalności gospodarczej tych przedsiębiorstw, wskazując przede wszystkim na liczbę osób pracujących, wartość środków trwałych, nakładów inwestycyjnych i przychodów ze sprzedaży.

Anna Kwiecień i Katarzyna Żak, w artykule na temat: *Budowanie relacji w strukturach sieciowych w procesie tworzenia wartości klienta i przedsiębiorstwa*, koncentrują się na znaczeniu budowania relacji partnerskich warunkujących kreację wartości współczesnych przedsiębiorstw. W obecnym turbulentnym otoczeniu za nadrzędne – zdaniem Auterek – należy uznać odchodzenie od

tradycyjnej struktury organizacyjnej, w kierunku struktury sieciowej opartej na relacjach. Tworzenie więzi międzyorganizacyjnych pozwala bowiem na zaspokojenie potrzeb wymagających klientów, obniżenie kosztów, zwiększenie efektywności wykorzystania zasobów, obniżenie ryzyka, czy też uzyskanie dostępu do nowych technologii, co stanowić może o wzroście wartości przedsiębiorstwa.

Agnieszka Matuszewska-Pierzynka, prezentując artykuł pod tytułem: *Zadłużenie spółek odpłatnie korzystających z przedsiębiorstw państwowych*, przedstawia wyniki oryginalnych badań naukowych nad stopniem zadłużenia analizowanych podmiotów gospodarczych. Autorka formułuje główną hipotezę badawczą stanowiącą, iż poziom zadłużenia spółek odpłatnie korzystających z majątku przedsiębiorstw państwowych jest nadal nadmierny, mimo iż wykazuje tendencję malejącą. Negatywny wpływ na zaangażowanie inwestycyjne spółek odpłatnie korzystających z przedsiębiorstw państwowych wywiera bowiem zobowiązanie wobec Skarbu Państwa, które pomimo zaliczania opłat dodatkowych do kosztów finansowych i spłaty rat kapitałowych z bieżących dochodów jest dla nich nadmiernym obciążeniem.

Marzena Papiernik-Wojdera, w artykule zatytułowanym: *Rzeczywiste tempo sprzedaży a poziom wewnętrznej stopy wzrostu przedsiębiorstwa w warunkach dekonjunkury gospodarczej*, przedstawia wyniki badań empirycznych nad relacjami zachodzącymi pomiędzy rzeczywistym tempem sprzedaży a wewnętrzną stopą wzrostu przedsiębiorstw przemysłu lekkiego notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Podstawę teoretyczną badań stanowi koncepcja wewnętrznej stopy wzrostu przedsiębiorstwa, którą Autorka wiąże z rzeczywistym tempem jego sprzedaży. W powyższych relacjach podkreśla nadto znaczenie wpływu pozyskiwania dodatkowego kapitału zewnętrznego dla polskich przedsiębiorstw, w szczególności pochodzących z kredytu bankowego.

W opracowaniu Aleksandry Pieloch, zatytułowanym: *Pieniężne wypłaty dywidendy a wartość rynkowa publicznych spółek przemysłowych – perspektywa krótkiego okresu*, zamieszczone są bogate i zarazem nowatorskie badania zmierzające do empirycznej weryfikacji głównej hipotezy badawczej stanowiącej, iż pieniężne wypłaty dywidendy skutkują w krótkim okresie spadkiem wartości rynkowej spółek. W uzasadnieniu podjęcia badań Autorka podaje, że postawienie tej hipotezy wynika z wypływu środków pieniężnych z przedsiębiorstwa, uszczuplenia jego majątku, ograniczenia możliwości inwestycyjnych spółki przez obniżenie kapitałów samofinansowania, jak również z konieczności pozyskania zewnętrznych źródeł finansowania działalności i rozwoju jednostki gospodarczej.

Andrzej Rutkowski, w artykule zatytułowanym: *Premie za przejęcia – przegląd badań z rynków rozwiniętych*, przedstawił wyniki studiów teoretycznych i badań empirycznych nad związkami między wielkością premii, a wcześniejszymi zewnętrznymi i wewnętrznymi uwarunkowaniami funkcjonowania łączonych podmiotów. Autor wskazuje, że zbyt wysoka wartość premii może dopro-

wadzić do niepowodzenia transakcji przejęcia i w krańcowej sytuacji do upadłości łączonych przedsiębiorstw.

Jarosław Sokołowski, w artykule na temat: *Wartość kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa jako podstawa oceny i wynagradzania menedżerów*, prezentuje wstępne propozycje dotyczące oceny i wynagrodzeń naczelnego kierownictwa przedsiębiorstw, w szczególności spółek kapitałowych. Znaczący, jeśli nie podstawowy, wpływ na tworzenie i efektywne wykorzystanie kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa – zdaniem Autora – ma kadra kierownicza i specjaliści zatrudnieni w przedsiębiorstwie, tworzący nie tylko nową wiedzę, ale przede wszystkim swoistą przewagę konkurencyjną na rynku. Mimo wskazania na liczne problemy pomiaru kapitału intelektualnego o charakterze interpretacyjnym, metodologicznym a nawet praktycznym, J. Sokołowski podaje, iż menedżerowie spółek kapitałowych winni być oceniani a następnie wynagradzani w oparciu o stopień tworzenia nowej wartości przez zarządzane organizacje, wynikający z tworzenia i wykorzystania kapitału intelektualnego.

Zasadniczym celem opracowania Tomasza Sosnowskiego, pod tytułem: *Pierwsze oferty publiczne spółek portfelowych funduszy private equity w perspektywie średnio- i długookresowej*, jest ocena średnio- oraz długoterminowych efektów rynkowych procesów dezinvestycji funduszy *private equity* metodą pierwszej oferty publicznej mierzonych giełdowymi stopami zwrotu z akcji spółek portfelowych należących do funduszy *private equity*. Autor artykułu zakłada, że zmiany kursów akcji spółek portfelowych funduszy *private equity* wprowadzonych do publicznego obrotu wykazują zwykły charakter względem cen akcji spółek giełdowych niekorzystających ze wsparcia funduszy *private equity* na wcześniejszych etapach rozwoju.

Piotr Szymański, w artykule zatytułowanym: *Podejścia i metody wyceny w świetle standardów wyceny przedsiębiorstw*, stawia dwa ważne pytania odnoszące się do ingerencji poszczególnych standardów wyceny przedsiębiorstw w metodykę poszczególnych podejść i metod wyceny oraz do istniejących między nimi podobieństw i rozbieżności. Autor opracowania dla znalezienia odpowiedzi na te dwa złożone problemowe pytania poddaje analizie 12 standardów wyceny przedsiębiorstw (cztery standardy amerykańskie, standard kanadyjski, australijski, nowozelandzki, chiński, niemiecki, polski oraz dwa standardy międzynarodowe), którymi posługują się eksperci z zakresu wyceny w wielu krajach świata.

Wojciech Szymła za główny cel swojego artykułu, zatytułowanego: *Dynamika i kierunki zmian podmiotów gospodarczych zatrudniających od 10 do 49 osób w Polsce w latach 1998–2011*, przyjmuje wykazanie istotnych zmian dynamiki określonych wielkości ekonomicznych charakteryzujących rozwój działalności gospodarczej małych przedsiębiorstw. Autor zwraca uwagę na znaczący udział przedsiębiorstw zatrudniających do 49 osób na tle wszystkich podmiotów gospodarczych działających w Polsce. Nadto na podstawie badania wybranej

grupy jednostek, poddaje empirycznej egzemplifikacji zróżnicowanie małych przedsiębiorców pod kątem kluczowych mierników ich oceny, do których zalicza: liczbę pracujących, wartość środków trwałych, nakłady inwestycyjne oraz przychody ogółem badanych podmiotów.

Rafał Wilczyński, w opracowaniu pod tytułem: *Rozwój rynku obligacji korporacyjnych w Polsce*, prezentuje aktualną sytuację na rynku obligacji korporacyjnych w Polsce oraz wskazuje na zasadnicze determinanty i kierunki jego rozwoju. Emisja obligacji korporacyjnych jest wciąż mało popularnym źródłem finansowania małych i średnich przedsiębiorstw, mimo iż przewidywane ograniczenia kredytowe ze strony banków w największym stopniu dotyczyć mogą tej grupy przedsiębiorstw. Zdaniem Autora niewątpliwie dużym ograniczeniem dla rozwoju rynku obligacji jest brak wymogu posiadania formalnie nadanego *ratingu* emitentom obligacji przez agencję *ratingową*. Jednakże poziom kosztów związanych z *ratingiem* i organizacja tego procesu po stronie emitenta mogłby okazać się dość istotną barierą w rozwoju rynku obligacji korporacyjnych w Polsce.

Grzegorz Wojtkowiak, w opracowaniu zatytułowanym: *Wycofanie spółki z rynku kapitałowego jako opcja strategii wyjścia*, podejmuje problematykę analizy strategii wyjścia z punktu widzenia właścicieli przedsiębiorstwa. Kluczowe badania empiryczne w tym zakresie wykorzystują metodę wywiadów ustrukturyzowanych w podmiotach zajmujących się doradztwem gospodarczym i prawnym. Autor artykułu podkreśla, że „wyjście” może dotyczyć intencji potencjalnych lub obecnych inwestorów i obejmować chęć wycofania akcji spółki notowanej na giełdzie z obrotu. Wskazuje ponadto na wysokie koszty funkcjonowania spółek giełdowych, koszty agencji, zakres regulacji, dodatkowe obowiązki, a także konieczność ujawniania znacznie szerszego zakresu informacji, które nie zawsze sprzyjają interesom przedsiębiorstwa czy przyszłych inwestorów strategicznych.

Piotr Zasepa, w artykule na temat: *Trendy transakcji IPO i ich wpływ na poziom dezinwestycji funduszy venture capital*, wskazuje, iż *fundusze venture capital* są jednym z głównych beneficjentów rozwoju transakcji IPO na giełdach papierów. Ich udział w realizacji tego rodzaju transakcji jest dość znaczący ze względu na skalę operacji oraz osiąganie ponadprzeciętnych stóp zwrotu po transakcji IPO ze względu na niedoszacowanie ich wartości w momencie dezinwestycji. Autor przedstawia wyniki analizy wpływu zmieniających się trendów transakcji IPO na rynek dezinwestycji oraz inwestycji funduszy *venture capital* w USA, UE oraz w Polsce.

Prezentowany zbiór artykułów jest wynikiem prowadzonych oryginalnych badań naukowych, wskazujących na wielość i złożoność perspektyw kształtowania czynników wewnętrznych i zewnętrznych skutecznego rozwoju przedsiębiorstw. Wykorzystanie różnych metod i technik badawczych, w szczególności o charakterze ilościowym, jest wyrazem nie tylko poczynionych bogatych do-

ciekań teoretycznych, ale przede wszystkim weryfikacji empirycznej wielu hipotez badawczych, pozwalającej poznać bliżej procesy i problemy efektywności ekonomicznej przedsiębiorstw.

Redaktorzy składają gorące podziękowania wszystkim Autorom artykułów za radość wspólnego tworzenia niniejszej monografii. W sposób szczególny serdecznie dziękujemy Pani Recenzent, prof. dr hab. Grażynie Juszcak-Szumacher, za wielce cenne uwagi i sugestie, które wpłynęły na ostateczny kształt tego opracowania. Jednakże sami bierzemy odpowiedzialność za przedstawione w monografii treści, metody i sposoby prezentacji wyników badań.

*Jan Duraj  
Artur Sajnog*



## SKUTKI FINANSOWE MEMORIAŁOWEGO I KASOWEGO ROZLICZANIA PODATKU OD TOWARÓW I USŁUG (VAT) MAŁEGO PODATNIKA VAT W SKALI KRAJOWEJ

### 1. WPROWADZENIE

Zasadniczym celem opracowania jest przedstawienie wpływu memoriałowego i kasowego rozliczania podatku od towarów i usług (VAT) w skali krajowej na finanse małego podatnika, w tym płynność finansową i kapitał obrotowy netto.

W literaturze z zakresu finansów przedsiębiorstwa definicja podatku zazwyczaj zaczerpnięta jest z literatury z zakresu podstaw finansów, prawa finansowego lub finansów publicznych. Przyjmuje się, iż: *Podatek jest świadczeniem pieniężnym, przymusowym, bezzwrotnym, nieodpłatnym, ogólnym, tzn. nakładanym według ogólnie obowiązujących norm prawnych na osoby fizyczne lub prawne, pobieranym przez państwo*<sup>1</sup>. Zgodnie z zapisami Ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. *Ordynacja podatkowa (...) podatek to publicznoprawne, nieodpłatne, przymusowe oraz bezzwrotne świadczenie pieniężne na rzecz Skarbu Państwa, województwa, powiatu lub gminy, wynikające z ustawy podatkowej*<sup>2</sup>. Przystępnym ujęciem istoty podatku jest i ta definicja, która mówi, iż *podatek to pobranie dokonane w drodze przymusu przez władze publiczne, którego zasadniczym celem jest pokrycie obciążeń publicznych i ich rozdzielenie według zdolności podatkowej obywateli*<sup>3</sup>.

---

\* Dr, Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 90–214, ul. Rewolucji 1905 r. nr 41.

<sup>1</sup> J. Ostaszewski, *Finanse*, Difin, Warszawa 2010, s.110–117.

<sup>2</sup> Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. *Ordynacja podatkowa*, DzU 2005 nr 8, poz. 60 ze zm., art. 6.

<sup>3</sup> P. M. Gaudemet, J. Molinier, *Finanse publiczne*, PWE, Warszawa 2000, s. 407.



Klasyczna interpretacja podatku stanowi jego rozumienie głównie przez pryzmat finansów publicznych celem pokrycia wydatków publicznych. Brak jest natomiast w literaturze przedmiotu pełniejszego spojrzenia na finanse przedsiębiorstwa przez pryzmat podatków oraz omówienia ich wpływu na kondycję finansowo-majątkową (w tym płynność finansową, kapitał obrotowy netto itp.) przedsiębiorstwa. A przecież ogólnosiwiatowe (The World Bank – raport Doing Business 2013<sup>4</sup>) i krajowe (PKPP Lewiatan, PARP) organizacje jednoznacznie wskazują, iż podatki są wąskim gardłem przedsiębiorców i destrukcyjnie wpływają na ich finanse.

Podatek VAT, zwany podatkiem od towarów i usług (*ang.* Value Added Tax, VAT) reguluje *Ustawa o podatku od towarów i usług z dnia 11 marca 2004 r. z późniejszymi zmianami*. Płatnikami podatku VAT są *osoby prawne, jednostki organizacyjne niemające osobowości prawnej oraz osoby fizyczne, wykonujące samodzielnie działalność gospodarczą, bez względu na cel lub rezultat takiej działalności*<sup>5</sup>. Podatek VAT jest podatkiem „ukrytym” w cenie danego towaru lub świadczonej usługi. Opodatkowaniu tym podatkiem podlega bowiem sprzedaż wszystkich towarów i usług (1) *odpłatna dostawa towarów i odpłatne świadczenie usług na terytorium kraju*, (2) *eksport towarów*, (3) *import towarów*, (4) *wewnątrzspółnotowe nabycie towarów za wynagrodzeniem na terytorium kraju*, (5) *wewnątrzspółnotowa dostawa towarów*<sup>6</sup> z wyjątkiem tych, które zostały zwolnione na podstawie odpowiednich przepisów.

Stawka podatku VAT na towary i świadczone usługi jest ustalana zgodnie z zasadą terytorialnej suwerenności podatkowej. Oznacza to, że rządy poszczególnych państw członkowskich Unii Europejskiej (UE) decydują o skali podatku VAT. Rola UE polega jedynie na kontrolowaniu, czy stawki te nie naruszają zasad obowiązujących w UE oraz czy krajowe przepisy podatkowe VAT są zgodne z celami UE w zakresie swobodnego przepływu towarów, usług i kapitału w UE. W Polsce w 2011 r. podstawową stawką podatku VAT uczyniono 23 proc. Dodatkowo występują następujące stawki podatkowe (zob. tab. 1).

Podatnikami naliczającymi i rozliczającymi podatek VAT są podmioty prowadzące działalność gospodarczą, w tym mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa w skali krajowej, wewnątrzspółnotowej i poza granicami UE. W okresie rozpoczynającym działalność gospodarczą (przed dniem dokonania pierwszej czynności) przedsiębiorcy mogą zdecydować się na rozliczenie podatku VAT (tzw. podatnicy czynni) lub wybrać zwolnienie podmiotowe VAT (tzw. podatnicy zwolnieni)<sup>7</sup>.

<sup>4</sup> *Doing Business. Smarter Regulations for Small and Medium-Size Enterprises*, International Finance Corporation, The World Bank, 10th Edition, October 23, 2012, s. 3.

<sup>5</sup> *Ustawa z dnia 11 marca 2004 r. o podatku od towarów i usług*, DzU 2011, nr 177, poz. 1054 z póź. zm.

<sup>6</sup> *Ibidem*.

<sup>7</sup> A. Tokarski, M. Tokarski, G. Voss, *Księgowość w małej i średniej firmie. Uproszczone formy ewidencji*, CeDeWu, Warszawa 2011, s. 27–29; *Zwolnienie podmiotowe z VAT*

Tabela 1

Preferencyjna stawka podatku od towarów i usług VAT w Polsce  
od 1 stycznia 2011 r. do 31 grudnia 2013 r.

Stawka podatku od towarów i usług VAT			
0 proc. (art. 42, 83)	5 proc. (art. 41 ust.2)	8 proc.	zwolnienia przedmiotowe (art. 43)
Dostawa sprzętu komputerowego dla placówek oświatowych, dla organizacji humanitarnych, charytatywnych lub edukacyjnych, w celu dalszego nieodpłatnego przekazania placówkom oświatowym, przy zachowaniu warunków określonych w ustawie.	Żywność nieprzetworzona, książki i czasopisma specjalistyczne, podstawowe produkty żywnościowe takie jak chleb, nabiał, przetwory mięsne oraz zbożowe.	Importowane dzieła sztuki, przedmioty kolekcjonerskie antyki, dostawy oraz wewnątrzspółnotowe nabycie dzieł sztuki, owoce, sadzonki drzew, drewno opałowe, sadzonki drzew, dostawy, budowy, remont, modernizacja, termomodernizacja lub przebudowy obiektów budowlanych lub ich części zaliczone do budownictwa objętego społecznym programem mieszkaniowym.	Dostawa towarów używanych, dostawa produktów rolnych pochodzących z własnej działalności rolniczej, dostawa ludzkich organów i mleka kobiecego, świadczenie usług przez techników dentystrycznych w ramach wykonywania ich zawodu, jak również dostawa protez dentystrycznych lub sztucznych zębów przez dentystów oraz techników dentystrycznych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Ustawa z dnia 11 marca 2004 r. o podatku od towarów i usług*, DzU 2011, nr 177, poz. 1054 z póź. zm.

Analiza porównawcza wartości wpływów z VAT do budżetu państwa wskazuje na wyraźny trend wzrostu w okresie od 2004–2011 r. (zob. tab. 2).

Tabela 2

Podatek VAT odprowadzany do budżetu państwa przez czynnych podatników VAT  
w okresie 2004–2011

Podatek od towarów i usług VAT w Polsce w latach 2004–2011 (kwoty w tys. zł)							
2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
62 536 048	75 401 030	84 439 484	96 349 847	101 782 739	99 454 721	107 879 702	120 831 920

Źródło: opracowanie własne na podstawie: <http://www.mf.gov.pl>

dotyczące drobnych przedsiębiorców, to brak konieczności płacenia i naliczania VAT, składania deklaracji VAT, mimo dokonywania czynności podlegających opodatkowaniu w ramach działalności gospodarczej. Zwalniana się od podatku VAT podatników, u których wartość sprzedaży opodatkowanej nie przekroczyła łącznie w poprzednim roku podatkowym kwoty 150 000 zł. (art. 113).

Tym samym, podatek ten względem innych obciążeń fiskalnych przedsiębiorców dominuje w całkowitych wpływach budżetowych. Dla przykładu w 2011 r. stanowił on 43 proc. całkowitych wpływów budżetowych, tj. 120 831 920 tys. zł. (zob. tab. 3).

Tabela 3

Wpływy budżetowe w Polsce w okresie od 01 stycznia 2011 r. do 31 grudnia 2011 r.  
(dane łączne uzyskane z izb celnych i izb skarbowych) – kwoty w tys. zł

Lp.	Wyszczególnienie	Wpływy budżetowe	Wskaźnik udziału wpływów z podatku VAT we wpływach budżetowych ogółem (%)	W tym: kwoty zaległości budżetowych ściąganych w drodze egzekucji
1	Podatek dochodowy od osób prawnych	37 739 301	0,13	99 797
2	Podatek dochodowy od osób fizycznych	67 505 115	0,24	691 070
3	Podatek od towarów i usług	120 831 920	0,43	2 117 996
4	Podatek akcyzowy	57 963 709	0,21	30 647
5	Podatek od gier	1 476 951	0,01	11 299
6	Podatki zniesione	1 480	0,00	3
7	Cła	1 923 842	0,01	3 974
<b>8</b>	<b>Ogółem</b>	<b>281 442 318</b>	<b>1,00</b>	<b>2 954 786</b>

\* Wykazywane są w pełnych wielkościach, tj. bez odliczenia udziałów dla jednostek samorządu terytorialnego

Źródło: <http://www.mf.gov.pl/web/wp/budzet-panstwa/wplywy-budzetowe>.

Podstawą opodatkowania podatkiem od towarów i usług VAT w działalności gospodarczej jest obrót netto towarów i usług. Pod pojęciem obrotu rozumie się kwotę należną z tytułu sprzedaży towarów i usług, pomniejszoną o kwotę podatku przypadającego od tej sprzedaży (art. 29 ust. 1 ustawy o VAT)<sup>8</sup>. Obrotem jest również: otrzymana dotacja, subwencja i inna dopłata o podobnym charakterze związana z daną dostawą lub świadczeniem usług. W przypadku pobrania zaliczek, zadatków, przedpłat lub rat, obrotem staje się też kwota otrzymanych zaliczek, zadatków, przedpłat lub rat, pomniejszona o kwotę podatku przypadającą od nich. Ta sytuacja dotyczy również otrzymanych zaliczek na dotacje czy subwencje<sup>9</sup>.

<sup>8</sup> Ustawa z dnia 11 marca 2004 r..., *op. cit.*

<sup>9</sup> R. Niemczyk, *Rachunkowość małych i średnich przedsiębiorstw*, Unimex Oficyna Wydawnicza, Wrocław 2012, s. 179.

Podatek VAT jest obliczany od wartości sprzedaży netto (przychód netto) bez podatku, a następnie do niej dodawany (zob. formuła 1), co daje wartość sprzedaży brutto<sup>10</sup> (zob. formuła 2). Kwota należna obejmuje całość świadczenia należnego od nabywcy.

$$VAT = S_N \times T_{oVAT} \quad (1)$$

$$S_B = S_N + VAT \quad (2)$$

gdzie:

$VAT$  – wartość podatku od towarów i usług VAT,

$S_N$  – sprzedaż netto,

$S_B$  – sprzedaż brutto,

$T_{oVAT}$  – stawka podatku od towarów i usług VAT.

Podatek VAT jest podatkiem pośrednim, co oznacza możliwość przenoszenia związanych z nim obciążeń na inny podmiot<sup>11</sup>. Cechuje się on zasadą unikania podwójnego opodatkowania oraz wielofazowością, gdyż obciąża się nim sprzedaż we wszystkich fazach obrotu towarami i usług, poczynając od dostawcy, poprzez producenta, hurtownika, detalistę. Każde ogniwo obrotu zwiększając wartość dobra lub usługi przez doliczenie wartości dodanej, zwiększa tym samym wielkość podatku należnego od sprzedaży<sup>12</sup>.

W ustawie o podatku od towarów i usług VAT ustanowiono limit obrotu brutto (art. 2 pkt 25 ustawy o VAT), który z jednej strony stanowi o wielkości podmiotu gospodarczego z punktu widzenia prawa podatkowego, zaś z drugiej strony jest wytyczną względem metod jego rozliczania przez przedsiębiorców z urzędem skarbowym (US).

Zgodnie z ustawą o VAT mały podatnik (przedsiębiorca) to ten: *a) u którego wartość sprzedaży (wraz z kwotą podatku) nie przekroczyła w poprzednim roku podatkowym wyrażonej w złotych kwoty odpowiadającej równowartości 1 200 000 euro, b) podatnik prowadzący przedsiębiorstwo maklerskie, zarządzającego funduszami inwestycyjnymi, będącego agentem, zleceniobiorcą lub inną osobą świadczącą usługi o podobnym charakterze, z wyjątkiem komisju – jeżeli kwota prowizji lub innych postaci wynagrodzenia za wykonane usługi (wraz z kwotą podatku) nie przekroczyła w poprzednim roku podatkowym wyrażonej w złotych kwoty odpowiadającej równowartości 45 000 euro*<sup>13</sup>. Inaczej mówiąc, mały po-

<sup>10</sup> R. Niemczyk, *op. cit.*, s.179; M. Gmytrasiewicz, A. Karmańska, *Rachunkowość Finansowa*, Difin, Warszawa 2004, s. 410–411.

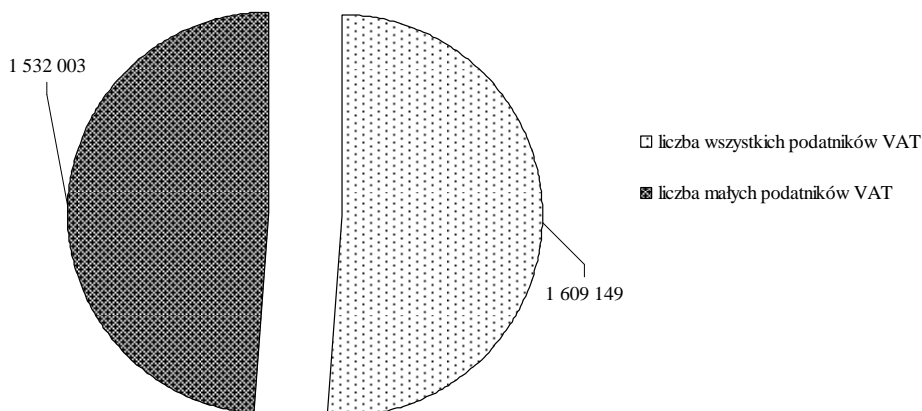
<sup>11</sup> M. Gmytrasiewicz, A. Karmańska, *op. cit.*, s. 410–411.

<sup>12</sup> I. Olchowicz, *Podstawy rachunkowości*, Difin, Warszawa 2004, s. 260.

<sup>13</sup> *Ustawa z dnia 11 marca 2004 r...*, *op. cit.*

datnik to ten, który spełnia warunek co do niewielkiego stosunkowo rocznego obrotu brutto. Górny limit sprzedaży brutto dla małego podatnika za 2012 r. określono na poziomie 5 324 000 zł, zaś w 2013 r. na kwotę 4 922 400 zł<sup>14</sup>. W praktyce możliwe więc będą sytuacje, w których mały podatnik do końca roku 2012 nie przekroczył limitu obrotów określonego na ten okres, a mimo to utracił ten status z dniem 1 stycznia 2013 r.

Z danych Ministerstwa Finansów wynika, że liczba wszystkich podatników VAT na koniec 2011 r. wynosiła 1 609 149,00, w tym małych podatników 1 532 003,00, a więc ponad 95 proc.<sup>15</sup> (zob. rys. 1).



Rys. 1. Liczba małych podatników od towarów i usług VAT na koniec 2011 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Firmy z kasowym VAT nieatrakcyjne dla biznesu*, „Dziennik Gazeta Prawna”, 18.10.2012 r., nr 203, s. B2.

Ustanowiony w powołanym przepisie ustawy o VAT limit obrotu brutto umożliwia przedsiębiorstwom, w tym MSP, wybór metody rozliczania podatku VAT z US<sup>16</sup>. Przedsiębiorcy mogą go rozliczać metodą opartą na zasadach ogólnych za okresy miesięczne, za okresy kwartalne lub też mogą skorzystać z metody kasowej. Wybór metody rozliczania podatku VAT przez małego podatnika jest wyrazem realizacji zasady wolności wyboru związanej jednakże ze

<sup>14</sup> Przeliczenie kwoty euro dokonuje się według średniego kursu euro ogłaszanego przez NBP na pierwszy dzień roboczy października poprzedniego roku podatkowego, przy czym kwotę tę zaokrąglą się do 1.000 zł.

<sup>15</sup> *Firmy z kasowym VAT nieatrakcyjne dla biznesu*, „Dziennik Gazeta Prawna”, 18.10.2012 r., nr 203, s. B2.

<sup>16</sup> *Korzystne regulacje w VAT odnośnie nieterminowych płatności w sektorze budownictwa – odpowiedź Ministra Finansów na interpelację poselską*, „Serwis Podatkowy”, 10.09.2012 r., nr 9(201), s. 8.

stosowaniem określonych zasad rachunkowości i tym samym rodzi określone konsekwencje ewidencyjno-rozliczeniowo-finansowe dla przedsiębiorstwa, wynikające z przestrzegania prawa bilansowego lub prawa podatkowego<sup>17</sup>. Z *dwoistości prawa, czyli równoległego obowiązywania prawa bilansowego i prawa podatkowego w stosunku do jednostek gospodarczych* wynikają określone konsekwencje ewidencyjno-rozliczeniowo-finansowe<sup>18</sup>.

W metodzie miesięcznej i metodzie kwartalnej obowiązek podatkowy<sup>19</sup> VAT powstaje w oparciu o zasadę memoriałową. W myśl tej zasady (art. 6 ust. 1 ustawy o rachunkowości) w *księgach rachunkowych jednostki należy ująć wszystkie osiągnięte przychody i związane z nimi koszty dotyczące danego roku obrotowego, niezależnie od terminu ich zapłaty*<sup>20</sup>. Memoriałowe ujęcie obowiązku podatkowego VAT, powstaje z chwilą wystawienia faktury sprzedaży, tj. co do zasady w momencie wydania towaru lub wykonania usługi, a nie zapłaty za nią. W myśl art. 19 ust. 4 ustawy o VAT, *jeżeli sprzedaż towaru lub wykonanie usługi powinny być potwierdzone fakturą, obowiązek podatkowy powstaje z chwilą wystawienia faktury, nie później jednak niż w 7. dniu od dnia wydania towaru lub wykonania usługi. Przepis ten stosuje się odpowiednio do faktur za wykonanie usługi*<sup>21</sup>. Oznacza to, że zobowiązanie podatkowe VAT<sup>22</sup> należy doprowadzić do US bez względu na to, czy faktury sprzedaży zostały zapłacone czy też nie. Zobowiązanie podatkowe VAT następuje do 25 dnia miesiąca (kwartału) następującego po każdym kolejnym miesiącu (kwartale). Zobowiąza-

<sup>17</sup> Prawo bilansowe – to ogół norm prawnych regulujących podstawowe zasady prowadzenia rachunkowości przez jednostki gospodarcze, które są podmiotami rachunkowości. Prawo to tworzy prawdziwy ekonomicznie obraz jednostki przez rzeczywiste odzwierciedlenie faktów gospodarczych, dotyczących zwłaszcza ponoszenia kosztów i uzyskiwania przychodów. Prawo podatkowe to ogół norm prawnych regulujących ustalanie i pobieranie podatków. Jest narzędziem organów skarbowych. I. Olchowicz, *Rachunkowość podatkowa*, Vademecum Rachunkowości, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2011, s. 15–52.

<sup>18</sup> I. Olchowicz, *Rachunkowość podatkowa*, *op. cit.*, s. 15–52.

<sup>19</sup> Obowiązek podatkowy jest powinnością poniesienia przymusowego świadczenia w związku z wystąpieniem przedmiotu opodatkowania. Istnienie obowiązku podatkowego nie jest jednoznaczne z powstaniem zobowiązania podatkowego, aczkolwiek zobowiązanie podatkowe zawsze wynika z obowiązku podatkowego. M. Gmytrasiewicz, A. Karmańska, *op. cit.*, s. 408, 410–411.

<sup>20</sup> Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, DzU 2009, nr 152, poz. 1223 z późn. zm.

<sup>21</sup> Ustawa z dnia 11 marca 2004 r..., *op. cit.*

<sup>22</sup> W myśl art. 99 ust. 12 ustawy o VAT zobowiązanie podatkowe, kwota zwrotu różnicy podatku, to kwota zwrotu podatku naliczonego lub różnicy podatku, o której mowa w art. 87 ust. 1, przyjmuje się w kwocie wynikającej z deklaracji podatkowej, chyba że naczelnik urzędu skarbowego lub organ kontroli skarbowej określi je w innej wysokości. Zobowiązaniem podatkowym z kolei jest – w myśl art. 5 Ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r..., *op. cit.* – wynikające z obowiązku podatkowego zobowiązanie podatnika do zapłacenia na rzecz Skarbu Państwa, województwa, powiatu albo gminy podatku w wysokości, w terminie oraz w miejscu określonych w przepisach prawa podatkowego.

nie podatkowe VAT (zobowiązanie wymagalne okresowo<sup>23</sup>) może okazać się istotnym obciążeniem finansowym dla przedsiębiorcy, zwłaszcza iż jest zobowiązaniem krótkoterminowym cechującym się pierwszeństwem wymagalności do US względem innych zobowiązań krótkoterminowych. Dlatego rozliczanie tego rodzaju zobowiązania według zasady memoriałowej niesie ze sobą negatywne dla przedsiębiorstwa skutki finansowe zwłaszcza z punktu widzenia różniczeń płatniczych między partnerami biznesowymi, płynności finansowej, kapitału obrotowego netto i jego kondycji majątkowo-finansowej.

Zobowiązanie podatkowe VAT składa się z podatku należnego VAT i podatku naliczonego VAT. *W sytuacji, gdy u podatnika wykonującego czynności podlegające opodatkowaniu podatkiem VAT w danym okresie rozliczeniowym (miesiącu lub kwartale), kwota podatku należnego z tytułu dokonanej w tym okresie sprzedaży, przewyższa kwotę podatku naliczonego z tytułu zakupu, wówczas różnica ta jest kwotą zobowiązania podatkowego, które podatnik musi wpłacić na rachunek właściwego urzędu skarbowego, w terminie w którym zobowiązany jest do złożenia deklaracji podatkowej*<sup>24</sup>. Brak środków pieniężnych na firmowym koncie bankowym przedsiębiorcy może tworzyć problem z odprowadzeniem zobowiązania podatkowego VAT do US i skutkować zaniżeniem płynności finansowej przedsiębiorstwa. Przeciwnym skutkiem może być relacja odmienna. Skutki finansowe rozliczania zobowiązania podatkowego VAT do US przez małego podatnika według zasady memoriałowej przedstawiono w tab. 4.

Negatywną stroną memoriałowego rozliczania podatku VAT jest pominięcie na moment ustalania obowiązku podatkowego rzeczywistych przepływów pieniężnych, które powstają przy sprzedaży z odroczonym terminem płatności. Oznacza to, że zobowiązanie podatkowe VAT należy uregulować względem US niezależnie od tego, czy kontrahent zapłacił za dostarczone towary lub wyświadczone usługi. Memoriałowe rozliczanie podatku VAT przez przedsiębiorstwo, w tym MSP, stanowi o finansowaniu przez nie budżetu państwa kosztem obniżenia/utruty jego płynności finansowej i osłabienia standingu finansowego. O ile memoriałowe rozliczanie podatku VAT jest korzystne z punktu widzenia wpływów budżetowych i poprawy finansów budżetu państwa, o tyle destrukcyjnie wpływa na finanse i rozwój przedsiębiorstwa.

Z danych Ministerstwa Finansów wynika, że na koniec 2011 r. na 1 532 003,00 małych podatników VAT 1 522 740,00 korzystało z memoriałowego rozliczania podatku VAT, tj. 99,4 proc.<sup>25</sup> (zob. rys. 2).

<sup>23</sup> M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 249.

<sup>24</sup> I. Olchowicz, *Rachunkowość podatkowa*, op. cit., s. 155.

<sup>25</sup> *Firmy z kasowym VAT nieatrakcyjne...*, op. cit., s. B2.

Tabela 4

Skutki finansowe rozliczania zobowiązania podatkowego VAT do Urzędu Skarbowego przez małego czynnego podatnika według zasady memoriałowej

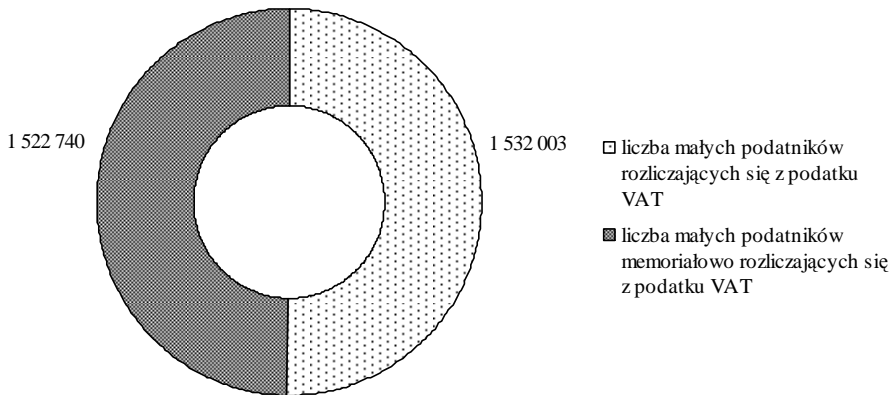
Skutki finansowe rozliczania zobowiązania podatkowego VAT
<ul style="list-style-type: none"> <li>– obniża zdolność płatniczą przedsiębiorstwa, przez zmniejszenie zasobów gotówkowych,</li> <li>– wywołuje zatory płatnicze,</li> <li>– obniża poziom płynności finansowej przedsiębiorstwa, może doprowadzić do jej utraty,</li> <li>– zmniejsza poziom kapitału obrotowego netto,</li> <li>– zwiększa prawdopodobieństwo upadłości przedsiębiorstwa, zwłaszcza jeżeli przez kilka następných okresów rozliczeniowych z US przedsiębiorstwo ma problem z uregulowaniem zobowiązania podatkowego VAT,</li> <li>– zmniejsza prawdopodobieństwo uregulowania pozostałych zobowiązań krótkookresowych (z tytułu dostaw i usług, wynagrodzenia, najmu, kredytu, dywidendy i innych),</li> <li>– ogranicza wydatki inwestycyjne przedsiębiorstwa,</li> <li>– zwiększa zapotrzebowanie na zewnętrzne źródła finansowania, np. kredyt obrotowy,</li> <li>– może przyczynić się do utraty zdolności kredytowej przedsiębiorstwa,</li> <li>– zobowiązanie podatkowe VAT wpływa na kształt struktury majątkowo-finansowej, a jego wysoka wartość może spowodować zniekształcenie złotych reguł finansowych,</li> <li>– podatnik ma możliwość obniżenia podatku należnego o podatek naliczony i zapłacenia mniejszego zobowiązania podatkowego VAT, nawet wówczas, gdy nie uregulował zobowiązania krótkookresowego z tytułu dostaw i usług względem swojego wierzyciela,</li> <li>– jeżeli podatek naliczony jest wyższy od podatku należnego to przedsiębiorstwo może wystąpić do US o zwrot należności podatkowej VAT, co może poprawić jego płynność finansową, jednakże czas oczekiwania na zwrot należności podatkowej VAT może stanowić utrudnienie w zachowaniu płynności finansowej,</li> <li>– w sposób pośredni zobowiązanie podatkowe VAT może negatywnie wpływać na rentowność przedsiębiorstwa.</li> </ul>

Źródło: opracowanie własne.

Innym rozwiązaniem rozliczania podatku VAT proponowanym małym podatnikom w ustawie o VAT jest metoda kasowa (zgodnie z art. 21 ust. 1 ustawy o zmianie VAT). Jej specyfiką jest możliwość dokonywania rozliczenia zobowiązania podatkowego VAT tylko i wyłącznie kwartalnie (art. 99 ust. 2 ustawy o VAT). Kwartałem jest w rozumieniu tego przepisu „kwartał kalendarzowy”. W tym celu najpóźniej do 25. dnia miesiąca następującego po każdym kolejnym kwartale, podatnik zobowiązany jest do złożenia w organie podatkowym stosownej deklaracji podatkowej (VAT-7K) oraz zapłaty zobowiązania podatkowego VAT (art. 99 ust. 2 ustawy o VAT). Wybór metody kasowej zobowiązuje do jej konsekwentnego stosowania w okresie nie krótszym niż 12 miesięcy oraz oznaczenia faktury sprzedaży zwrotem „metoda kasowa”. Co więcej mali podatnicy nie mają obowiązku zamieszczania na fakturze sprzedaży terminów płatności<sup>26</sup>.

<sup>26</sup> *Metoda kasowa na nowych zasadach małego podatnika*, „Dziennik Gazeta Prawna”, 19.01.2013 r., s. B14.





Rys. 2. Liczba małych podatników VAT memoriałowo rozliczających się z podatku VAT na koniec 2011 r.

Źródło: jak do rys. 1.

Drugim zasadniczym założeniem metody kasowej jest wywołanie obowiązku podatkowego VAT na prawach zasady kasowej, w myśl której *szczegółowo wykazuje się faktyczne wpływy (źródła) i wydatki (zastosowań) środków pieniężnych w procesach gospodarczych przedsiębiorstwa, niezależnie od daty określenia przychodu lub kosztu w sensie ewidencyjnym*<sup>27</sup>. Oznacza to, iż obowiązek podatkowy VAT powstaje w oparciu o moment zapłaty za towar lub usługę. Zapłata stanowi: gotówkową lub bezgotówkową zapłatę za fakturę (paragon) sprzedaży lub konwersję należności krótkookresowych z tytułu dostaw i usług w gotówkę. Obowiązek podatkowy powstaje również w sytuacji, gdy otrzymano przedpłatę a następnie nastąpiło wydanie towarów lub wykonanie usługi<sup>28</sup>. Przesłaniem metody kasowej jest zatem wywołanie obowiązku podatkowego VAT głównie z perspektywy zapłaty faktury sprzedaży z odroczonym terminem płatności a nie daty jej wystawienia, terminu płatności określonego na fakturze czy

<sup>27</sup> W. Gos, *Sprawozdawczość i rewizja finansowa*, Wydawnictwo Presspublica, Warszawa 2005, s. 39.

<sup>28</sup> *Mały podatnik może korzystać z preferencji w VAT*, „Dziennik Gazeta Prawna” 2012, nr 170, 03.03.2012 r., s. 6;

Metoda kasowa nie ma zastosowania do przypadków:

- dostawy towarów za pośrednictwem automatów,
- świadczenia usług telekomunikacyjnych za pomocą żetonów, kart telefonicznych i innych jednostek uprawniających do korzystania z tych usług w systemie przedpłaconym,
- otrzymania dotacji, subwencji oraz innych dopłat o podobnym charakterze,
- wewnątrzspółnotowej dostawy towarów oraz przemieszczeń towarów do magazynów konsygnacyjnych (miejsca przechowywania towarów na terytorium kraju).

We wszystkich ww. przypadkach wyłączonych z kasowego rozliczania, obowiązek podatkowy powstaje na zasadach przewidzianych dla danych czynności. *VAT po zmianach w 2013 r.*, „Poradnik VAT”, 10.02.2013 r. (dodatek nr 3), s. 1–3.

momentu dokonania dostawy przez podatnika<sup>29</sup>. *Samo wystawienie faktury nie rodzi obowiązku podatkowego VAT*<sup>30</sup>. W. Gos twierdzi, iż *podejście kasowe jest częściowo stosowane w prawie podatkowym*<sup>31</sup>.

Rozpoznanie obowiązku podatkowego VAT w metodzie kasowej dokonuje się również przez rozróżnienie rodzaju podatnika na rzecz którego dokonano sprzedaży lub usługi na terytorium kraju<sup>32</sup>. Dokonując sprzedaży na rzecz innego czynnego podatnika VAT, obowiązek podatkowy VAT powstaje z dniem otrzymania całości lub części zapłaty. Zatem dopóki partner biznesowy (czynny podatnik VAT) nie ureguluje należności krótkookresowej z tytułu dostaw i usług na rzecz małego podatnika VAT, ten nie będzie wykazywał obowiązku podatkowego VAT. W przypadku sprzedaży na rzecz podmiotów niebędących czynnymi podatnikami VAT (np. dla osób nie prowadzących działalności gospodarczej lub podatników zwolnionych podmiotowo z VAT), obowiązek podatkowy VAT powstaje z dniem otrzymania całości lub części zapłaty, nie później niż 180. dnia, licząc od dnia wydania towaru lub wykonania usługi. Po upływie 180 dni od dnia wydania towaru lub wykonania usługi obowiązek podatkowy VAT powstanie automatycznie, niezależnie od faktu zapłaty<sup>33</sup>. W tym miejscu można wskazać na istniejącą elastyczność rozliczeń podatku VAT względem małego podatnika. W obowiązujących bowiem do 2012 r. przepisach podatkowych VAT istniały restrykcje czasowe przesunięcia obowiązku podatkowego VAT do 90 dnia, licząc od dnia wydania towaru lub wykonania usługi. Co oznaczało, iż mały podatnik musiał rozpoznać obowiązek podatkowy VAT do 90. dnia, nawet jeżeli nie otrzymał zapłaty od partnera biznesowego. Regulacje te nie uwzględniały również rozróżnienia osoby podatnika (kupca), w wyniku czego bez względu na odbiorcę towaru lub świadczonej usługi maksymalny czas na rozliczenie i wywołanie obowiązku podatkowego VAT wynosił 90 dni.

Ustawa deregulacyjna VAT warunkuje odliczenie podatku VAT w odniesieniu do towarów i usług nabytych na terytorium kraju przez małego podatnika (zobacz art. 86 ust. 16 o VAT). Według tego przepisu odliczenia VAT dłużnicy dokonują w rozliczeniu za kwartał, w którym uregulowali całość lub część zobowiązania z tytułu dostaw lub usług wynikającego z otrzymanej od wierzyciela faktury sprzedaży, nie wcześniej jednak niż z dniem otrzymania faktury. Uregulowanie zobowiązania krótkoterminowego z tytułu dostaw i usług w części daje dłużnikowi prawo do obniżenia podatku należnego VAT o kwotę podatku nali-

<sup>29</sup> A. Tokarski, M. Tokarski, G. Voss, *Księgowość w małej i średniej firmie. Uproszczone formy ewidencji*, CeDeWu, Warszawa 2011, s. 45; *Mały podatnik może korzystać ...*, op. cit.

<sup>30</sup> *Sposób rozliczania faktur korygujących oznaczonych jako „Faktura VAT-MP”*, „Poradnik VAT”, 10.02.2012, nr 5, s. 8.

<sup>31</sup> W. Gos, S. Hońko, P. Szczypta, *ABC sprawozdań finansowych, jak je czytać, interpretować i analizować*, CeDeWu, Warszawa 2010, s. 32; Prawo podatkowe to ogół norm prawnych regulujących ustalanie i pobieranie podatków. Jest narzędziem organów skarbowych. I. Olchowski, *Rachunkowość podatkowa*, Vademecum Rachunkowości, Difin, Warszawa 2011, s. 15–52.

<sup>32</sup> *VAT po zmianach w 2013 roku...*, op. cit.

<sup>33</sup> *Mały podatnik może korzystać...*, op. cit., s. 6.

zonego VAT odpowiadającą części uregulowanego zobowiązania. Dotychczas częściowe uregulowanie zobowiązania krótkookresowego z tytułu dostaw i usług nie dawało takiego prawa. Powyższe oznacza, że w tym samym okresie wierzyciel wykazuje VAT należny, kiedy dłużnik nabywa prawo do odliczenia VAT. Jednocześnie, jeżeli dłużnik nie dokona zapłaty, nie ma prawa do odliczenia naliczonego VAT z faktury otrzymanej od podatnika rozliczającego VAT metodą kasową<sup>34</sup>.

Ustawa o podatku VAT w ramach metody kasowej pozwala analizować zależność między należnością krótkookresową z tytułu dostaw i usług a zobowiązaniem z tytułu dostaw i usług i oceniać jej wpływ na wartość zobowiązania podatkowego VAT małego podatnika VAT w rozliczeniach z innymi podatnikami czynnymi VAT i/lub podmiotami niebędącymi czynnymi podatnikami VAT. Ocena taka pozwala zobrazować skutki finansowe dla przedsiębiorstwa, w tym płynność finansową i zjawiska jej pokrewne (zob. tab. 5).

Tabela 5

Wpływ należności krótkookresowej z tytułu dostaw i usług i zobowiązania krótkookresowego z tytułu dostaw i usług na zobowiązanie podatkowe VAT małego podatnika VAT w rozliczeniu z innym czynnym podatnikiem VAT w metodzie kasowej

Wyszczególnienie		Należność krótkookresowa z tytułu dostaw i usług	
		uregulowana w 100%	nieuregulowane w 100%
Zobowiązanie krótkookresowe z tytułu dostaw i usług	uregulowane w 100%	( I ) 1. należność została zapłacona, obowiązek podatkowy, VAT należny – (23 000,00 zł) 2. zobowiązanie zostało uregulowane, prawo do odliczenia VAT naliczony – ( 8 000,00 zł)	( II ) 1. należność nie została zapłacona, nie powstaje obowiązek podatkowy VAT, VAT należny – (0,00 zł) 2. zobowiązanie zostało uregulowane, prawo do odliczenia VAT naliczony – (8 000,00 zł)
		zobowiązanie podatkowe VAT ( 15 000,00)	zobowiązanie podatkowe VAT (–8 000,00)
	nieuregulowane w 100%	( III ) 1. należność została zapłacona, obowiązek podatkowy, VAT należny – (23.000,00 zł) 2. zobowiązanie nie zostało uregulowane, brak prawa do odliczenia VAT naliczony – ( 0,00 zł)	( IV ) 1. należność nie została zapłacona, nie powstaje obowiązek podatkowy VAT: VAT należny – (0,00zł) 2. zobowiązanie nie zostało uregulowane, brak prawa do odliczenia VAT naliczony – (0,00 zł)
		zobowiązanie podatkowe VAT (23 000,00)	zobowiązanie podatkowe VAT (0,00)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Ustawa z dnia 11 marca 2004 r. o podatku od towarów i usług*, DzU 2011, nr 177 poz.1054 z póź.zm. Wartości wielkości ekonomicznych przyjęto hipotetycznie, celem zobrazowania zagadnienia.

<sup>34</sup> *Nowe zasady rozliczania VAT metodą kasową. VAT po zmianach w 2013 roku*, „Poradnik VAT”, 10.02.2013 r. (dodatek nr 3), s. 2.

Zgodnie z tab. 5, najkorzystniejszym wariantem (I) dla małego podatnika jest ten, który odziedziczył inkaso należności krótkookresowej z tytułu dostaw i usług. Wierzyciel odzyskuje środki pieniężne i rozpoznany zostaje obowiązek podatkowy VAT w kwocie 23 000,00zł. Uregulowanie przez dłużnika zobowiązania z tytułu dostaw i usług (8 000,00zł) daje mu prawo pomniejszenia VAT-u należnego o VAT naliczony (zgodnie z Ustawą o VAT), dzięki czemu zmniejsza on wartość zobowiązania podatkowego VAT do kwoty 15 000,00zł. Rozwiązanie to wydaje się być najkorzystniejsze z punktu widzenia płynności finansowej, kapitału obrotowego netto, kondycji majątkowo-finansowej oraz wiarygodności finansowej przedsiębiorstwa.

Odmienny obraz ukazuje zdarzenie (IV), w którym brak zapłaty należności krótkookresowej z tytułu dostaw i usług oraz brak zapłaty zobowiązania krótkookresowego z tytułu dostaw i usług. Wierzyciel nie wykazuje obowiązku podatkowego VAT a dłużnik traci prawo do odliczenia VAT-u naliczonego, co zwiększa u niego wartość zobowiązania podatkowego VAT względem US. Mimo, iż wierzyciel nie wykazuje obowiązku podatkowego VAT, to traci on środki pieniężne należne od dłużnika, co z kolei uszczupla jego zasoby gotówkowe i może wywołać zatory płatnicze, obniżenie płynności finansowej, zmniejszenie kapitału obrotowego netto a w dłuższej perspektywie utratę obrazu wiarygodności finansowej i podważenie egzystencji podmiotu na rynku. Wątpliwą w tym przypadku staje się również sposobność terminowego uregulowania zobowiązania podatkowego VAT przy braku zapłaty zobowiązania krótkoterminowego z tytułu dostaw i usług. Warto w tym miejscu nadmienić, iż stawka odsetek od zaległości podatkowych w skali roku wynosi 13%, a stawka obniżona – (9,75%)<sup>35</sup>.

W przypadku braku zapłaty należności krótkookresowej z tytułu dostaw i usług a uregulowania zobowiązania z tytułu dostaw i usług (II) może zaistnieć zjawisko zwrotu nadwyżki VAT naliczonego nad należnym (–8 000,00zł). Podatnik może również liczyć na zwrot naliczonego podatku VAT w sytuacji ponoszenia znaczących nakładów inwestycyjnych. Status czynnego podatnika VAT pozwala na odzyskanie podatku naliczonego VAT i zwiększenie płynności finansowej przedsiębiorstwa. *Jeżeli podatnik w deklaracji VAT wykazuje nadwyżkę VAT naliczonego nad należnym, nadwyżkę tę może przenieść do rozliczenia na następne okresy rozliczeniowe, zaliczyć na poczet innych podatków (np. zaliczki na podatek dochodowy) lub ubiegać się o jej zwrot. Podstawowy termin zwrotu wynosi 60 dni i liczy się go od dnia złożenia deklaracji VAT. Termin ten może jednak ulec skróceniu do 25 dni. Muszą być jednak spełnione warunki określone w art. 87 ust. 2 ustawy o VAT*<sup>36</sup>. Wariant ten pozwala wskazać drugą

<sup>35</sup> Kolejna obniżka odsetek od zaległości podatkowych, „Przegląd Podatku Dochodowego”, 01.02.2013 r., nr 3.

<sup>36</sup> Kiedy przysługuje zwrot VAT w terminie 25 dni?, „Biuletyn Informacyjny dla Służb Ekonomiczno-Finansowych”, 20.06.2012 r., nr 18, s. 4.

stronę tego zjawiska, w której mimo wystąpienia nadwyżki VAT-u, brak konwersji należności krótkookresowej może wywołać zatory płatnicze i obniżenie płynności finansowej, zwłaszcza iż standardowy czas zwrotu nadwyżki VAT-u rozkłada się na okres dwumiesięczny.

Zdarzenie odzwierciedlające zapłatę należności krótkookresowej z tytułu dostaw i usług przy braku zapłaty zobowiązania krótkookresowego z tytułu dostaw i usług (III) wskazuje na zwiększenia wartości zobowiązania podatkowego VAT. Stan ten, obciąża zasoby gotówkowe podmiotu, pozbawia go możliwości reinwestycji gotówki oraz obniża płynność finansową.

Dokonując analizy krótkookresowej z tytułu dostaw i usług i zobowiązania z tytułu dostaw i usług w rozliczeniu zobowiązania podatkowego VAT między małym podatnikiem VAT a podmiotem niebędącym czynnym podatnikiem VAT, zauważyć można, iż brak zapłaty należności tego rodzaju będzie skutkowało obowiązkiem podatkowym VAT w 180 dniu, licząc od dnia wydania towaru lub wykonania usługi oraz wzrostem zobowiązania podatkowego VAT przy braku zapłaty zobowiązania krótkoterminowego z tytułu dostaw i usług (zob. tabela nr 6 wariant II i III). Stan ten dodatkowo obciąża finansowo wierzyciela (małego podatnika VAT) (zob. tab. 6).

Tabela 6

Wpływ należności krótkookresowej z tytułu dostaw i usług i zobowiązania krótkookresowego z tytułu dostaw i usług na zobowiązanie podatkowe VAT małego podatnika VAT w rozliczeniu z podmiotem niebędącym czynnym podatnikiem w metodzie kasowej VAT

Wyszczególnienie		Należność krótkookresowa z tytułu dostaw i usług	
		uregulowana w 100%	nieuregulowane w 100%
Zobowiązanie krótkookresowe z tytułu dostaw i usług	uregulowane w 100%	( I ) 1. należność została zapłacona, obowiązek podatkowy, VAT należny – (23 000,00 zł) 2. zobowiązanie zostało uregulowane, prawo do odliczenia VAT naliczony – ( 8 000,00 zł) zobowiązanie podatkowe VAT (15 000,00)	( II ) 1. należność nie została zapłacona, minął 180 dzień powstaje obowiązek podatkowy VAT, VAT należny – (23 000,00 zł) 2. zobowiązanie zostało uregulowane, prawo do odliczenia VAT naliczony – (8 000,00 zł) zobowiązanie podatkowe VAT (15 000,00)
		( III ) 1. należność została zapłacona, obowiązek podatkowy, VAT należny – (23 000,00 zł) 2. zobowiązanie nie zostało uregulowane, brak prawa do odliczenia VAT naliczony – ( 0,00 zł) zobowiązanie podatkowe VAT (23 000,00)	( IV ) 1. należność nie została zapłacona, minął 180 dzień powstaje obowiązek podatkowy VAT: VAT należny – (23 000,00zł) 2. zobowiązanie nie zostało uregulowane, brak prawa do odliczenia VAT naliczony – (0,00 zł) zobowiązanie podatkowe VAT (23 000,00)

Źródło: jak do tab. 5.

Brak rozliczenia między małym podatnikiem VAT a podmiotem niebędącym czynnym podatnikiem VAT niekorzystnie wpływa na płynność finansową i kapitał obrotowy netto wierzyciela. Istotnym dla niego obciążeniem finansowym jest również niemożność skorzystania z ulgi za złe długi, co dodatkowo wskazuje na dodatkowy problem odzyskania środków pieniężnych z tytułu naliczonego podatku należnego VAT. Zgodnie bowiem z zapisem ustawy o VAT, z ulgi za złe długi może skorzystać wierzyciel, który spełnia następujące warunki<sup>37</sup>:

- dostawa towaru lub świadczenie usług jest dokonana na rzecz czynnego podatnika VAT, niebędącego w trakcie postępowania upadłościowego lub w trakcie likwidacji,
- na dzień poprzedzający dzień złożenia deklaracji podatkowej VAT, w której dokonuje się korekty:
  - a) wierzyciel i dłużnik są podatnikami zarejestrowanymi jako podatnicy VAT czynni,
  - b) dłużnik nie jest w trakcie postępowania upadłościowego lub w trakcie likwidacji,
- od daty wystawienia faktury dokumentującej wierzytelność nie upłynęły 2 lata, licząc od końca roku, w którym została wystawiona. Jedynym rozwiązaniem dla małego podatnika VAT jest dochodzenie należności krótkookresowej z tytułu dostaw i usług drogą windykacyjną lub sądową.

Skutki finansowe rozliczania zobowiązania podatkowego VAT do US przez małego podatnika VAT według metody kasowej zobrazowano w tab. 7.

Metoda kasowa rozliczania podatku od towarów i usług VAT znajduje swoich zwolenników i przeciwników. Z danych Ministerstwa Finansów wynika, że na koniec 2011 r. na 1 532 003,00 małych podatników VAT zaledwie 9263,00 korzystało z metody kasowej rozliczania VAT, tj. 0,6%<sup>38</sup>. Stan ten należy łączyć z przepisami metody kasowej VAT jakie obowiązywały do końca 2012 r. Nowelizacja ustawy o VAT daje jednak małym podatnikom VAT sposobność poprawy i utrzymania płynności finansowej, ułatwienia rozliczeń między partnerami biznesowymi oraz zmniejszenie zatorów płatniczych. Zmiany, które wprowadzono do projektu należy również wiązać z koniecznością dostosowania niektórych przepisów ustawy o VAT do przepisów unijnych oraz z potrzebą kreowania przedsiębiorczości i konkurencyjności na polskim rynku, zwłaszcza iż sektor MSP (mały podatnik VAT) wnosi istotny wkład dla jego rozwoju<sup>39</sup>.

<sup>37</sup> *Ulga za złe długi w księgach*, „Zeszyty Metodyczne Rachunkowości”, 01.02.2013 r., nr 3.

<sup>38</sup> *Firmy z kasowym VAT nieatrakcyjne dla biznesu*, „Dziennik Gazeta Prawna”, 18.10.2012 r., nr 203, s. B2.

<sup>39</sup> Zgodnie z Rekomendacją Komisji Europejskiej (2003/361/WE) z 6 maja 2003 r. C (2003) 1422 z dniem 01.01.2005 r. w krajach UE w sektorze MSP wyróżnia się: mikroprzedsiębiorstwa o liczbie zatrudnionych poniżej 10 osób, rocznym obrocie lub/i sumie bilansowej do 2 mln EURO, małe przedsiębiorstwa w których zatrudnienie nie przekracza 50 osób, a roczny obrót lub/i suma bilansowa wynosi od 2 do 10 mln EUR oraz średnie przedsiębiorstwa w których zatrudnienie

Tabela 7

Skutki finansowe rozliczania zobowiązania podatkowego VAT do Urzędu Skarbowego przez małego podatnika VAT według zasady kasowej

Skutki finansowe rozliczania zobowiązania podatkowego VAT
<ul style="list-style-type: none"> <li>– nie uregulowanie należności krótkookresowej z tytułu dostaw i usług nie wywołuje obowiązku podatkowego VAT w rozliczeniu z innym podatnikiem VAT, pozwala tym samym skorzystać z zewnętrznego państwowego nieodpłatnego źródła finansowania równego wartości podatku należnego VAT danej sprzedaży,</li> <li>– nie uregulowanie należności krótkookresowej z tytułu dostaw i usług pozbawia przedsiębiorstwo środków pieniężnych i może wywoływać zatory płatnicze,</li> <li>– nie uregulowanie należności krótkookresowej z tytułu dostaw i usług przez podmiot niebędący czynnym podatnikiem VAT wywołuje obowiązek podatkowy VAT w 180 dniu w wyniku czego przedsiębiorstwo kosztem utraty płynności finansowej finansuje budżet państwa,</li> <li>– spłata zobowiązania krótkookresowego z tytułu dostaw i usług umożliwia zmniejszenie zobowiązania podatkowego VAT,</li> <li>– kwartalne rozliczanie podatku VAT wiąże się z potrzebą dysponowania dość dużej kwoty zasobów gotówkowych odpowiadających sumie trzymiesięcznych zobowiązań podatkowych VAT,</li> <li>– wnikliwa analiza inkasa należności krótkookresowej z tytułu dostaw i usług oraz zapłaty zobowiązań z tytułu dostaw i usług może wiązać się z wyższymi kosztami usługi księgowej,</li> <li>– w rozliczeniach między małymi podatnikami VAT nie występuje potrzeba korzystania z korekty zwanej ulgą za złe długi,</li> <li>– w rozliczeniach między małym podatnikiem VAT a podmiotami niebędącymi czynnymi podatnikami VAT brak możliwości skorzystania z korekty zwanej ulgą za złe długi, powstają koszty windykacyjne lub sądowe,</li> <li>– wprowadzenie dyscypliny płatniczej między partnerami biznesowymi,</li> <li>– zminimalizowanie zatorów płatniczych między partnerami biznesowymi,</li> <li>– umożliwienie małym podatnikom VAT zachowanie płynności finansowej, kapitału obrotowego netto i poprawy kondycji majątkowo-finansowej,</li> <li>– zwolnienie środków pieniężnych wierzyciela z opcją inwestycji,</li> <li>– potrzeba przystosowania systemów księgowych do stosowania metody kasowej VAT co należy odnosić do dodatkowych kosztów przedsiębiorstwa.</li> </ul>

Źródło: opracowanie własne.

wynosi od 51 do 250 pracowników, roczny obrót zawiera się w granicach 10–50 mln EUR lub/i suma bilansowa w granicach 20–43 mln EUR [w:] „Official Journal of the European Union”, L 124/39 z 20.5.2003. W polskich przepisach definicja ta znajduje się w *Ustawie o swobodzie działalności gospodarczej (SDG) z 2 lipca 2004 r.*, DzU 2004, nr 173, poz. 1807, art. 104–106.

MSP pełnią rolę nośników ekonomicznego wzrostu oraz postępu technologicznego w szybko zmieniającym się otoczeniu i dlatego przyjmują miano siły napędowej gospodarki. MSP kreują nowe miejsca pracy, stanowią bazę dla pomysłów związanych z działalnością gospodarczą, wypełniają luki rynkowych potrzeb, szybko adoptują się do zmian w środowisku, przywiązują wagę do potencjału rozwojowego, charakteryzują się wysoką innowacyjnością, przyczyniają się do wzrostu konkurencyjności itd. A. Tokarski, M. Tokarski, G. Voss, *op. cit.*, s. 9–10.

## 2. ZAKOŃCZENIE

Wybór rozliczania podatku od towarów i usług (VAT) przez małego podatnika VAT w skali krajowej dyktowany jest zasadą wolności wyboru lub zasadami rachunkowości. Jednakże znajomość skutków finansowych jakie niesie ze sobą memoriałowe lub kasowe rozliczanie podatku VAT może ważyć na decyzji małego podatnika VAT o sposobie jego rozliczenia, celem usprawnienia zarządzania operacyjno-finansowego oraz poprawienia i zachowania płynności finansowej przedsiębiorstwa.

## BIBLIOGRAFIA

- Doing Business. Smarter Regulations for Small and Medium-Size Enterprises*, International Finance Corporation, The World Bank, 10th Edition, October 23, 2012.
- Firmy z kasowym VAT nieatrakcyjne dla biznesu*, „Dziennik Gazeta Prawna”, 18.10.2012 r., nr 203.
- Firmy z kasowym VAT nieatrakcyjne dla biznesu*, „Dziennik Gazeta Prawna”, 18.10.2012 r., nr 203.
- Gaudemet P. M., Molinier J., *Finanse publiczne*, PWE, Warszawa 2000.
- Gmytrasiewicz M., Karmańska A., *Rachunkowość Finansowa*, Difin, Warszawa 2004.
- Gos W., Hońko S., Szczypta P., *ABC sprawozdań finansowych, jak je czytać, interpretować i analizować*, CeDeWu, Warszawa 2010.
- Gos W., *Sprawozdawczość i rewizja finansowa*, Wydawnictwo Presspublica, Warszawa 2005.
- <http://www.mf.gov.pl>
- <http://www.mf.gov.pl/web/wp/budzet-panstwa/wplywy-budzetowe>
- Kiedy przysługuje zwrot VAT w terminie 25 dni?*, „Biuletyn Informacyjny dla Służb Ekonomiczno-Finansowych”, 20.06.2012 r., nr 18.
- Kolejna obniżka odsetek od zaległości podatkowych*, „Przegląd Podatku Dochodowego”, 01.02.2013 r., nr 3.
- Korzystne regulacje w VAT odnośnie nieterminowych płatności w sektorze budownictwa – odpowiedź Ministra Finansów na interpelację poselską*, „Serwis Podatkowy”, 10.09.2012 r., nr 9(201).
- Mały podatnik może korzystać z preferencji w VAT*, „Dziennik Gazeta Prawna” 2012, nr 170, 03.03.2012 r.
- Metoda kasowa na nowych zasadach małego podatnika*, „Dziennik Gazeta Prawna”, 19.01.2013 r.
- Niemczyk R., *Rachunkowość małych i średnich przedsiębiorstw*, Unimex Oficyna Wydawnicza, Wrocław 2012.
- Nowe zasady rozliczania VAT metodą kasową. VAT po zmianach w 2013 roku*, „Poradnik VAT”, 10.02.2013 r. (dodatek nr 3).
- Official Journal of the European Union, L 124/39 z 20.05.2003 r.
- Olchowicz I., *Podstawy rachunkowości*, Difin, Warszawa 2004.
- Olchowicz I., *Rachunkowość podatkowa*, Vademecum Rachunkowości, Difin, Warszawa 2011.
- Olchowicz I., *Rachunkowość podatkowa*, Vademecum Rachunkowości, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2011.
- Ostaszewski J., *Finanse*, Difin, Warszawa 2010.
- Sierpińska M., Wędzki D., *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.



- Sposób rozliczania faktur korygujących oznaczonych jako „Faktura VAT-MP”, „Poradnik VAT”, 10.02.2012, nr 5.*
- Tokarski A., Tokarski M., Voss G., *Księgowość w małej i średniej firmie. Uproszczone formy ewidencji*, CeDeWu, Warszawa 2011.
- Tokarski A., Tokarski M., Voss G., *Księgowość w małej i średniej firmie. Uproszczone formy ewidencji*, CeDeWu, Warszawa 2011.
- Ulga za złe długi w księgach, „Zeszyty Metodyczne Rachunkowości” 01.02.2013 r., nr 3.*
- Ustawa o swobodzie działalności gospodarczej (SDG) z 2 lipca 2004 r., DzU 2004, nr 173, poz. 1807.*
- Ustawa z dnia 11 marca 2004 r. o podatku od towarów i usług, DzU 2011, nr 177, poz. 1054 z póź. zm.*
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Ordynacja podatkowa, DzU 2005 nr 8, poz. 60 ze zm.*
- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, DzU 2009, nr 152, poz. 1223 z późn. zm.*
- VAT po zmianach w 2013 roku, „Poradnik VAT”, 10.02.2013 r. (dodatek nr 3).*

Magdalena Burzykowska

#### **FINANCIAL IMPLICATION CASH AND MEMORIAL ACCOUNT FOR VALUE ADDED TAX (VAT) BY SMALL TAXPLAYER IN A NATIONAL SCALE**

The main purpose of article is illustrating financial effects of accounting for value added tax (VAT) by small taxpayer in a national scale. Special attention focus on changing of financial liquidity and working capital of enterprise which it account for VAT cash and memorial methods.

This publication may be considered as fuller look upon tax aspect which creates financial development or destruction of companies.

**Key words:** small taxpayer, value added tax (VAT), cash and memorial methods, bad debts, financial liquidity, working capital.

## KSZTAŁTOWANIE STANDINGU FINANSOWEGO KLUBÓW PIŁKARSKICH NOTOWANYCH NA STOXX EUROPE FOOTBALL INDEX W LATACH 2007–2011 W ZALEŻNOŚCI OD OSIĄGANÝCH PRZEZ NIE REZULTATÓW SPORTOWYCH

### 1. WPROWADZENIE

We współczesnym świecie sport<sup>1</sup> jest bezcenną wartością cywilizacyjną, kulturową i społeczną. W rozwiniętych społeczeństwach jest on postrzegany jako dobro powszechne, dostępne w różnych formach – stosownie do możliwości i zainteresowań obywateli. Niepowtarzalny wymiar sportu wynika nie tylko z możliwości jego oddziaływania na kondycję fizyczną człowieka, ale także z pozytywnego wpływu na ludzką psychikę – poprzez pobudzanie takich idei, jak: duch współzawodnictwa, tolerancja i poszanowanie drugiej osoby, fair play itp. W ten sposób przyczynia się on do indywidualnego rozwoju oraz samorealizacji jego uczestników<sup>2</sup>.

Sport jest także składową polityki społecznej nowoczesnego państwa, stymulując wiele gałęzi gospodarki<sup>3</sup>. Może on służyć za narzędzie rozwoju lokalnego i regionalnego, przyczyniać się do tworzenia nowych miejsc pracy, wpływać na poprawę infrastruktury technicznej obszaru itp. „Rachunek Satelitarny Sportu dla Polski”, stworzony przez Instytut Statystyki Publicznej GUS w 2010 r.

---

\* Mgr, Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 90–214, ul. Rewolucji 1905 r. nr 41.

<sup>1</sup> W powszechnym znaczeniu sport rozumiany jest jako „wszelkie formy aktywności fizycznej, które poprzez uczestnictwo doraźne lub zorganizowane, stawiają sobie za cel wypracowanie lub poprawienie kondycji fizycznej lub psychicznej, rozwój stosunków społecznych lub osiągnięcie wyników sportowych na wszelkich poziomach” (*Biała Księga na Temat Sportu*, Komisja Wspólnot Europejskich, Bruksela 2007, s. 2).

<sup>2</sup> *Biała Księga...*, *op. cit.*, s. 3.

<sup>3</sup> *Strategia rozwoju sportu w Polsce do roku 2015* (zaktualizowana wersja Strategii rozwoju sportu do roku 2012 – cele i zadania, przyjętej przez Radę Ministrów 11 lutego 2003 r.), Ministerstwo Sportu, Warszawa 2007, s. 4.

zakłada, że wartość całkowita popytu w naszym kraju na dobra i usługi sportu wyniosła w 2006 r. 20,7 mld zł<sup>4</sup>. W ujęciu względnym było to równoważne udziałowi PKB sportu w całkowitym PKB Polski na poziomie 1,96%<sup>5</sup>. Z kolei w całej Unii Europejskiej w tym samym czasie sport w szerszym znaczeniu wytworzył aż 3,7% PKB i zagwarantował miejsce pracy dla blisko 5,4% siły roboczej Wspólnoty.

Zdaniem Międzynarodowej Federacji Piłki Nożnej (FIFA) piłkę nożną zawodowo uprawia około 270 mln zawodników oraz zawodniczek, którzy są zrzeszeni w blisko 500 tys. klubów piłkarskich<sup>6</sup>.

Analizując historię futbolu okazuje się, że w większości przypadków kluby piłkarskie powołane zostały przez lokalne społeczności, w których odgrywały i do tej pory odgrywają bardzo ważną rolę<sup>7</sup>. R. Tacon jest zadania, że klub piłkarski traktować można jako swoistą instytucję reprezentującą dany region i budującą lokalną tożsamość<sup>8</sup>. Z perspektywy kibiców, klub piłkarski był i pozostanie instytucją społeczną, kulturową, a nie rynkowym przedsiębiorstwem<sup>9</sup>. Trzeba jednak pamiętać, że w branży piłkarskiej występuje wielu „aktorów”, spośród których każdy ma swoje własne interesy i zapatrywania (zob. tab. 1).

Wydaje się jednak, że obecne funkcjonujące kluby piłkarskie są podobne jak nigdy dotąd do typowych przedsiębiorstw produkcyjnych bądź usługowych, nastawionych na generowanie zysku. Są one bowiem w stanie samodzielnie pozyskiwać i wydatkować środki pieniężne w oparciu o swoją działalność. Jedyną różnicą jest charakter branży, w której działają. Autorzy opracowań dotyczących tematyki biznesu w sporcie, tacy jak: M. Mosiądz i F. Roy, są zdania, że klub sportowy możemy po prostu traktować jak przedsiębiorstwo działające w specyficznej branży o bardzo wysokim ryzyku działalności, które wynika z uzależnienia przychodów klubu od uzyskanego wyniku sportowego<sup>10</sup>.

---

<sup>4</sup> *Rachunek satelitarny sportu dla Polski*, Instytut Statystyki Publicznej Głównego Urzędu Statystycznego, Warszawa 2010, s. 28.

<sup>5</sup> Jako podstawa niniejszych obliczeń zastosowana została tzw. „szeroka definicja sportu” uwzględniona w tzw. Definicji wileńskiej sportu. Szeroka definicja sportu obejmuje wszystkie istotne gałęzie przemysłu i rodzaje działalności bezpośrednio lub pośrednio związane ze sportem, dla których sport jest istotnym wkładem w ich funkcjonowanie (np. transmisje telewizyjne, produkcja gier komputerowych). Szerzej w: *Rachunek satelitarny...*, s. 11–12.

<sup>6</sup> Wyjaśnienie istoty „klubu sportowego” oraz „klubu piłkarskiego” znajduje się w dalszej części artykułu.

<sup>7</sup> Ł. Tusiński, *Trzy podstawowe funkcje w działalności klubów piłkarskich*, [http://www.marketingsportowy.pl/index.php?option=com\\_content&task=view&id=346](http://www.marketingsportowy.pl/index.php?option=com_content&task=view&id=346).

<sup>8</sup> R. Tacon, *Football and Social Inclusion: Evaluating Social Policy*, Football Governance Research Center, Research Paper 2005 No. 1.

<sup>9</sup> Ł. Tusiński, *op. cit.*

<sup>10</sup> M. Mosiądz, F. Roy, *Klub sportowy a przedsiębiorstwo – podejście do wyceny*, Fitz Roy Consulting & Investments, <http://fitz-roy.pl/BAZA-WIEDZY/Klub-sportowy-a-przedsiębiorstwo-podejscie-do-wyceny>.

Tabela 1

Zróżnicowanie interesów poszczególnych „aktorów” piłkarskiego biznesu

Aktorzy	Główne interesy	Znaczenie kwestii sportowych	Znaczenie kwestii biznesowych
Kluby	Odnoszenie sukcesów sportowych	+++	++
Związki	Zabezpieczenie gry (formalne, prawne, logistyczne itp.); podkreślanie znaczenia piłki nożnej jako dyscypliny sportowej	+++	++
Piłkarze	Gra na jak najwyższym poziomie; jak najwyższe zarobki	+++	+++
Rząd	Ochrona i podkreślanie wartości społecznych i kulturowych piłki nożnej	++	++
Sponsorzy	Czerpanie finansowych korzyści i profitów płynących ze sponsorowania	++	+++
Kibice	Bycie częścią sportowej wspólnoty; przeżywanie i spełnianie sportowych marzeń	+++	+
+ niewielkie znaczenie; ++ duże znaczenie; +++ bardzo duże znaczenie			

Źródło: opracowanie własne na podstawie: A. Buhler, *Football as an international business – an Anglo-German comparison*, „European Journal for Sport and Society” 2006, Vol. 3(1), Plymouth 2006, s. 33.

Osobliwy charakter rynku oraz produktu oferowanego przez kluby sportowe poruszyli także S. Hamil, J. Michie, C. Oughton, którzy w swojej publikacji nawiązali do fragmentu klasycznej analizy biznesu sportowego Rothenberga:

*Dwie grające ze sobą drużyny są jak dwie firmy wytwarzające jeden produkt. Na produkt finalny składa się gra (widowisko sportowe), jak również ludzie zebrani na trybunach. Przy określonej opłacie za wstęp na stadion, produktem jest widowisko sportowe powiększone o liczbę kibiców, którzy zapłacili za bilety. Jeżeli na trybunach jest 30 000 osób wynik finalny jest dwukrotnie większy niż przy piętnastotysięcznej frekwencji. W tej samej chwili, w jednym sensie drużyny ze sobą konkurują, a z drugiej strony współtworzą jedno przedsięwzięcie, którego sukces jest tym większy, o ile różnice pomiędzy poziomem sportowym zespołów są mniejsze<sup>11</sup>.*

Zasadniczym celem artykułu jest weryfikacja hipotezy stwierdzającej, że standing finansowy klubów piłkarskich notowanych na Stoxx Europe Football Index w latach 2007–2011 jest w bardzo dużym stopniu uzależniony od osiąga-

<sup>11</sup> Ł. Tusiński, *op. cit.*, [za:] S. Hamil, J. Michie, C. Oughton (red.), *A Game of Two Halves? The Business of Football*, Edynburg 1999.

nego przez nie wyniku sportowego. Weryfikacji empirycznej powyższej hipotezy towarzyszy następujące pytanie badawcze: czy dążenie klubów piłkarskich działających w formie sportowych spółek akcyjnych do osiągania jak największej liczby sukcesów sportowych motywowane jest wyłącznie przesłankami finansowymi?

Postawiona hipoteza badawcza poddana została weryfikacji empirycznej z wykorzystaniem wybranych miar oceny efektywności finansowej przedsiębiorstwa. Należą do nich:

- współczynnik ogólnego zadłużenia (wraz z dynamiką jego zmian),
- współczynnik pokrycia zobowiązań nadwyżką finansową,
- współczynnik rentowności netto,
- wskaźnik dynamiki sprzedaży.

Analiza korelacji zachodzących pomiędzy zastosowanymi miarami standingu finansowego klubów piłkarskich (które pozwoliły dokonać wstępnej oceny klubów z ich perspektywy finansowej), a rezultatami sportowymi uzyskanymi przez badane podmioty stanowi zasadniczą metodę weryfikacji empirycznej postawionej hipotezy badawczej.

## 2. KLUB SPORTOWY W UJĘCIU PRAWNYM

D. Dudek jest zdania, iż nie jest znana geneza oraz prawne aspekty funkcjonowania klubów sportowych<sup>12</sup>. Pierwsze *kluby* powstały w Anglii w drugiej połowie XVIII w. Łączyły one cele kultury fizycznej z celami towarzyskimi, hobbystycznymi, dyskusyjnymi, wychowawczymi, obywatelskimi, światopoglądowymi oraz politycznymi<sup>13</sup>.

W kontynentalnej części Europy w XVIII i XIX w. kluby nie istniały w ogóle. Ustawodawstwo niemieckie wydzielalo w tym czasie dwa typy zrzeszeń: towarzystwa (*Verein*) – o celach: zawodowych, oświatowych, wychowawczych, naukowych, kulturalnych i towarzyskich, jak również stowarzyszenia (*Genossenschaft*) – dążące do osiągnięcia bezpośrednich korzyści gospodarczo-zarobkowych<sup>14</sup>. W późniejszych latach w prawodawstwie europejskim pozostało jedynie „stowarzyszenie”, będące podstawową formułą prawną, na podstawie której zakładano organizacje działające w sferze kultury fizycznej. Ze

<sup>12</sup> D. Dudek, *Pojęcie klubu sportowego*, „Studia Humanistyczne” 2005, nr 5, Akademia Wychowania Fizycznego w Krakowie, Kraków 2005, s. 17.

<sup>13</sup> *Ibidem*, s. 24.

<sup>14</sup> D. Dudek, *Krytyczne tezy do naukowych badań nad sportem*, [w:] T. Jurek, K. Obołyński, S. Zaborniak (red.), *Z dziejów turystyki i sportu w Polsce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Rzeszowskiego, Rzeszów 2009, s. 287–305.

względu na rozwój nowożytnego sportu na europejską formułę prawną stowarzyszenia nałożono zwyczajową nazwę angielskiego klubu sportowego<sup>15</sup>.

W Polsce po raz pierwszy pojęcie *klubu sportowego* pojawiło się w związku z uchwaleniem *Ustawy z dnia 18 stycznia 1996 r. o kulturze fizycznej* (DzU 1996, nr 25, poz. 113). Ustawa to określała klub sportowy jako: „podstawową jednostkę organizacyjną realizującą cele i zadania w zakresie kultury fizycznej”. Zdaniem badaczy pod względem legislacyjnym było to sformułowanie błędne. D. Dudek jest zdania, że klub sportowy nie jest podmiotem prawa. Jest to jedynie zwyczajowa nazwa pewnej organizacyjnej formuły dopuszczonej prawem<sup>16</sup>. Może on funkcjonować jako:

- stowarzyszenie,
- stowarzyszenie kultury fizycznej,
- uczniowski klub sportowy,
- sportowa spółka akcyjna,
- inna forma organizacyjna uwzględniona w polskim prawie.

Ustawa stanowi przy tym, że klub sportowy „może działać jako osoba prawna utworzona na podstawie odrębnych przepisów albo jako osoba fizyczna będąca przedsiębiorcą w rozumieniu przepisów *Ustawy z dnia 2 lipca 2004 r. o swobodzie działalności gospodarczej* (DzU 2004, nr 173, poz. 1807)”.

Przedstawione informacje wyraźnie ukazują, że pojęcie klubu sportowego jest niezwykle szerokie i ma ono bardziej wymiar potoczny (funkcjonujący w języku pisanym i mowie codziennej), aniżeli prawny. W niniejszym artykule pojawia się również sformułowanie „klub piłkarski”. W literaturze przedmiotu nie występuje definicja „klubu piłkarskiego”. Zdaniem autora jest to po prostu klub sportowy, który bierze udział w szeroko rozumianych rozgrywkach piłkarskich. Należy przy tym podkreślić, iż niejednokrotnie kluby piłkarskie stanowią jedynie część (sekcję) klubu sportowego.

### 3. ISTOTA WARTOŚCI KLUBU PIŁKARSKIEGO

Na wartość klubu piłkarskiego wpływ ma szereg determinant<sup>17</sup>. Oprócz czynników typowych dla większości przedsiębiorstw (takich jak: sposób wykorzystania aktywów, sposób zarządzania, potencjał wzrostu, przychody i koszty

<sup>15</sup> *Ibidem*.

<sup>16</sup> D. Dudek, *Zarys dziejów i organizacja stowarzyszeń kultury fizycznej*, „Studia i Monografie” 2000, nr 16, Akademia Wychowania Fizycznego w Krakowie, Kraków 2000, s. 105.

<sup>17</sup> Wartość firmy to suma wartości materialnych i niematerialnych, gdzie wartości materialne to posiadany przez firmę majątek, czyli wszystkie aktywa ewidencjonowane w bilansie pomniejszone o zobowiązania, a wartości niematerialne to nadwyżka wartości rynkowej składników firmy (W. Grudzewski, I. Hejduk, *Restrukturyzacja firmy jako kierunek wzrostu jej wartości*, [w:] A. Herman, A. Szablewski (red.), *Zarządzanie wartością firmy*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 1999, s. 200–201).

płynące z działalności operacyjnej itd.), wyróżnić można takie determinanty, które są charakterystyczne dla podmiotów działających na rynku sportowym. Do najważniejszych z nich zaliczyć należy:

- sukcesy sportowe (zarówno te osiągnięte w przeszłości, obecne, jak i te oczekiwane w przyszłości),
- piłkarzy oraz sztab szkoleniowy,
- sponsorów strategicznych,
- liczbę kibiców,
- markę klubu<sup>18</sup>.

Zdaniem autora współczesne profesjonalne kluby piłkarskie działające w formie sportowych spółek akcyjnych powinny być w stanie samodzielnie pozyskiwać środki pieniężne w oparciu o swoją działalność. Jednocześnie ich zdolność do generowania gotówki jest w ogromnej mierze uzależniona od osiągniętych rezultatów sportowych. Satisfakcjonujące wyniki sportowe przekładają się bowiem na uzyskiwane przez kluby wpływy: ze sprzedaży biletów, reklam oraz praw do transmisji meczów.

Oczywiście osiągnięte rezultaty sportowe mają wpływ na liczbę kibiców, których dany klub posiada. Z punktu widzenia organizacji to właśnie kibic–klient stanowi najcenniejsze źródło tworzenia wartości przedsiębiorstwa. Jest on „najcenniejszy”, ponieważ generuje przychody, niezbędne do egzystencji i rozwoju przedsiębiorstwa oraz tworzy warunki dla bezpiecznego obrotu i wzrostu gospodarczego<sup>19</sup>. Największe kluby piłkarskie świata posiadają rzesze swoich stałych sympatyków, którzy poprzez szeroko pojmowane kibicowanie (zakup biletów gwarantujących uczestnictwo w imprezach sportowych z ich udziałem, nabywanie pamiątek sportowych itp.) aktywnie uczestniczą w ich ekonomicznym funkcjonowaniu. W 2010 r. aż 57,8 mln kibiców z całego świata zadeklarowało, że ich ulubionym klubem piłkarskim jest F.C. Barcelona. Na kolejnych miejscach znalazły się natomiast: Real Madryt (31,3 mln kibiców) oraz Manchester United (30,5 mln kibiców)<sup>20</sup>. Dane te wyraźnie pokazują, że piłka nożna na przestrzeni ostatnich lat przeistoczyła się w wielki biznes skupiający uwagę milionów ludzi.

Według globalnego rankingu klubów piłkarskich Football Money League przygotowanego przez firmę doradcą Deloitte, łączne przychody największych dwudziestu klubów piłkarskich świata wzrosły w sezonie 2010/2012 o 3% w porównaniu z wcześniejszym sezonem (zob. tab. 2). Ich stopa wzrostu dwukrotnie przekroczyła tempo rozwoju gospodarek, które reprezentują, zaś łączne

---

<sup>18</sup> M. Głodowski, *Wycena klubu piłkarskiego na przykładzie Juventus Turyn*, [w:] M. Panfil, A. Szablewski (red.), *Wycena przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki*, Wydawnictwo Poltex, Warszawa 2010, s. 612.

<sup>19</sup> W. Skoczylas (red.), *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007, s. 206.

<sup>20</sup> Informacje zaczerpnięte z portalu [www.sportundmarkt.de](http://www.sportundmarkt.de).

przychody przekroczyły kwotę 4,4 mld euro<sup>21</sup>. Należy przy tym podkreślić, że dane w momencie sporządzania raportu nie były oficjalnie potwierdzone (przed dokonaniem analizy Deloitte nie przeprowadził weryfikacji ani audytu informacji zawartych w sprawozdaniach finansowych i innych źródłach stanowiących podstawę publikacji). Wykazywane przychody nie uwzględniają opłat z tytułu transferu zawodników, podatku VAT oraz podatku obrotowego<sup>22</sup>.

Tabela 2

Najbogatsze kluby piłkarskie świata według Deloitte w 2011 r. (kwoty podane w mln euro)

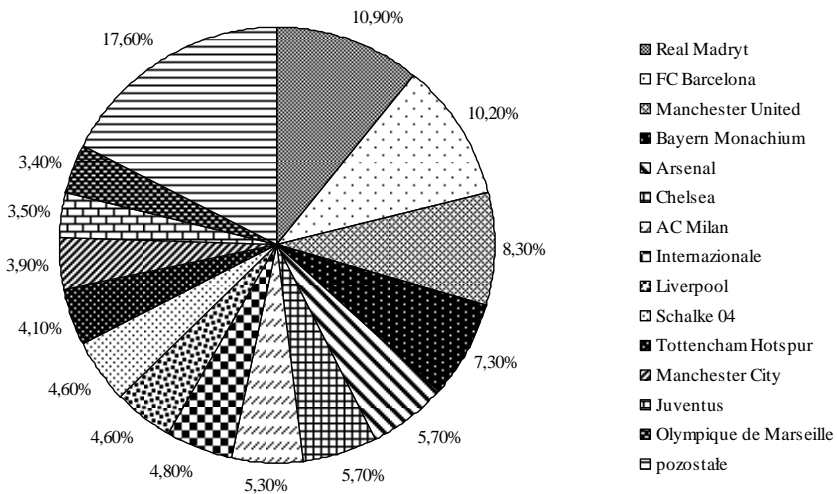
Lp.	Klub piłkarski	Kraj	Przychody w sezonie 2009/2010	Przychody w sezonie 2010/2011
1	Real Madryt	Hiszpania	438,6	479,5
2	FC Barcelona	Hiszpania	398,1	450,7
3	Manchester United	Anglia	349,8	367,0
4	Bayern Monachium	Niemcy	323,0	321,4
5	Arsenal	Anglia	274,1	251,1
6	Chelsea	Anglia	255,9	249,8
7	AC Milan	Włochy	244,0	235,1
8	Internazionale	Włochy	224,8	211,4
9	Liverpool	Anglia	225,3	203,3
10	Schalke 04	Niemcy	139,8	202,4
11	Tottenham Hotspur	Anglia	146,3	181,0
12	Manchester City	Anglia	152,8	169,6
13	Juventus	Włochy	205,0	153,9
14	Olympique de Marseille	Francja	141,1	150,4
15	AS Roma	Włochy	122,7	143,5
16	Borussia Dortmund	Niemcy	105,2	138,5
17	Olympique Lyonnais	Francja	146,1	132,8
18	Hamburger SV	Niemcy	146,2	128,8
19	Valencia	Hiszpania	99,3	116,8
20	SSC Napoli	Włochy	91,6	114,9

Źródło: opracowanie własne na podstawie Deloitte Football Money League 2012.

<sup>21</sup> Informacje zaczerpnięte z portalu:  
[http://www.deloitte.com/view/pl\\_PL/pl/branze/sport/3e90b369f5d55310VgnVCM3000001c56f00aRCRD.htm](http://www.deloitte.com/view/pl_PL/pl/branze/sport/3e90b369f5d55310VgnVCM3000001c56f00aRCRD.htm).

<sup>22</sup> Więcej informacji o metodologii badań można znaleźć na portalu internetowym Deloitte  
[http://www.deloitte.com/view/pl\\_PL/pl/branze/sport/3e90b369f5d55310VgnVCM3000001c56f00aRCRD.htm](http://www.deloitte.com/view/pl_PL/pl/branze/sport/3e90b369f5d55310VgnVCM3000001c56f00aRCRD.htm).





Rys. 1. Udział wybranych klubów piłkarskich w zestawieniu najbogatszych klubów piłkarskich świata według Deloitte w 2011 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Deloitte Football Money League 2012.

Dane przedstawione w tab. 2 oraz rys.1 wyraźnie sugerują, że największe przychody generują kluby piłkarskie z Hiszpanii, Anglii i Włoch oraz (w nieco mniejszym zakresie) z Niemiec i Francji. Pojawia się jednak pytanie, w jaki sposób należy odczytywać te informacje? Wystarczy wspomnieć, że długi wszystkich hiszpańskich klubów piłkarskich na chwilę obecną szacowane są na kwotę 4 mld euro (w tym 752 mln euro względem Skarbu Państwa). Łączne długi Realu Madryt i FC Barcelony, a więc klubów mających największe przychody, wynoszą ponad 750 mln euro. Oczywiście, są one w stanie w trakcie sezonu wygenerować wpływy, które starczą na spłacanie rat, funkcjonowanie klubu i utrzymanie infrastruktury. Są one często wspomagane przez banki, które pomagają w transferach, ponieważ uważają, że dochody ich kredytobiorcy nie spadną nigdy poniżej pewnego określonego poziomu<sup>23</sup>. Jednak pozostała część klubów piłkarskich w Hiszpanii balansuje na skraju bankructwa. Wiele klubów skorzystało z tzw. „Ley Concursal”, tj. prawa, które umożliwia przesunięcie spłaty długu w czasie bez konieczności ogłoszenia bankructwa<sup>24</sup>. We Włoszech w 2012 roku zadłużenie najwyższej ligi włoskiej Serie A wzrosło o 14% do kwoty 2,6 mld euro. Na 107 wszystkich klubów piłkarskich tylko 19 odnotowało

<sup>23</sup> Więcej informacji na stronie internetowej [www.transfery.info/51673,dlugi-zniszcza-pilka-rska-europe-hiszpania](http://www.transfery.info/51673,dlugi-zniszcza-pilka-rska-europe-hiszpania).

<sup>24</sup> Więcej informacji na stronie internetowej <http://sport.onet.pl/pilka-nozna/liga-hiszpanska/primera-division-ogromne-dlugi-pilkarze-nie-otrzym,1,4655162,wiadomosc.html>.

zysk netto. Juventus Turyn, Inter Mediolan oraz A.C. Milan łącznie są zadłużone na kwotę około 800 mln euro<sup>25</sup>. Podobna sytuacja panuje w Anglii.

Na tym polu znacznie lepiej wypadają kluby piłkarskie z Niemiec i Francji. Bayern Monachium w praktyce jest wolny od długu. Borussia Dortmund (której w 2005 r. groziło bankructwo) w 2011 r. wykazała dług wynoszący zaledwie 56 mln euro<sup>26</sup>. Analitycy uważają, że w 2012 r. zostanie on wyraźnie zmniejszony. We Francji z kolei działa instytucja kontrolująca finanse zawodowych klubów piłkarskich (Direction National du Control de Gestion). Istnieje ona od 1984 r. i zasiadają w niej prawnicy, finansiści, księgowi – osoby niezależne od organizatorów francuskiej ligi zawodowej. Podczas przerwy między rozgrywkami kluby są wzywane przez DNCG i muszą przedstawić sprawozdanie finansowe z minionego sezonu oraz przedstawić plan budżetu na kolejny rok rozgrywek. Kluby przynoszące straty są zobowiązane do ich pokrycia. Jeżeli nie są w stanie uregulować zadłużenia, to nakładane są na nie sankcje, takie jak: zakaz przeprowadzania transferów, kontrola wydatków, karna degradacja (spotkała ona m. in. uznane drużyny piłkarskie, takie jak: Bordeaux czy Strasburg)<sup>27</sup>. W czasie trwającego kryzysu gospodarczego wiele piłkarskich klubów we Francji zaczyna popadać w zadłużenie. Jest ono jednak niewspółmiernie niższe aniżeli zadłużenie klubów angielskich, hiszpańskich i włoskich.

Celem artykułu nie jest dokonywanie teoretycznych rozważań nad możliwościami oszacowania wartości klubu piłkarskiego (zwłaszcza jego aktywów). Intencją autora jest jedynie zasygnalizowanie, że precyzyjne dokonanie takiej wyceny jest zadaniem dość skomplikowanym. W literaturze przedmiotu spotkać się można ze stwierdzeniami, że do chwili obecnej nie znaleziono jednej (dobrej) metody służącej do kalkulowania wartości przedsiębiorstw sportowych. Trudności z odpowiednim dokonaniem takiej wyceny mogą przyczynić się z kolei do pewnych problemów z określaniem standingu finansowego badanych klubów.

Podjmując kwestię wartości klubu piłkarskiego należy wspomnieć o istotnym problemie związanym z metodologią jej przeprowadzania. Popularna w dziedzinie finansów przedsiębiorstw metoda wyceny za pomocą zdyskontowanych przepływów pieniężnych wydaje się być nieodpowiednia dla klubów piłkarskich, ponieważ występuje wysoka niepewność co do osiągnięcia przychodów z tytułu transferów zawodników oraz przychodów z tytułu sukcesów drużyny na arenie krajowej i międzynarodowej<sup>28</sup>. Analizując historię futbolu bardzo łatwo zauważyć, że niejednokrotnie wysokie wydatki za zakup zawodników w żadnym stopniu nie wpłynęły na osiągnięte przez klub wyniki sportowe.

<sup>25</sup> Raport Calcio 2012, Federcalcio FIGC, Rzym 2012

<sup>26</sup> Więcej informacji na stronie internetowej [http://sportplus.dbv.pl/viewpage.php?page\\_id=68](http://sportplus.dbv.pl/viewpage.php?page_id=68).

<sup>27</sup> Więcej informacji na stronie internetowej <http://sportcom.pl/aktualnosci/czytaj/problemy-finansowe-klubow-ligue-1-i-nie-tylko/>.

<sup>28</sup> M. Głódowski, *op. cit.*

Dlatego też, do wyceny klubów piłkarskich stosować można dwie inne metody, a mianowicie:

- metodę mnożnikową (przy użyciu takich wskaźników jak: cena/sprzedaż – P/S, a także wartość przedsiębiorstwa/zysk operacyjny przed opodatkowaniem, potrąceniem odsetek, deprecjacją i amortyzacją – EV/EBITDA),
- metodę porównawczą (w tym przypadku bardzo ważny jest wybór odpowiednich – podobnych do siebie – klubów piłkarskich)<sup>29</sup>.

Określając wartość rynkową przedsiębiorstwa sportowego najwięcej problemów można napotkać podczas dokonywania wyceny jego marki, a przede wszystkim podczas wyceny praw do rejestracji piłkarzy i sztabu szkoleniowego.

Klub decydując się na „zakup” nowego piłkarza zazwyczaj jest zobowiązany do zapłaty określonej kwoty pieniędzy na rzecz poprzedniego klubu piłkarza za umożliwienie jego „odsprzedaży”. Od momentu podpisania umowy transferowej zawodnik, a dokładniej prawo do jego karty zawodniczej staje się elementem majątku (aktywów) klubu. Jak mówi ustawa z *Ustawa o rachunkowości* (DzU 1994, nr 121, poz. 591) wartościami niematerialnymi i prawnymi są nabyte przez jednostkę, zaliczane do aktywów trwałych, prawa majątkowe nadające się do gospodarczego wykorzystania, o przewidywanym okresie ekonomicznej użyteczności dłuższym niż rok, przeznaczone do używania na potrzeby jednostki, a w szczególności autorskie prawa majątkowe, prawa pokrewne, licencje, koncesje, prawa do wynalazków, patentów, znaków towarowych, wzorów użytkowych oraz zdobniczych oraz know-how. Natomiast według MSR 38 wartości niematerialne uważane są za nieposiadające postaci fizycznej niepieniężne składniki aktywów, które są możliwe do zidentyfikowania. Muszą one pozostawać pod kontrolą jednostki i zgodnie z przewidywaniami powinny w przyszłości przynosić korzyści ekonomiczne.

Biorąc pod uwagę powyższe kryteria odnoszące się do wartości niematerialnych wydaje się, że są one spełnione w przypadku praw do kart zawodniczych nabywanych przez kluby. Powoduje to, że należy je ujmować w bilansie jako składnik aktywów tych jednostek. Klub, płacąc określoną kwotę innemu klubowi za danego piłkarza, nabywa jego kartę zawodniczą i uzyskuje prawo do negocjowania z nim indywidualnego kontraktu<sup>30</sup>.

Zdaniem autora, odpowiednia wycena piłkarza jako aktywa przedsiębiorstwa nie jest kwestią łatwą i jednoznaczną. W chwili przeprowadzania transferu bardzo ciężko jest osądzić, czy wydatkowana na danego zawodnika kwota zwróci się w przyszłości, czy też nie. Nie da się przewidzieć ewentualnych kontuzji piłkarzy, ich zniżek formy itp. Niektóre kluby piłkarskie dokonują odpisów z tytułu utraty wartości kart zawodniczych, jeżeli ich wartość bilansowa jest

<sup>29</sup> *Ibidem*, s. 616.

<sup>30</sup> K. Maksymiuk, *Cristiano Ronaldo w sprawozdaniu finansowym, czyli o wartościach niematerialnych w klubach piłkarskich*, „BDO Podatki i Rachunkowość” 2008, nr 8(10), [www.bdo.pl](http://www.bdo.pl).

wyższa od wartości możliwej do uzyskania<sup>31</sup>. Z kolei, jeśli klub piłkarski pozyska piłkarza na zasadzie tzw. wolnego transferu<sup>32</sup>, to jego karta nie podlega wycenieniu bilansowej. Nie oznacza to przy tym, że pozyskany za darmo zawodnik będzie bezużyteczny. Wręcz przeciwnie – klub będzie mógł w pełni korzystać z jego umiejętności sportowych, a w przyszłości może nawet sprzedać jego kartę za znaczną kwotę pieniędzy.

#### 4. CHARAKTERYSTYKA SPORTOWYCH SPÓŁEK AKCYJNYCH NOTOWANYCH NA THE STOXX EUROPE FOOTBALL BIORĄCYCH UDZIAŁ W BADANIU

Stoxx Europe Football Index jest indeksem giełdowym obejmującym wszystkie kluby piłkarskie, które są notowane na giełdach w kontynentalnej części Europy oraz w Szkocji. Utworzony został przez agencję Dow Jones w 2002 r. Początkowo obejmował 33 podmioty, dziś po 10 latach istnienia skupia 21 klubów piłkarskich, do których należy zaliczyć (w kolejności alfabetycznej): Aalborg BK (Dania), AFC Ajax (Holandia), AIK Sztokholm (Szwecja), Aarhus Elite (Dania), AS Roma (Włochy), Besiktas JK (Turcja), Borussia Dortmund (Niemcy), Broendby IF (Dania), Celtic FC (Szkocja), Fenerbahce SK (Turcja), FC Porto (Portugalia), Galatasaray SK (Turcja), Juventus Turyn (Włochy), Lazio Rzym (Włochy), Olympique Lyon (Francja), Parken Sport & Entertainment (Dania), Ruch Chorzów (Polska), Silkeborg IF (Dania), SL Benfica (Portugalia), Sporting Lizbona (Portugalia) oraz Trabzonspor Kulubu (Turcja).

Dla celów niniejszego opracowania w próbie badawczej wzięły udział wyłącznie te kluby notowane na Stoxx Europe Football Index, które należą do jednej z dziesięciu najsilniejszych europejskich lig piłkarskich (według rankingu Country-Ranking sporządzanego corocznie przez Unię Europejskich Związków Piłkarskich UEFA – tab. 3)<sup>33</sup>. Dzięki temu wyodrębniono te podmioty sportowe, które są bardziej rozpoznawalne i dla których (przy zastosowaniu metody eksperckiej) można było w bardziej obiektywny i rzetelny sposób ocenić osiągnięte w poszczególnych sezonach rezultaty sportowe. Dodatkowo, do badań włączono jedyne polskiego przedstawiciela klubów piłkarskich notowanych na Stoxx Europe Football Index tj. Ruch Chorzów.

<sup>31</sup> *Ibidem*.

<sup>32</sup> Zawodnik nie jest związany kontraktem z żadnym innym klubem i można go pozyskać bez konieczności zapłaty sumy odstępnego.

<sup>33</sup> Country Ranking jest rankingiem mierzącym siłę poszczególnych krajowych lig Europy na podstawie występów drużyn klubowych reprezentujących te ligi w europejskich pucharach (Liga Mistrzów oraz Liga Europy). Za każde zwycięstwo lub remis drużyny klubowej z danego państwa przyznawane są punkty według odpowiedniego sposobu punktowania. Więcej informacji na stronie internetowej [www.country-rating.com](http://www.country-rating.com).

Tabela 3

Najsilniejsze piłkarskie ligi Europy według UEFA w sezonie 2012/2013

Miejsce w rankingu	Kraj	Kluby reprezentujące daną ligę notowane na Stoxx Europe Football Index
1	Hiszpania	–
2	Anglia	–
3	Niemcy	Borussia Dortmund
4	Włochy	AS Roma, Juventus Turyn, Lazio Rzym
5	Portugalia	FC Porto, SL Benfica Lizbona, Sporting Lizbona
6	Francja	Olympique Lyon
7	Holandia	Ajax Amsterdam
8	Ukraina	–
9	Rosja	–
10	Grecja	–
<b>...18</b>	<b>Polska</b>	<b>Ruch Chorzów</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie Country-Ranking UEFA.

Krótką charakterystyka działalności przyjętych do badań klubów sportowych wskazuje, że:

1. Borussia Dortmund jest klubem mającym na swoim koncie: osiem tytułów mistrzowskich i trzy puchary Niemiec, Puchar Zdobywców Pucharów, Puchar Mistrzów<sup>34</sup> oraz Puchar Interkontynentalny. W dniu 1 lipca 1999 r. klub Borussia Dortmund został zarejestrowany na giełdzie jako spółka akcyjna Borussia Dortmund GmbH & Co.

2. AS Roma jest klubem, który trzykrotnie zdobył mistrzostwo Włoch, dziewięciokrotnie Puchar Włoch, a także jednokrotnie Puchar Miast Targowych. W 1999 r., gdy funkcję prezesa klubu sprawował F.Sensi, AS Romę przekształcono w spółkę akcyjną.

3. Juventus Turyn jest najbardziej utytułowanym klubem we Włoszech. Klub ma na swoim koncie dwadzieścia osiem tytułów mistrza kraju i dziewięć Pucharów Włoch. W rozgrywkach międzynarodowych zespół zwyciężył dwa razy w Pucharze Mistrzów, zdobył jeden Puchar Zdobywców Pucharów, a także trzy Puchary UEFA. Na włoskiej giełdzie Borsa Italiana klub notowany jest od 3 grudnia 2001 r.

4. Lazio Rzym powszechnie uważany jest za największy klub sportowy w Europie, ponieważ posiada aż 41 sekcji sportowych. Spośród nich najważniejsze sukcesy odnosiła sekcja piłkarska. Wywalczyła ona dwa tytuły mistrza krajowego, pięć Pucharów Włoch, Puchar Zdobywców Pucharów oraz Superpuchar

<sup>34</sup> Funkcjonująca od 1992 r. Liga Mistrzów traktowana jest jako naturalna następczyni Pucharu Mistrzów i w opracowaniu nie jest wyróżniana oddzielnie.

Europy. Lazio, jako pierwszy włoski klub piłkarski, przekształcony został w sportową spółkę akcyjną notowaną na giełdzie. Miało to miejsce w 1998 r.

5. FC Porto jest jednym z najbardziej utytułowanych klubów piłkarskich w Europie. Dwadzieścia pięć razy wywalczył Mistrzostwo Portugalii, dziewiętnaście razy zdobywał Puchar Portugalii. Ponadto FC Porto dwukrotnie wygrało Puchar Europy, dwukrotnie zdobyło Puchar UEFA oraz święciło triumf w Lidze Europa, jako jedyny zespół portugalski. W 1998 r. klub przekształcono z spółkę akcyjną. Obecnie notowany jest na giełdzie portugalskiej Euronex Lisbon.

6. Benfica Lizbona jest siedmiokrotnym piłkarskim finalistą i dwukrotnym zdobywcą Pucharu Europy, 32-krotnym mistrzem Portugalii i 24-krotnym triumfotorem krajowego pucharu. W 2000 roku utworzono spółkę akcyjną o nazwie Sport Lisboa e Benfica-Futebol SAD, która od maja 2007 roku jest notowana na głównym indeksie giełdowym Euronex Lisbon.

7. Sporting Lizbona to 22-krotny mistrz Portugalii, 14-krotny zdobywca Pucharu Portugalii, jak również zdobywca Pucharu Zdobywców Pucharów. Od 1998 r. sekcja piłkarska klubu funkcjonuje jako spółka akcyjna notowana na giełdzie Euronex Lisbon.

8. Olympique Lyon jest siedmiokrotnym mistrzem Francji oraz pięciokrotnym zdobywcą krajowego Pucharu. Klub nie osiągnął dotychczas spektakularnych sukcesów na arenie międzynarodowej, lecz zaliczany jest do grona największych i najbogatszych klubów piłkarskich w Europie. 8 lutego 2007 r. Olympique Lyon stał się pierwszym francuskim klubem, którego akcje można było kupić w ofercie publicznej. Notowany jest na paryskiej giełdzie.

9. Ajax Amsterdam to 31-krotny zdobywca mistrzostwa Holandii i 18-krotny triumfator Pucharu Holandii. Klub ten odniósł ponadto liczne sukcesy na arenie międzynarodowej: czterokrotnie zdobywał Puchar Mistrzów, trzykrotnie Superpuchar Europy, dwukrotnie Puchar Interkontynentalny, zaś jednokrotnie: Puchar UEFA i Puchar Zdobywców Pucharów. Na amsterdamskim indeksie giełdowym Euronex notowany jest od 1998 r.

10. Ruch Chorzów jest (obok Górnika Zabrze) najbardziej utytułowanym klubem piłkarskim w Polsce. Mistrzostwo kraju zdobywał 14-krotnie, trzy razy zdobywał też Puchar Polski. Jako spółka akcyjna Ruch Chorzów został zarejestrowany w 2004 r., zaś 10 grudnia 2008 r., jako pierwszy klub piłkarski w Polsce, zadebiutował na rynku NewConnect<sup>35</sup>.

---

<sup>35</sup> Przygotowania władz klubu do wejścia na giełdę trwały około roku. Przed debiutem podwyższono kapitał zakładowy poprzez emisję (w ramach subskrypcji prywatnej) 2,8 mln akcji. Około 1,74 mln (akcje serii G po cenie emisyjnej równej 1 zł) nabyli ówcześni główni akcjonariusze klubu – Mariusz Klimek i Dariusz Smagorowicz. Pozostałe akcje, po nominalnej cenie wynoszącej 1,7 zł, trafiły do kolejnych 14 inwestorów. Z ich emisji pozyskano około 1,8 mln zł kapitału. Kurs akcji klubu wzrósł na otwarciu w pierwszym dniu notowań na o 35,29 proc. do kwoty 2,3 zł za akcję. Na przestrzeni lat zauważyć można jednak niekorzystną tendencję polegającą na znacznym spadku wartości akcji Ruchu Chorzów SA. Według stanu na 21.09.2012 r. kurs akcji

## 5. OCENA STANDINGU FINANSOWEGO KLUBÓW PIŁKARSKICH NOTOWANYCH NA THE STOXX EUROPE FOOTBALL

Standing finansowy przedsiębiorstwa to pojęcie ukazujące konkurencyjną pozycję przedsiębiorstwa na rynku, jego wiarygodność i siłę ekonomiczną, która kształtuje poziom zaufania kontrahentów oraz opinie o danym podmiocie gospodarczym<sup>36</sup>. W szerokim ujęciu rozumiany jest jako sytuacja finansowa podmiotu gospodarczego, której wyznacznikami są zasoby majątkowe, nowoczesność procesu technologicznego i produktów, jakość personelu, wyposażenie w kapitał, sprawność zarządzania, osiągnięte wyniki, dostęp do efektywnych źródeł finansowania, siła rynkowa, charakter branży, lojalność kontrahentów, reputacja, wiarygodność itp.<sup>37</sup>

W literaturze przedmiotu dotychczas nie wydzielono mierników standingu finansowego, które wyraźnie odnosiłyby się do specyfiki klubów sportowych jako podmiotów gospodarczych. Przykładowo, w raporcie „Ekstraklasa piłkarskiego biznesu 2011”, stworzonym przez firmę audytową Ernst & Young, przy sporządzaniu rankingu klubów Ekstraklasy z perspektywy finansowej posłużono się szeregiem kryteriów, którym w następnej kolejności przypisano określone wagi (zob. tab. 4).

Tabela 4

Kryteria uwzględniane przy ocenie klubów Ekstraklasy z perspektywy finansowej w 2011 r.

Lp.	Kryterium	Waga
1.	Wysokość przychodów w 2010 r.	25%
2.	Wskaźnik dywersyfikacji przychodów w 2010 r.	15%
3.	Wskaźnik obciążenia majątku zobowiązaniami na koniec 2010 r.	15%
4.	Wskaźnik rentowności netto w 2010 r.	15%
5.	Wskaźnik płynności bieżącej na koniec 2010 r.	10%
6.	Suma aktywów trwałych według bilansów klubów na koniec 2010 r.	10%
7.	Wskaźnik płynności gotówkowej na koniec 2010 r.	5%
8.	Dynamika przychodów w latach 2009–2010	5%

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu „Ekstraklasa piłkarskiego biznesu 2011”.

Należy pamiętać, iż przedstawione kryteria znalazły zastosowanie przy ocenie klubów piłkarskich występujących w tej samej lidze i co za tym idzie w podobnym otoczeniu sportowym, ekonomicznym, marketingowym itp.

wynosił 0,84 zł. Świadczy to o fakcie, iż od momentu debiutu na giełdzie akcje klubu straciły na wartości ponad 42%.

<sup>36</sup> W. Bień, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 1991, s. 81.

<sup>37</sup> *Słownik Ekonomiczny PWN*, serwis internetowy PWN Biznes [www.biznes.pwn.pl](http://www.biznes.pwn.pl).

Znaczna część z nich nie będzie uwzględniana przy ocenie standingu finansowego klubów piłkarskich notowanych w indeksie Stoxx Europe Football. Jest to spowodowane faktem, że badane podmioty są przedstawicielami rozmaitych lig piłkarskich, które są zróżnicowane pod wieloma względami. Bardzo ciężko jednoznacznie porównać wysokość przychodów osiąganych np. przez Juventus Turyn i Ajax Amsterdam. Włoskie kluby piłkarskie generalnie charakteryzują się większymi przychodami, aniżeli kluby z Holandii. Jednocześnie ponoszą one wyższe koszty związane z prowadzeniem działalności operacyjnej. Zdaniem autora, dopiero zestawienie obu tych pozycji finansowych może pozwolić na pełniejsze spojrzenie na finansową perspektywę danego podmiotu. Podobna sytuacja zachodzi w przypadku wskaźnika dywersyfikacji przychodów. We wspomnianym raporcie „Ekstraklasa piłkarskiego biznesu 2011” premiowano te kluby, które były w stanie generować zbliżony poziom przychodów z różnych źródeł, wśród których żaden nie dominował istotnie nad pozostałymi<sup>38</sup>. Praktyka biznesowa klubów piłkarskich z różnych lig Europy jest jednak zdecydowanie inna. Przykładowo, FC Porto od lat uchodzi za wzór klubu piłkarskiego, który funkcjonuje w głównej mierze w oparciu o „zakup” piłkarzy za stosunkowo niską kwotę, a następnie ich „odsprzedaż” za sumę wielokrotnie wyższą. Ponadto uzyskiwane przez portugalskie kluby kwoty za sprzedaż praw do transmisji meczów nigdy nie będą tak duże, jak w przypadku klubów z Anglii, Niemiec czy Włoch.

Do badania struktury finansowania przedsiębiorstwa wykorzystywane są miary zadłużenia. Określają poziom jego zadłużenia i tym samym oceniają jego wypłacalność w długim okresie<sup>39</sup>. W analizie wykorzystano następujące mierniki zadłużenia<sup>40</sup>:

– *współczynnik ogólnego zadłużenia*, który stanowi relację zobowiązań ogółem do całkowitych aktywów przedsiębiorstwa i wyraża udział kapitałów obcych w finansowaniu aktywów. Wysokie poziomy współczynnika (powyżej 0,5) oznaczają duży udział długu w działalności przedsiębiorstwa i przez to znaczne ryzyko ewentualnego bankructwa w wypadku pogorszenia się koniunktury<sup>41</sup>.

<sup>38</sup> We wspomnianym opracowaniu niską pozycję zajmują kluby których znacząca część przychodów pochodzi w większości od jednego sponsora, bądź których finansowanie opiera się w przeważającej części na wpływach z praw telewizyjnych. Więcej w: *Ekstraklasa piłkarskiego biznesu 2011*, Ernst & Young, Warszawa 2011, s. 5.

<sup>39</sup> T. Waśniewski, W. Skoczyła, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, WSB, Poznań, 1997, s. 55.

<sup>40</sup> Szczególna uwaga skupiona została na dynamice oraz tendencji zmian poszczególnych wskaźników w zależności od osiągniętego wyniku sportowego. W badaniach korzystano ze sprawozdań finansowych opublikowanych bądź na oficjalnych stronach internetowych klubów piłkarskich poddanych ocenie, bądź też w serwisie giełdowym [www.investing.businessweek.com](http://www.investing.businessweek.com). Wszelkie kwoty odnoszące się do sfery finansowej klubów zagranicznych wyrażone zostały w walucie EUR. W przypadku Ruchu Chorzów kwoty wyrażono w walucie PLN.

<sup>41</sup> Strona internetowa Skanera Rynku Giełdowego [www.sindicator.net](http://www.sindicator.net). Wielu badaczy uważa, że optymalna wartość tego wskaźnika zależy od branży, w której przedsiębiorstwo działa. Im wyższy jest jego poziom, tym wyższy poziom zadłużenia i wyższe ryzyko finansowe.



*współczynnik ogólnego zadłużenia* =  $(\text{zobowiązania ogółem} / \text{aktywa ogółem}) \times 100$

– *współczynnik pokrycia zobowiązań nadwyżką finansową*, który odpowiada na pytanie, jaką część zobowiązań ogółem przedsiębiorstwo jest w stanie spłacić przy pomocy wygospodarowanej nadwyżki finansowej. Wzrost miernika oznacza skrócenie czasu potrzebnego jednostce na spłatę zadłużenia. Ponadto uwzględnia on amortyzację, która stanowi istotną pozycję w bilansie klubu piłkarskiego (w szczególności odnosi się to do rocznych stawek amortyzacyjnych w przypadku praw do kart zawodniczych stanowiących składnik wartości niematerialnych i prawnych<sup>42</sup>).

$$\text{współczynnik pokrycia zobowiązań nadwyżką finansową} = \frac{[\text{zysk netto} + \text{amortyzacja}] / \text{zobowiązania ogółem}}{\times 100}$$

Ponadto przy ocenie standingu finansowego klubów piłkarskich wykorzystano:

– *współczynnik rentowności netto*, będący zrelacjonowaną kwotą wyniku netto do przychodów z działalności podstawowej<sup>43</sup>. Im wyższa wartość miernika, tym sprzedaż jest bardziej opłacalna.

$$\text{współczynnik rentowności netto} = \frac{\text{zysk netto}}{\text{przychody ze sprzedaży}} \times 100$$

– *wskaźnik dynamiki wartości sprzedaży*, przedstawiający relację poziomu wartości sprzedaży w danym roku do jej poziomu w roku ubiegłym. Wskaźnik ten jest podstawowym narzędziem obrazującym (w ujęciu procentowym), ile w ciągu roku zwiększyły się (lub zmniejszyły się) przychody ze sprzedaży netto. Jego formułę można przedstawić następująco:

$$\text{wskaźnik dynamiki wartości sprzedaży} = \frac{\text{przychody ze sprzedaży rozpatrywanego okresu}}{\text{przychody ze sprzedaży poprzedniego okresu}} \times 100$$

Z analizy wyników przeprowadzonych badań zauważyć można, że w horyzoncie czasowym 2008–2011 Ruch Chorzów był zdecydowanie najbardziej zadłużonym klubem piłkarskim (zob. tab. 5). Wartości współczynnika ogólnego zadłużenia dla tego podmiotu wahały się w zależności od roku od około 162%

<sup>42</sup> W przypadku klubów piłkarskich najistotniejszą pozycją jest amortyzacja wartości firmy i wartości niematerialnych i prawnych (ang. *Amortization of Goodwill and Intangible Assets*). Przykładowo, klub piłkarski Legia Warszawa roczną stawkę amortyzacyjną w przypadku praw do kart zawodniczych określa w oparciu o czas, na jaki został zawarty indywidualny kontrakt z zawodnikiem i podlega ona odpowiedniej aktualizacji w przypadku zmiany długości trwania kontraktu. Warto kart zawodniczych jest podwyższana o wartość wynagrodzeń menedżerów związanych z podpisaniem kontraktów zakupu praw do kart zawodniczych (K. Maksymiuk, *op. cit.*).

<sup>43</sup> M. Marcinkowska, *Ocena działalności instytucji finansowych*, Difin, Warszawa 2007, s. 271.

(rok 2010) do ponad 411% (rok 2011). Świadczy to o niezwykle dużym udziale długu w działalności klubu i jednocześnie źle rokuje finansową przyszłość Ruchu Chorzów (zob. rys. 2). Wysokie współczynniki ogólnego zadłużenia charakterystyczne są także dla klubów piłkarskich z Włoch oraz Portugalii. Z kolei najniższe wartości opisywanego miernika odnotowano w stosunku do francuskiego Olympique Lyon oraz holenderskiego Ajaxu Amsterdam. Współczynnik ogólnego zadłużenia dla tych klubów w badanym okresie ani razu nie przekroczył 60%, co wskazuje na niewielkie ryzyko ewentualnego bankructwa w przyszłości. Warto dodać, iż w badaniu przyjęto następujące kryteria oceny współczynnika ogólnego zadłużenia<sup>44</sup>:

- 0–50% – bardzo niska wartość współczynnika (bardzo małe ryzyko ewentualnego bankructwa),
- 50,1–75% – niska wartość współczynnika (niewielkie ryzyko ewentualnego bankructwa),
- 75,1–100% – wysoka wartość współczynnika (istnieje ryzyko ewentualnego bankructwa w przyszłości),
- 100,1 i więcej – bardzo wysoka wartość współczynnika (znaczne zagrożenie ewentualnym bankructwem).

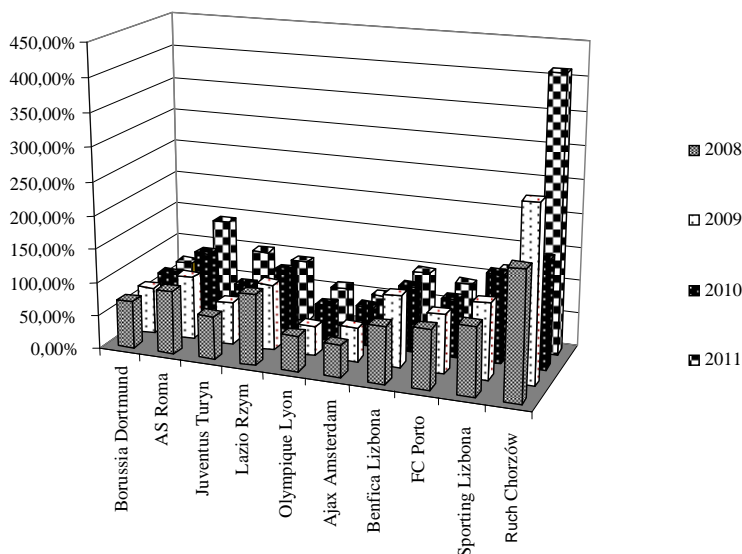
Tabela 5

Współczynniki ogólnego zadłużenia wybranych klubów piłkarskich notowanych na Stoxx Europe Football Index w latach 2008–2011 (w %)

Kraj	Klub	Współczynnik ogółem w latach			
		2008	2009	2010	2011
Niemcy	Borussia Dortmund	70,50	70,23	71,14	69,51
Włochy	AS Roma	93,78	94,32	110,91	142,79
	Juventus Turyn	65,00	63,67	69,00	101,50
	Lazio Rzym	105,98	98,68	99,70	93,64
Francja	Olympique Lyon	52,73	<b>43,99</b>	<b>53,83</b>	59,73
Holandia	Ajax Amsterdam	<b>47,72</b>	50,91	59,08	<b>55,30</b>
Portugalia	Benfica Lizbona	84,47	107,07	98,06	99,35
	FC Porto	88,85	87,58	87,53	89,66
	Sporting Lizbona	101,81	112,57	132,57	117,42
Polska	Ruch Chorzów	<b>189,47</b>	<b>262,50</b>	<b>162,22</b>	<b>411,36</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań sprawozdań finansowych giełdowych spółek akcyjnych.

<sup>44</sup> Zgodnie z teorią analizy fundamentalnej, kryteria ewaluacji poszczególnych miar efektywności finansowej są zróżnicowane w zależności od rodzaju przedsiębiorstw i charakteru ich działalności. W literaturze przedmiotu nie wyodrębniono dotąd kryteriów oceny wartości: współczynnika ogólnego zadłużenia, współczynnika pokrycia zobowiązań nadwyżką finansową, współczynnika rentowności netto oraz wskaźnika dynamiki wartości sprzedaży dla przedsiębiorstw sportowych. Przyjęte w artykule kryteria kategoryzacji ocen ww. miar efektywności finansowej klubów piłkarskich zostały zaproponowane przez autora opracowania.



Rys. 2. Współczynniki ogólnego zadłużenia wybranych klubów piłkarskich notowanych na Stoxx Europe Football Index w latach 2008–2011 (w %)

Źródło: opracowanie własne.

Warto zauważyć, że jedynie w AS Roma miała miejsce niekorzystna tendencja ustawicznego wzrostu wskaźnika dynamiki współczynnika ogólnego zadłużenia obliczonego „rok do roku” (zob. tab. 6). Jednocześnie należy stwierdzić, że podobnie zła sytuacja dotyczy innego włoskiego klubu – Juventus Turyn. Dla tego podmiotu w roku 2010 zanotowano niewielki wzrost opisywanego miernika. Jednak już rok później zaobserwowano znaczny wzrost opisywanego miernika (dynamika zmian współczynnika wyniosła wówczas ponad 147%). Najmniejsze wahania współczynnika ogólnego zadłużenia charakterystyczne były dla Borussii Dortmund (dynamika zmian na poziomie 97,7–101,3%) oraz FC Porto (dynamika zmian na poziomie 98,6–102,4%). Trudno jednoznacznie ocenić przypadek chorzowskiego Ruchu. W 2010 r. klub ten osiągnął pozytywny, rekordowy spadek opisywanego miernika (dynamika zmian współczynnika wyniosła 61,8%). Z kolei w roku następnym uzyskał bardzo znaczny wzrost współczynnika ogólnego zadłużenia (253,6%).

Wyraźne rozbieżności zachodzą w przypadku współczynnika pokrycia zobowiązań nadwyżką finansową (zob. tab. 7 i rys. 3). Z analizy uzyskanych w toku badań wyników można zaobserwować, że najkorzystniejsze wartości tegoż miernika odnotowano w przypadku Ajaxu Amsterdam. W 2008 i 2011 r. ten klub był w stanie spłacić blisko połowę swoich zobowiązań z uzyskanej

nadwyżki finansowej. Ogólnie wysokie wartości współczynnika charakterystyczne były także dla takich klubów, jak: FC Porto, Lazio Rzym oraz Olympique Lyon. Natomiast najgorsze wyniki odnotowano w przypadku Sportingu Lizbona oraz Ruchu Chorzów. Pierwszy ze wspomnianych klubów niekorzystne wyniki tłumaczyć może wysokimi stratami netto zanotowanymi w latach 2009–2011 i wynoszącymi od –13,3 mln EUR do –44 mln EUR. Z kolei w przypadku Ruchu Chorzów ujemne, bardzo wysokie wartości współczynnika pokrycia zobowiązań nadwyżką finansową (wynoszące w 2008 i 2011 r. ponad –50%) wynikają z uzyskanych strat finansowych na poziomie –4,7 mln PLN (2008 r.) i –10,9 mln PLN (2011 r.). Należy pamiętać, iż wartości opisywanego wskaźnika są w bardzo dużej mierze uzależnione od wysokich kwot amortyzacji wykazywanych przez badane kluby w swoich sprawozdaniach finansowych. W analizie przyjęto następujące kryteria oceny współczynnika pokrycia zobowiązań nadwyżką finansową:

- wartości ujemne do 0% – bardzo niska wartość współczynnika (brak jakiegokolwiek możliwości spłaty zobowiązań z nadwyżki finansowej),
- 0,1–15% – niska wartość współczynnika (niewielka możliwość spłaty zobowiązań z wygenerowanej nadwyżki finansowej),
- 15,1–30% – wysoka wartość współczynnika (możliwość spłaty znacznej części zobowiązań z nadwyżki finansowej),
- 30,1% i więcej – bardzo wysoka wartość współczynnika (możliwość uregulowania bardzo dużej części zobowiązań z nadwyżki finansowej).

Tabela 6

Dynamika zmian współczynników ogólnego zadłużenia (wraz z tendencją zmian) wybranych klubów piłkarskich notowanych na Stoxx Europe Football Index w latach 2000–2011 (w %)

Klub	Dynamika zmian współczynnika ogółem w latach wraz z tendencją zmian					
	2009/2008	zmiana	2010/2009	zmiana	2011/2010	zmiana
Borussia Dortmund	99,62	↙	101,30	↗	97,71	↙
AS Roma	100,58	↗	117,59	↗	128,74	↗
Juventus Turyn	97,95	↙	108,37	↗	147,10	↑
Lazio Rzym	93,11	↙	101,03	↗	93,92	↙
Olympique Lyon	83,42	↙	122,37	↗	110,96	↗
Ajax Amsterdam	106,68	↗	116,05	↗	93,60	↙
Benfica Lizbona	126,76	↑	91,58	↙	101,32	↗
FC Porto	98,57	↙	99,94	↙	102,43	↗
Sporting Lizbona	110,57	↗	117,77	↗	88,57	↙
Ruch Chorzów	138,54	↑	61,80	↓	253,58	↑

↑ – wyraźny wzrost (dynamika zmian powyżej 125%)  
 ↗ – niewielki wzrost (dynamika zmian w przedziale 100,1–125%)  
 ↙ – niewielki spadek (dynamika zmian w przedziale 75–99,9%)  
 ↓ – wyraźny spadek (dynamika zmian poniżej 75%)

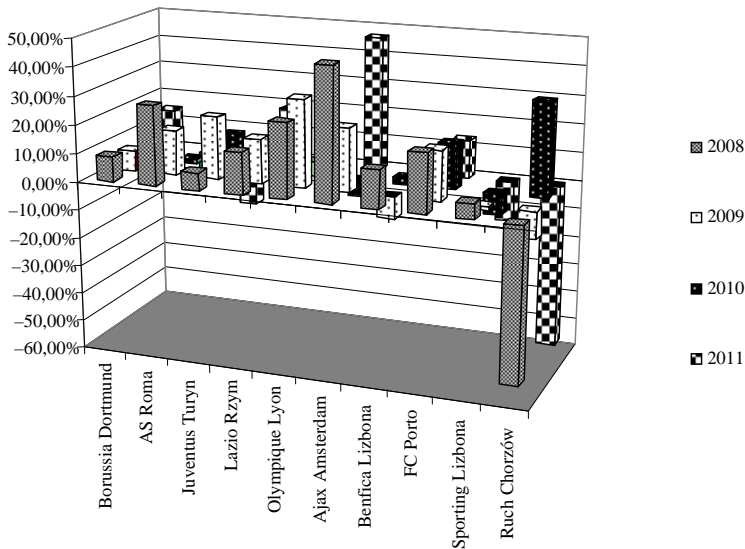
Źródło: jak do tab. 5.

Tabela 7

Współczynniki pokrycia zobowiązań nadwyżką finansową wybranych klubów piłkarskich notowanych na Stoxx Europe Football Index w latach 2008–2011 (w %)

Kraj	Klub	Współczynnik ogółem w latach			
		2008	2009	2010	2011
Niemcy	Borussia Dortmund	8,84%	7,08%	7,18%	14,80%
Włochy	AS Roma	27,90%	15,82%	1,56%	-6,08%
	Juventus Turyn	6,05%	21,86%	12,19%	-17,32%
	Lazio Rzym	14,53%	15,37%	9,27%	18,94%
Francja	Olympique Lyon	26,01%	<b>30,58%</b>	4,85%	9,85%
Holandia	Ajax Amsterdam	<b>46,40%</b>	22,31%	-5,65%	<b>46,65%</b>
Portugalia	Benfica Lizbona	13,27%	-7,56%	2,51%	6,95%
	FC Porto	20,55%	17,48%	<b>16,05%</b>	13,22%
	Sporting Lizbona	5,27%	-1,19%	-7,40%	-13,63%
Polska	Ruch Chorzów	<b>-54,17%</b>	<b>-9,52%</b>	<b>32,88%</b>	<b>-56,91%</b>

Źródło: jak do tab. 5.



Rys. 3. Współczynniki pokrycia zobowiązań nadwyżką finansową wybranych klubów piłkarskich notowanych na Stoxx Europe Football Index w latach 2008–2011 (w %)

Źródło: opracowanie własne.

Najwyższą rentowność netto sprzedaży na przestrzeni lat 2008–2011 wykazał się klub FC Porto, który corocznie generował zysk na podstawowej, prowadzonej przez siebie działalności, wahający się od 0,17% do 14,98% (tab. 8, rys. 4). Lazio Rzym jedynie w 2010 r. odnotował ujemną stopę marży zysku netto, lecz stanowiła ona zaledwie –2,07%. W pozostałych latach klub osiągał wysoką rentowność netto sprzedaży, wynosząca od 13,53% do 15,01%. Stosunkową stabilność w tym względzie wykazała niemiecka Borussia Dortmund. Natomiast najbardziej niekorzystne wartości opisywanego miernika charakterystyczne były dla Sportingu Lizbona, który jedynie w 2008 r. uzyskał niewielką dodatnią stopę marży operacyjnej, a w kolejnych latach odnotował wysokie ujemne wartości współczynnika wahające się w przedziale –36,84% do –136,65% oraz Ruchu Chorzów, który zysk z działalności podstawowej wygenerował jedynie w 2010 r., a w pozostałych latach uzyskiwał wysokie starty i ujemne wartości współczynnika rentowności netto wynoszące nawet –110%. W badaniu przyjęto następujące kryteria oceny współczynnika rentowności netto:

- wartości ujemne do 0% – bardzo niska wartość współczynnika (brak rentowności netto - deficytowość),
- 0,1–5% – niska wartość współczynnika (niewielka rentowność netto sprzedaży),
- 5,1–10% – wysoka wartość współczynnika (znaczna rentowność netto sprzedaży),
- 10,1% i więcej – bardzo wysoka wartość współczynnika (wysoka rentowność netto sprzedaży klubu piłkarskiego).

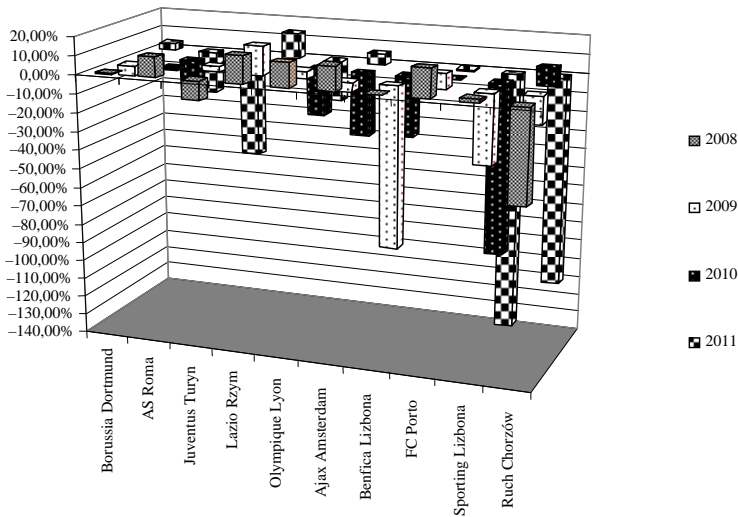
Tabela 8

Współczynniki rentowności netto wybranych klubów piłkarskich notowanych na Stoxx Europe Football Index w latach 2008–2011 (w %)

Kraj	Klub	Współczynnik ogółem w latach			
		2008	2009	2010	2011
Niemcy	Borussia Dortmund	0,18%	–5,23%	–5,63%	3,50%
Włochy	AS Roma	10,68%	–1,03%	–16,68%	–21,77%
	Juventus Turyn	–10,21%	2,73%	–5,01%	–54,99%
	Lazio Rzym	14,42%	<b>15,01%</b>	–2,07%	<b>13,53%</b>
Francja	Olympique Lyon	12,78%	3,65%	–24,23%	–21,08%
Holandia	Ajax Amsterdam	12,60%	–5,06%	–33,00%	5,66%
Portugalia	Benfica Lizbona	0,24%	<b>–84,71%</b>	–31,83%	–11,85%
	FC Porto	<b>14,98%</b>	7,91%	0,17%	0,67%
	Sporting Lizbona	1,60%	–36,84%	<b>–89,83%</b>	<b>–136,65%</b>
Polska	Ruch Chorzów	<b>–48,96%</b>	–13,82%	<b>9,60%</b>	–110,10%

Źródło: jak do tab. 5.

Z analizy przeprowadzonych badań wynika, że jedynie Ajax Amsterdam co-rocennie generował coraz to większe przychody netto ze sprzedaży (zob. tab. 9). W 2011 r. wskaźnik dynamiki przychodów ze sprzedaży dla tego klubu wyniósł aż 140%. Bardzo dobre wyniki w tym zakresie uzyskała też Benfica Lizbona. Portugalski klub najniższą wartość wskaźnika zanotował w 2009 r., lecz wyniosła on aż 99,76%. W roku kolejnym Benfica uzyskała rekordową wartość opisywanego miernika, wynoszącą blisko 145%. Największe wahania wskaźnika dynamiki przychodów ze sprzedaży charakterystyczne były dla chorzowskiego Ruchu. Z kolei najmniejsze zmiany jego wartości zauważono w przypadku takich klubów, jak: Olympique Lyon czy rzymskich: AS Roma i Lazio. Warto zwrócić uwagę na niekorzystną sytuację dotyczącą słynnego Juventus Turyn. Klub ten z roku na rok notuje coraz większe spadki dynamiki przychodów ze sprzedaży, co może źle rokować na jego finansową przyszłość.



Rys. 4. Współczynniki rentowności netto wybranych klubów piłkarskich notowanych na Stoxx Europe Football Index w latach 2008–2011 (w %)

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 9

Wskaźniki dynamiki przychodów ze sprzedaży (wraz z tendencją zmian) wybranych klubów piłkarskich notowanych na Stoxx Europe Football Index w latach 2008–2011 (w %)

Klub	Wskaźnik ogółem w latach wraz z tendencją zmian					
	2009/2008	zmiana	2010/2009	zmiana	2011/2010	zmiana
Borussia Dortmund	101,41%	↗	95,99%	↘	137,60%	↗
AS Roma	86,64%	↘	84,71%	↘	107,28%	↗
Juventus Turyn	118,75%	↗	90,82%	↘	78,97%	↘
Lazio Rzym	<b>84,22%</b>	↘	102,11%	↗	89,79%	↘
Olympique Lyon	89,66%	↘	104,66%	↗	90,90%	↘
Ajax Amsterdam	108,56%	↗	102,83%	↗	<b>140,52%</b>	↗
Benfica Lizbona	99,76%	↘	<b>144,90%</b>	↗	108,88%	↗
FC Porto	120,79%	↗	88,99%	↘	129,27%	↗
Sporting Lizbona	96,27%	↗	<b>81,72%</b>	↘	109,15%	↗
Ruch Chorzów	<b>128,13%</b>	↗	143,90%	↗	<b>55,93%</b>	↘

↗ – wyraźny wzrost (dynamika zmian powyżej 120%)  
 ↗ – niewielki wzrost (dynamika zmian w przedziale 100,1–120%)  
 ↘ – niewielki spadek (dynamika zmian w przedziale 80–99,9%)  
 ↘ – wyraźny spadek (dynamika zmian poniżej 80%)

Źródło: jak do tab. 5.

## 6. OCENA WYNIKÓW SPORTOWYCH OSIĄGNIĘTYCH PRZEZ WYBRANE KLUBY PIŁKARSKIE NOTOWANE NA STOXX EUROPE FOOTBALL INDEX W LATACH 2007–2011

Ocena rezultatów sportowych uzyskanych przez objęte badaniem kluby piłkarskie została sporządzona przy pomocy skorygowanej metody delfickiej<sup>45</sup>. Zastosowanie tej metody miało na celu uzyskanie jak najbardziej obiektywnego spojrzenia przy wartościowaniu uzyskanych wyników. Osiągnięcia sportowe klubów w poszczególnych sezonach zostały podsumowane przez pryzmat wyników zdobytych zarówno w rozgrywkach krajowych, jak i europejskich pucharach. Przy oszacowaniu uzyskanych rezultatów uwzględniano:

- miejsce w tabeli ligowej na koniec sezonu,
- ewentualny triumf w krajowym Pucharze,

<sup>45</sup> Metoda delficka należy do grupy metod heurystycznych, w których do podejmowania decyzji wykorzystuje się wiedzę, doświadczenie i opinie ekspertów z danej dziedziny. Wykorzystywana jest do określenia prawdopodobieństwa zajścia przyszłych wydarzeń. Zastosowana w niniejszych badaniach metoda różni się od tradycyjnej metody delfickiej faktem, iż postawiona prognoza nie została uzyskana za pomocą ankiet przeprowadzanych wśród ekspertów. Zamiast tego opinie zostały zaczerpnięte z serii materiałów prasowych (tzw. Skarbow Kibica, programów przedsezonowych itp.), w których eksperci prezentowali swoje stanowisko odnośnie oczekiwań sportowych wobec poszczególnych klubów piłkarskich biorących udział w badaniu.



- ewentualny triumf w krajowym Superpucharze,
- osiągnięcia w Lidze Mistrzów,
- oraz osiągnięcia w Pucharze UEFA i Lidze Europy.

Na tej podstawie sporządzono zestawienie najważniejszych rezultatów sportowych uzyskanych przez kluby piłkarskie biorące udział w badaniu (zob. tab. 10). Następnie faktycznie uzyskane wyniki sportowe zostały skonfrontowane z przedsezonowymi oczekiwaniami, wyrażanymi przez osoby profesjonalnie zajmujące się piłkarskim rynkiem w Europie. Umożliwiło to dokonanie ogólnej kompleksowej oceny osiągnięć piłkarskich uzyskanych przez poszczególne podmioty uwzględnione w analizie. W konsekwencji wydzielono następujące oceny możliwe do zdobycia:

- ↔ – rezultaty zgodne z przedsezonowymi oczekiwaniami,
- ↑ – rezultaty powyżej oczekiwań,
- ↓ – rezultaty poniżej oczekiwań.

Tabela 10

Najważniejsze wyniki sportowe osiągnięte przez kluby biorące udział w badaniu w sezonach 2007/2008–2010/2011

AJAX AMSTERDAM	Sezon			
	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011
Rozgrywki krajowe	2 miejsce w lidze	3 miejsce w lidze	2 miejsce w lidze, Puchar Holandii	Mistrzostwo ligi
Europejskie puchary	Eliminacje p. UEFA	1/8 p. UEFA	1/16 Ligi Europy	1/8 Ligi Europy
<b>Ogólna ocena</b>	↓	↔	↔	↑

AS ROMA	Sezon			
	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011
Rozgrywki krajowe	2 miejsce w lidze, Puchar Włoch	6 miejsce w lidze	2 miejsce w lidze	6 miejsce w lidze
Europejskie puchary	1/4 Ligi Mistrzów	1/16 Ligi Mistrzów	1/16 Ligi Europy	1/16 Ligi Mistrzów
<b>Ogólna ocena</b>	↑	↓	↔	↓

LAZIO RZYM	Sezon			
	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011
Rozgrywki krajowe	12 miejsce w lidze	10 miejsce w lidze, Puchar Włoch	12 miejsce w lidze, Superpuchar Włoch	5 miejsce w lidze
Europejskie puchary	–	–	Faza grupowa Ligi Europy	–
<b>Ogólna ocena</b>	↓	↑	↔	↑

<b>JUVENTUS TURYN</b>	Sezon			
	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011
Rozgrywki krajowe	3 miejsce w lidze	2 miejsce w lidze	7 miejsce w lidze	7 miejsce w lidze
Europejskie puchary	–	1/8 Ligi Mistrzów	1/8 Ligi Europy	Faza grupowa Ligi Europy
<b>Ogólna ocena</b>	↑	↑	↓	↓

<b>BORUSSIA DORTMUND</b>	Sezon			
	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011
Rozgrywki krajowe	13 miejsce w lidze, Superpuchar Niemiec	6 miejsce w lidze	5 miejsce w lidze	Mistrzostwo ligi
Europejskie puchary	–	Eliminacje p. UEFA	–	Faza grupowa Ligi Europy
<b>Ogólna ocena</b>	↓	↓	↔	↑

<b>RUCH CHORZÓW</b>	Sezon			
	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011
Rozgrywki krajowe	10 miejsce w lidze	9 miejsce w lidze	3 miejsce w lidze	12 miejsce w lidze
Europejskie puchary	–	–	–	Eliminacje Ligi Eurpoy
<b>Ogólna ocena</b>	↔	↔	↑	↓

<b>SPORTING LIZBONA</b>	Sezon			
	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011
Rozgrywki krajowe	2 miejsce w lidze, Puchar i Superpuchar Portugalii,	2 miejsce w lidze, Superpuchar Portugalii	4 miejsce w lidze	4 miejsce w lidze
Europejskie puchary	1/4 p. UEFA	1/8 Ligi Mistrzów	1/8 Ligi Europy	1/16 Ligi Europy
<b>Ogólna ocena</b>	↑	↔	↓	↓

<b>BENFICA LIZBONA</b>	Sezon			
	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011
Rozgrywki krajowe	4 miejsce w lidze	3 miejsce w lidze	Mistrzostwo ligi	2 miejsce w lidze
Europejskie puchary	1/8 p. UEFA	Faza grupowa p. UEFA	1/4 Ligi Europy	1/2 Ligi Europy
<b>Ogólna ocena</b>	↓	↓	↑	↑

FC PORTO	Sezon			
	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011
Rozgrywki krajowe	Mistrzostwo ligi	Mistrzostwo ligi	3 miejsce w lidze, Puchar Portugalii, Superpuchar Portugalii	Mistrzostwo ligi, Superpuchar Portugalii
Europejskie puchary	1/8 Ligi Mistrzów	1/4 Ligi Mistrzów	1/8 Ligi Mistrzów	Triumfator Ligi Europy
<b>Ogólna ocena</b>	↑	↑	↔	↑

OLYMPIQUE LYON	Sezon			
	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011
Rozgrywki krajowe	Mistrzostwo ligi, Puchar Francji	3 miejsce w lidze	2 miejsce w lidze	3 miejsce w lidze
Europejskie puchary	1/8 Ligi Mistrzów	1/8 Ligi Mistrzów	1/2 Ligi Mistrzów	1/8 Ligi Mistrzów
<b>Ogólna ocena</b>	↑	↔	↑	↔
gdzie: - ↔ - rezultaty zgodne z przedsezonowymi oczekiwaniami, - ↑ - rezultaty powyżej oczekiwań, - ↓ - rezultaty poniżej oczekiwań.				

Źródło: opracowanie własne.

Spośród klubów piłkarskich biorących udział w badaniu największe sukcesy sportowe w sezonach 2007/2008–2010/2011 odniósł zespół FC Porto. Drużyna w północy Portugalii w rozpatrywanym okresie trzykrotnie zdobyła mistrzostwo kraju, dwukrotnie krajowy Superpuchar, zaś jeden raz krajowy Puchar. Dodatkowo, w 2011 r. zwyciężyła w Lidze Europy. Warto podkreślić, że w opisywanym okresie był to jedyny triumf w europejskich pucharach spośród drużyn poddanych próbie badawczej. Największy rywal zespołu FC Porto – stołeczna Benfica Lizbona – jedyne mistrzostwo kraju zdobyła w sezonie 2009/2010. W roku następnym drużyna ta dotarła do półfinału Ligi Europy. Z kolei inny zespół zaliczany do „wielkiej trójki” portugalskiej Ligi Sagres – mianowicie Sporting Lizbona – jedynie sezon 2007/2008 mógł zaliczyć do udanych. W tym czasie drużyna ta zdobyła wicemistrzostwo kraju, wygrała Puchar Portugalii i dotarła do ćwierćfinału Pucharu UEFA.

Jeśli chodzi o kluby z Półwyspu Apenińskiego biorące udział w badaniu, to w sezonach 2007/2008–2010/2011 przedstawiciele włoskiej Serie A osiągnęli zmienne rezultaty sportowe. AS Roma największe triumfy odnotowała w sezonie 2007/2008, kiedy to wygrała rozgrywki Pucharu Włoch. Rok później jej sukces powtórzyła drużyna rzymskiego Lazio. Warto zwrócić uwagę na zupełnie nieudane występy Juventusu Turyn w latach 2009–2011. Drużyna, której co-roczną ambicją jest walka o mistrzostwo Włoch, zajmowała w tym okresie dwukrotnie 7 miejsce w krajowej lidze.

Biorąc pod uwagę wyniki sportowe osiągnane przez pozostałe kluby, warto podkreślić sukcesy Olympique Lyon. Francuska drużyna, obok zdobycia mistrzostwa ligi i zwycięstwa w Pucharze kraju (w sezonie 2007/2008), dwa lata później dotarła do półfinału elitarniej Ligi Mistrzów. Niemiecka Borussia Dortmund jedyne udane występy zanotowała w zasadzie w sezonie 2010/2011, kiedy to zdobyła mistrzostwo kraju. W tym samym okresie jedyny triumf w krajowych rozgrywkach ligowych odnotował holenderski Ajax Amsterdam (rok wcześniej drużyna ta wygrała Puchar Holandii). Pozostałe lata nie przyniosły licznych sportowych sukcesów tym uznanym na europejskiej arenie piłkarskiej klubom. Wyniki sportowe Ruchu Chorzów wskazują, że przedstawiciel polskiej Ekstraklasy zaskakująco dobrze radził sobie w rozgrywkach ligowych w sezonie 2009/2010. Wówczas zajął trzecie miejsce i uzyskał prawo reprezentowania naszego kraju w europejskich pucharach. W pozostałych latach drużyna z Górnego Śląska osiągała na koniec sezonu miejsca w dolnej połowie ligowej tabeli.

#### 7. KSZTAŁTOWANIE MIAR STANDINGU FINANSOWEGO KLUBÓW SPORTOWYCH W ZALEŻNOŚCI OD OSIĄGANEGO WYNIKU SPORTOWEGO

Zasadnicze badania oparto na analizie korelacji zachodzących pomiędzy miarami standingu finansowego klubów piłkarskich, a uzyskiwanymi przez nie rezultatami sportowymi. W celu obliczenia tych współzależności wykorzystano współczynniki korelacji rang Spearmana. Warto zaznaczyć, że z myślą o uzyskaniu precyzyjnych danych zdecydowano się na zaprezentowanie w pracy jedynie korelacji o wysokim poziomie istotności równym  $\alpha = 0,05$ <sup>46</sup>. Przyjęto następującą interpretację wyliczonych współczynników korelacji ( $r$ ):

- $r = 0$  – współzależność nie występuje,
- $0 < |r| < 0,3$  – słaby stopień współzależności,
- $0,3 \leq |r| < 0,5$  – umiarkowany stopień współzależności,
- $0,5 \leq |r| < 0,7$  – znaczny stopień współzależności,
- $0,7 \leq |r| < 0,9$  – wysoki stopień współzależności,
- $|r| \geq 0,9$  – bardzo wysoki stopień współzależności,
- $|r| = 1$  – współzależność całkowita<sup>47</sup>.

Przeprowadzone badania wykazały, że nie zaobserwowano wyraźnych korelacji zachodzących pomiędzy wartością współczynnika ogólnego zadłużenia wyliczanego dla klubów piłkarskich poddanych analizie, a wynikami sportowymi przez te podmioty osiąganymi (zob. tab. 11). Niska, ujemna wartość współczynnika korelacji (wynosząca  $r = -0,205$ ) świadczy, że dobre rezultaty sporto-

<sup>46</sup> Poziom istotności jest to ryzyko popełnienia błędów. W przypadku poziomu istotności  $\alpha = 0,05$  ryzyko popełnienia błędu zachodzi w 5% (I. J a ż d z e w s k a, *Statystyka dla geografów*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2003, s. 169).

<sup>47</sup> *Ibidem*, s. 161.

we jedynie w niewielkim stopniu przyczyniają się do zmniejszenia udziału długu w działalności przedsiębiorstwa sportowego.

Z drugiej strony zauważono występowanie umiarkowanych współzależności zachodzących pomiędzy dynamiką zmian wartości współczynnika ogólnego zadłużenia, a osiąganymi rezultatami sportowymi. Współczynnik korelacji istniejących między opisywanymi parametrami wyniósł w badaniu  $r = -0,467$  (tab. 11). Oznacza to, że uzyskiwane przez kluby piłkarskie sukcesy sportowe często łączą się z obniżeniem dynamiki współczynnika ogólnego zadłużenia. Jednocześnie świadczy to o istnieniu pozytywnej tendencji polegającej na zmniejszaniu udziału długu w strukturze finansowania tych podmiotów.

W badaniach zaobserwowano umiarkowany stopień współzależności zachodzących pomiędzy współczynnikiem pokrycia zobowiązań nadwyżką finansową, a uzyskiwanymi rezultatami sportowymi (zob. tab. 11). Wartość współczynnika korelacji wynosząca  $r = 0,460$  świadczy, że sukces sportowy często może przyczynić się do zwiększenia części zobowiązań, które przedsiębiorstwo sportowe jest w stanie spłacić przy pomocy wygoszparowanej nadwyżki finansowej. Z drugiej strony gorsze od oczekiwanych wyniki sportowe mogą wydłużyć czas potrzebny jednostce na spłatę zadłużenia.

Tabela 11

Korelacje między miarami standingu finansowego wybranych klubów piłkarskich notowanych na Stoxx Europe Football Index w latach 2007–2011, a uzyskiwanymi przez te kluby rezultatami sportowymi

Parametry, dla których wyliczono współzależności	Wartość współczynnika korelacji (r)	Stopień zależności	Wnioski
Współczynnik ogólnego zadłużenia vs wynik sportowy	$r = -0,205$	Słaby, ujemny	Lepsze wyniki sportowe – mniejsze zadłużenie
Dynamika zmian współczynnika ogólnego zadłużenia vs wynik sportowy	$r = -0,467$	Umiarkowany, ujemny	Lepsze wyniki sportowe – mniejsza dynamika wzrostu zadłużenia
Współczynnik pokrycia zobowiązań nadwyżką finansową vs wynik sportowy	$r = 0,460$	Umiarkowany, dodatni	Lepsze wyniki sportowe – większa możliwość spłaty długu nadwyżką finansową
Współczynnik rentowności netto vs wynik sportowy	$r = 0,408$	Umiarkowany, dodatni	Lepszy wynik sportowy – większa rentowność netto sprzedaży
Wskaźnik dynamiki sprzedaży – vs wynik sportowy	$r = 0,561$	Znaczny, dodatni	Lepszy wynik sportowy – wzrost dynamiki przychodów ze sprzedaży netto

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań giełdowych spółek akcyjnych.

Interesujący może być również fakt, że umiarkowany stopień współzależności zanotowano w przypadku współczynnika rentowności netto wyliczonego dla klubów piłkarskich notowanych na Stoxx Europe Football Index, a osiąganymi przez nie rezultatami sportowymi (tab. 11). Współczynnik korelacji istniejących pomiędzy opisywanymi parametrami wyniósł w badaniu  $r = 0,408$ . Oznacza to, że uzyskiwane sukcesy sportowe w umiarkowanym względzie przekładają się na wzrost stopy marży zysku netto. Wyraźnie zarysowuje się jednak tendencja, że im lepsze wyniki sportowe dany klub osiągał, tym większe miał szanse na generowanie coraz to wyższego zysku na podstawowej, prowadzonej przez siebie działalności.

Na koniec należy podkreślić, iż zaobserwowano znaczny stopień współzależności pomiędzy wskaźnikiem dynamiki sprzedaży, a uzyskiwanymi przez kluby piłkarskie rezultatami sportowymi. Dość wysoka wartość współczynnika korelacji wynosząca  $r = 0,561$  świadczy o fakcie, iż osiągnięcie sukcesów sportowych z dużą dozą prawdopodobieństwa przyczynia się do generowania coraz to większych przychodów ze sprzedaży netto przez kluby piłkarskie. Z drugiej zaś strony notowanie niesatysfakcjonujących wyników sportowych w znacznym stopniu powoduje spadek poziomu przychodów ze sprzedaży w porównaniu do roku poprzedniego.

## 8. ZAKOŃCZENIE

Hipoteza zakładająca, że standing finansowy klubów piłkarskich notowanych na Stoxx Europe Football Index w latach 2007–2011 jest w bardzo dużym stopniu uzależniony od osiąganego przez nie wyniku sportowego, została zweryfikowana negatywnie. W badaniach zauważono przeciętnie umiarkowane korelacje zachodzące między rozpatrywanymi miarami standingu finansowego, a uzyskiwanymi rezultatami sportowymi.

Zdaniem autora może to świadczyć o fakcie, że kluby piłkarskie – nawet te prosperujące w formie sportowych spółek akcyjnych – nie do końca powinny być postrzegane tylko i wyłącznie jako nowoczesne przedsiębiorstwa rynkowe. Są to także szeroko rozumiane „instytucje społeczne”, z którymi utożsamia się liczne grono kibiców. Produktem przez nie oferowanym są zaś mecze piłkarskie, które mają stanowić dla klientów (kibiców) rozrywkę.

Oczywiście, sukcesy sportowe przekładają się w dużej mierze na możliwość uzyskania wyższych wpływów: od sponsorów, ze sprzedaży praw do transmisji telewizyjnych, za transfery piłkarzy itp. Fenomen nowoczesnych klubów piłkarskich polega jednak na fakcie, że część z nich może dobrze funkcjonować nawet bez spektakularnych sukcesów sportowych. Mają one bowiem rzeszę swoich stałych sympatyków, którzy wiernie kibicując zasilają klubową kasę poprzez zakup biletów, pamiątek klubowych itp. Uznane i popularne kluby piłkarskie,

pomimo braku satysfakcjonujących wyników sportowych, w każdej chwili mogą też przyciągnąć bogatych biznesmenów, którzy zechcą zainwestować swój kapitał w piłkę nożną<sup>48</sup>. Nie dla zysku, lecz dla własnych satysfakcji, połączonych z działalnością pro publico bono.

## BIBLIOGRAFIA

- Biała Księga na Temat Sportu*, Komisja Wspólnot Europejskich, Bruksela 2007.
- Bień W., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 1991.
- Buhler A., *Football as an international business – an Anglo-German comparison*, „European Journal for Sport and Society” 2006, Vol. 3(1), Plymouth 2006.
- Dudek D., *Pojęcie klubu sportowego*, „Studia Humanistyczne” 2005, nr 5, Akademia Wychowania Fizycznego w Krakowie, Kraków 2005.
- Dudek D., *Krytyczne tezy do naukowych badań nad sportem*, [w:] T. Jurek, K. Obodyński, S. Zaborniak (red.), *Z dziejów turystyki i sportu w Polsce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Rzeszowskiego, Rzeszów 2009.
- Dudek D., *Zarys dziejów i organizacja stowarzyszeń kultury fizycznej*, „Studia i Monografie” 2000, nr 16, Akademia Wychowania Fizycznego w Krakowie, Kraków 2000.
- Ekstraklasa piłkarskiego biznesu 2011*, Ernst & Young, Warszawa 2011.
- Głodowski M., *Wycena klubu piłkarskiego na przykładzie Juventus Turyn*, [w:] M. Panfil, A. Szablewski (red.), *Wycena przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki*, Wydawnictwo Poltex, Warszawa 2010.
- Grudzewski W., Hejduk I., *Restrukturyzacja firmy jako kierunek wzrostu jej wartości*, [w:] A. Herman, A. Szablewski (red.), *Zarządzanie wartością firmy*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 1999.
- Hamil S., Michie J., Oughton C. (red.), *A Game of Two Halves? The Business of Football*, Edynburg 1999.
- Jążdżewska I., *Statystyka dla geografów*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2003.
- Maksymiuk K., *Cristiano Ronaldo w sprawozdaniu finansowym, czyli o wartościach niematerialnych w klubach piłkarskich*, „BDO Podatki i Rachunkowość” 2008, nr 8(10), serwis internetowy [www.bdo.pl](http://www.bdo.pl).
- Marcinkowska M., *Ocena działalności instytucji finansowych*, Difin, Warszawa 2007.
- Mosiądz M., Roy F., *Klub sportowy a przedsiębiorstwo – podejście do wyceny*, Fitz Roy Consulting & Investments, serwis internetowy <http://fitz-roy.pl/>.
- Rachunek satelitarny sportu dla Polski*, Instytut Statystyki Publicznej Głównego Urzędu Statystycznego, Warszawa 2010.
- Raport Calcio 2012*, Federcalcio FIGC, Rzym 2012.
- Skoczylas W. (red.), *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007.
- Słownik Ekonomiczny PWN*, serwis internetowy PWN Biznes [www.biznes.pwn.pl](http://www.biznes.pwn.pl).
- Strategia rozwoju sportu w Polsce do roku 2015*, Ministerstwo Sportu, Warszawa 2007.
- Tacon R., *Football and Social Inclusion: Evaluating Social Policy*, Football Governance Research Center, Research Paper 2005 No. 1.
- Tusiński Ł., *Trzy podstawowe funkcje w działalności klubów piłkarskich*, serwis internetowy <http://www.marketingsportowy.pl>.
- Ważniowski T., W. Skoczylas, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, WSB, Poznań 1997.

<sup>48</sup> Przykładem takiego postępowania w ostatnich latach mogą być drużyny takie jak: PSG, Manchester City – które pomimo braku sukcesów sportowych zwróciły zainteresowanie arabskich szejków i praktycznie z dnia na dzień stały się jednymi z najbogatszych klubów piłkarskich w Europie.

*Michał Comporek*

**SHAPING OF FINANCIAL STANDING OF FOOTBALL CLUBS LISTED  
ON THE STOXX EUROPE FOOTBALL INDEX IN YEARS 2007–2011 IN DEPENDS  
OF OBTAINED SPORTS RESULTS**

In contemporary world sport is a priceless civilizational, cultural and social value. In developed societies, it is seen as a common good, available in various forms – according to the abilities and interests of citizens. Sport is also a component of the social policy of the modern state, encouraging many sectors of the economy.

Analyzing the history of football, it appears that in most cases, football clubs have been established by the local communities in which they play, and so far played a very important role. However, many researchers are of the opinion that the currently functioning football clubs are similar to the typical manufacturing or service enterprises, aimed at generating profit.

The main goal of this article is to verify the hypothesis stating that „the financial standing of football clubs listed on the Stoxx Europe Football Index in years 2007–2011 is much dependent on the result achieved by the sports”. Hypothesis has been subjected to empirical verification using selected measures of assessing the effectiveness of the company's financial and statistical measures.

In the article shown legal recognition of sports clubs, nature of the valuation of their value or characteristics of the entities. Eventually an attempt was made to answer the question: whether desire of football clubs to reach as many sports success is solely motivated by financial premises?

**Key words:** financial standing, football clubs, sports results.





A. Natasza Duraj\*

## WIELOCZYNNIKOWA KONCEPCJA MODELU BEZPIECZEŃSTWA FINANSOWEGO PRZEDSIĘBIORSTWA

### 1. WPROWADZENIE

Jednym z głównych celów powstania i funkcjonowania przedsiębiorstwa stanowi osiągnięcie przez jego właściciela(i) określonych co do rodzaju i efektu korzyści ekonomicznych i społecznych. Korzyści te nie stanowią monolitycznego motywu podejmowania i realizacji działalności gospodarczej zorientowanej w intencji właścicieli na rozwój i zaspokojenie potrzeb społecznych. Zaspokojenie potrzeb społecznych jest bowiem podstawowym warunkiem zaistnienia i działania przedsiębiorstwa. Sukces przedsiębiorstwa, rozpatrywany z wielu punktów widzenia i przy zastosowaniu odpowiednich mierników oceny, jest bez wątpienia wynikiem podejmowania i realizacji skutecznych i efektywnych ekonomicznie i społecznie działań gospodarczych. Działania te polegają – generalnie biorąc – na pozyskiwaniu, gromadzeniu i wykorzystywaniu kapitału w sposób sprzyjający wzrostowi wartości przedsiębiorstwa oraz zaspokojeniu potrzeb interesariuszy.

Podstawowym celem artykułu jest przedstawienie projektu wieloczynnikowego modelu oceny bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa i wskazanie na relacje zachodzące między nimi. Propozycja przedstawienia wieloczynnikowego modelu bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa wynika z potrzeby zwrócenia uwagi na konieczność kompleksowego i zarazem systemowego podejścia do strategicznego zarządzania finansami przedsiębiorstwa. Jest ona wynikiem holistycznego spojrzenia na sytuację finansowo – majątkową przedsiębiorstwa z perspektywy skutecznego kształtowania warunków kontynuacji i rozwoju przedsiębiorstwa.

---

\* Dr hab., Prof. nadzw. UŁ, Zakład Logistyki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 90–214, ul. Rewolucji 1905 r. nr 37.

## 2. POJĘCIE BEZPIECZEŃSTWA FINANSOWEGO PRZEDSIĘBIORSTWA

Podejmując próbę zdefiniowania pojęcia bezpieczeństwo finansowego przedsiębiorstwa a następnie jego operacjonalizacji, chciałabym zwrócić uwagę na trudność oraz dyskusyjność określenia tego terminu, wynikającą przede wszystkim z przyjęcia za zasadniczy motyw przedsiębiorstwa kwestii podejmowania i realizacji określonej działalności gospodarczej zorientowanej w intencji właścicieli na rozwój i zaspokojenie istniejących potrzeb społecznych<sup>1</sup>. Niebagatelną rolę odgrywa tutaj także brak deterministycznego uzasadnienia skuteczności działań zarządczych zmierzających do zapewnienia bezpieczeństwa działalności przedsiębiorstwa. Nadto, na bezpieczeństwo przedsiębiorstwa wpływa szereg czynników makroekonomicznych, makrospołecznych politycznych itp., które nie są w tym opracowaniu brane pod uwagę.

Bezpieczeństwo w „Słowniku terminów z zakresu bezpieczeństwa narodowego” ujmowane jest jako w stan, który daje poczucie pewności i gwarancje jego zachowania oraz szansę na doskonalenie<sup>2</sup>. Jest ono jedną z podstawowych potrzeb człowieka i można je utożsamiać z sytuacją, odznaczającą się brakiem ryzyka utraty czegoś, co człowiek szczególnie ceni (na przykład zdrowia, pracy, szacunku, uczuć, dóbr materialnych)<sup>3</sup>. W tym podejściu bezpieczeństwo finansowe może być utożsamiane ze stanem, który daje przedsiębiorstwu poczucie pewności funkcjonowania i rozwoju oraz gwarancje jego zachowania. Gwarancje te jednakże nie są i nie mogą być pewne i trwałe, gdyż nie tworzą one wystarczającego zabezpieczenia przedsiębiorstwa przed negatywnymi wpływami kryzysu gospodarczego, zakłóceniami i upadkiem jego działalności. Wszystkie one nie tylko że zmieniają dotychczasowe warunki kontynuacji i rozwoju działalności przedsiębiorstwa, lecz powodują także konieczność wychwycenia błędów i zagrożeń oraz ich ograniczenia, usunięcia i podjęcia działań zapobiegawczych.

W literaturze przedmiotu można odnaleźć wskazania, iż rozważania dotyczące bezpieczeństwa winny koncentrować się wokół jego dwóch aspektów, a mianowicie aspektu wewnętrznego i zewnętrznego<sup>4</sup>. Pod pojęciem bezpieczeństwa wewnętrznego można rozumieć homeostazę, czy też harmonijność danego

---

<sup>1</sup> Więcej zob. m. in. w: J. Adamczyk, *Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2008, s. 44; J. Duraj, M. Papiernik-Wojdera, *Przedsiębiorczość i innowacyjność*, Difin, Warszawa 2010, s. 51 i nast.

<sup>2</sup> *Słownik terminów z zakresu bezpieczeństwa narodowego*, Akademia Obrony Narodowej, Wydział Strategiczno-Obronny, Warszawa 2002, s. 12.

<sup>3</sup> *Ibidem*, s. 12.

<sup>4</sup> Zob.: D. Walczak-Duraj, *Społeczno-polityczne uwarunkowania współpracy subregionalnej na rzecz bezpieczeństwa. Przykład Polski*, [w:] R. Borowiecki, M. Kwieciński (red.), *Informacja w zintegrowanej Europie. Koncepcje i narzędzia zarządzania wobec wyzwań i zagrożeń*, Difin, Warszawa 2006, s. 103 i nast.

podmiotu indywidualnego lub zbiorowego, natomiast bezpieczeństwo zewnętrzne oznacza brak zagrożenia ze strony innych podmiotów<sup>5</sup>.

Niezależnie od powyższych konstatacji wydaje się, że bezpieczeństwo finansowe przedsiębiorstwa należy także zdefiniować w dwóch zasadniczych perspektywach teorio-poznawczych, a mianowicie w ujęciu procesowym i sytuacyjnym.

W zgeneralizowanym podejściu bezpieczeństwo finansowe przedsiębiorstwa można wyrazić jako proces i/lub ogół warunków pozyskiwania, gromadzenia i wykorzystania środków finansowych zapewniający kontynuację działalności przedsiębiorstwa oraz finansowe warunki jego rozwoju.

Ewentualne skojarzenie bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa z tworzeniem tzw. parasola ochronnego nad jego działalnością nie wydaje mi się być niestosowne z uwagi na potrzebę wskazania na istniejące „wszędobylskie” koszty, czas i niepewność powodzenia realizacji wszelakich rozwiązań z zakresu nie tylko terapii, lecz także profilaktyki działania przedsiębiorstwa. Tym nie mniej, sformułowana dla celów niniejszego opracowania hipoteza podstawowa przyjąć może następującą postać: nie można mówić o bezpieczeństwie finansowym przedsiębiorstwa, gdy nie posiada ono zadawalających finansowych warunków kontynuacji i perspektyw rozwoju działalności gospodarczej<sup>6</sup>.

Nie jest to twierdzenie odzwierciedlające fragmentaryczne opisy definiowanego problemu i ściśle określonego zbioru studiów zdarzeń, procesów i przypadków. Jego akceptacja i operacjonalizacja pozwalają na zwrócenie uwagi na to, że finansowa gwarancja istnienia i rozwoju przedsiębiorstwa powstaje w wyniku codziennych wieloletnich starań przedsiębiorstwa o zapewnienie dobrej kondycji finansowej, którą tworzą określone przychody ze sprzedaży produktów i usług, odpowiednia rentowność, płynność finansowa i wypłacalność oraz inwestycje i gospodarowanie rezerwami finansowymi.

Sformułowane w ten sposób pojęcie bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa i przyjęte zmienne kształtujące to bezpieczeństwo wskazują na zasadniczy zakres problemowy i charakter podstawowych czynników i warunków, tworzących splot zależności wewnętrznych i zewnętrznych determinant efektywnego funkcjonowania i rozwoju działalności gospodarczej przedsiębiorstwa. Warunki te, generalnie biorąc, dotyczą dwóch problemów, a mianowicie: zapewnienia krótko- i długoterminowej wypłacalności przedsiębiorstwa<sup>7</sup> oraz

<sup>5</sup> *Ibidem*, s. 103.

<sup>6</sup> Zob. np. R. K o w a l a k, *Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa w badaniu zagrożenia upadłością*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o.o., Gdańsk 2008, s. 11; K. S t ę p i e ń, *Rentowność a wypłacalność przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 2008, s. 26.

<sup>7</sup> Zob. np. J. C. F r a n c i s, *Management of Investments*, McGraw-Hill Book Company, New York 1988, s. 298; T. M a ś l a n k a, *Przepływy pieniężne w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw*, C. H. Beck, Warszawa 2008, s. 68 i nast.

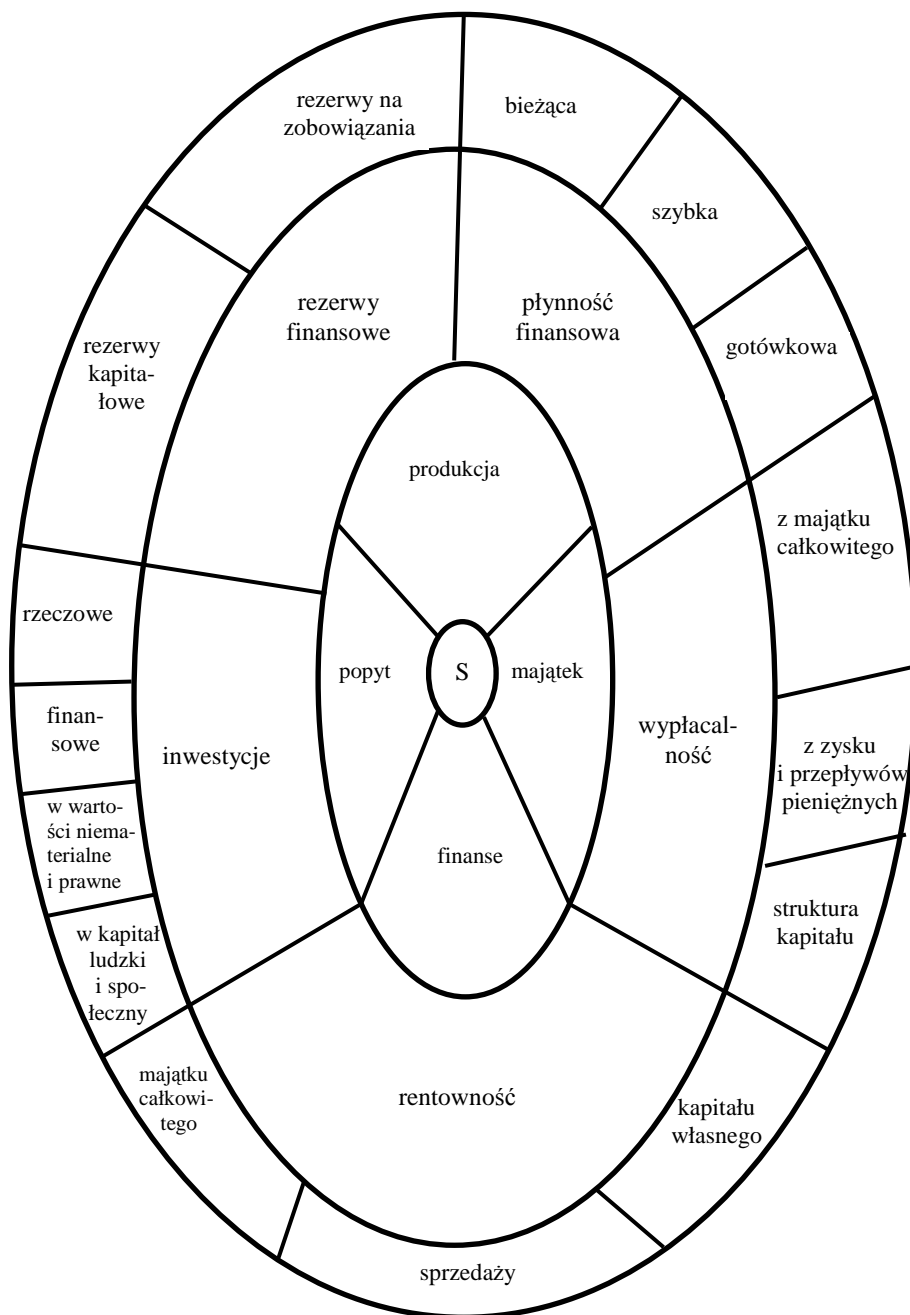
osiągania i podziału zysku netto<sup>8</sup>. Precyzując ideę konstrukcji wieloczynnikowego modelu bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa wskazać należy, że każdy z wymienionych czynników jest związany ze sprzedażą i zależy przede wszystkim od wartości sprzedaży (zob. rys. 1). W proponowanym modelu sprzedaż została uznana za ośrodek generowania nadwyżki finansowej przedsiębiorstwa oraz warunek osiągnięcia i utrzymania płynności finansowej i wypłacalności przedsiębiorstwa.

Przyjęcie tej tezy za wiodącą uzasadnione może być argumentacją, że wartość sprzedaży jest zmienną o kluczowym znaczeniu dla istnienia przedsiębiorstwa. Utworzenie przedsiębiorstwa jest co prawda funkcją pierwotną w stosunku do sprzedaży produktów i usług, lecz nie gwarantuje jej realizacji. Co więcej, samo założenie przedsiębiorstwa nie oznacza, że musi ono zanotować na swym rachunku określoną wartość sprzedaży produktów i/lub świadczonych usług w danym czasie. Może ono formalnie istnieć bez rozpoczęcia działalności gospodarczej aż do chwili wykreślenia z krajowego rejestru sądowego. Nadto, może ono być przedmiotem transakcji kupna–sprzedaży. Abstrahując od takiej sytuacji, należy podkreślić, że może ono istnieć i funkcjonować, jeśli przyczynia się swoją działalnością do zaspokojenia i rozwoju potrzeb społecznych. O wielkości sprzedaży, zróżnicowaniu asortymentowym, stopniu atrakcyjności rynkowej produktów decyduje nie tylko charakter i wielkość rynku zbytu lecz także zmienne techniczno-produkcyjne, skuteczność i efektywność procesów logistycznych, polityka kredytu kupieckiego, strategie promocji sprzedaży itd.

Czyniąc sprzedaż „kołem zamachowym” działalności gospodarczej wskazać można, że jest ona siłą sprawczą rozpoczęcia i kontynuacji działalności gospodarczej oraz łącznikiem pomiędzy przedsiębiorstwem a rynkiem zbytu produktów i usług i jako taka zabezpiecza interesy zarówno przedsiębiorstwa jak uczestników rynku zbytu oraz rynku zaopatrzenia, rynku finansowego i innych interesariuszy. Jej wielkość i struktura zmienia się przeto w wyniku podjęcia i realizacji różnych decyzji „sprzedaj–kup” oraz szeroko rozumianych warunków rynkowych, produkcyjnych technicznych, społecznych itp. Jest ona zatem kształtowana z w wyniku wykorzystania wielu instrumentów wspomagających podaż i z zastosowaniem określonych warunków płatności i form płatności. Te ostatnie, czyli warunki i formy płatności, wydają się być najważniejszymi narzędziami operacyjnego kształtowania wartości sprzedaży i wartości przychodów netto ze sprzedaży produktów i usług. Do najistotniejszych z nich można zaliczyć: ceny promocyjne, rabaty, opusty, skonto kasowe, bonifikaty, premie, kredyt odbiorcy.

---

<sup>8</sup> Więcej zob. np. w: J. McGuigan, W. Kretlow, R. Moyer, *Contemporary Corporate Finance*, South-Western Cengage Learning, Andover 2009, s. 516 i nast.; A. N. Duraj, *Rezerwy a strategie finansowe publicznych spółek akcyjnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008, s. 110 i nast.; A. Kusak, *Jakie są finansowe konsekwencje podziału zysku netto?*, „Biuletyn Rachunkowości i Finansów” 2006, nr 17, [www.infor.pl](http://www.infor.pl); A. Duliniec, *Finansowanie przedsiębiorstwa. Strategie i instrumenty*, PWE, Warszawa 2011, s. 42 i nast.



Rys. 1. Wieloczynnikowy model bezpieczeństwa finansowego ze sprzedażą jako ośrodkiem generowania nadwyżki finansowej przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne.

Można podkreślić, że sprzedaż produktów wpływa na wielkość produkcji, ta zaś kształtuje źródła, wielkość i strukturę pochodzenia oraz zaangażowania określonych czynników produkcji. Jest to zależność nie tylko znajdująca wyraz w zarządzaniu, lecz także w realnych procesach gospodarowania uwzględniających potrzebę wykorzystywania zasady sprzężenia zwrotnego. Wywiera ona bezpośredni wpływ na kształtowanie nie tylko jakości wytwarzanych produktów i świadczonych usług, lecz także determinuje wysokość, strukturę i charakter całkowitych kosztów własnych przedsiębiorstwa, tworząc przy tym szansę lub zagrożenie dla konkurentów przedsiębiorstwa.

Skierowanie uwagi na zewnętrzne rezultaty działania przedsiębiorstwa z jednoczesnym uwzględnieniem kosztu wytworzenia i kosztów sprzedaży w sposób jednoznaczny pozwala na wskazanie i analizę systemowego charakteru powiązań układów ewidencyjnych kosztów, bilansu oraz rachunku zysków i strat, a także rachunku przepływów środków pieniężnych i zestawienia zmian w kapitale własnym przedsiębiorstwa<sup>9</sup>.

Tego rodzaju kompleksowe i systemowe podejście do procesu kształtowania działalności gospodarczej przedsiębiorstwa z uczynieniem wartości sprzedaży jako zmiennej objaśniającej dla wielu zmiennych objaśnianych wydaje się być uzasadnioną podstawą stworzenia modelu bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa z uwagi na całościowe spojrzenie na działalność gospodarczą z wewnątrz i zewnątrz podstawowej jednostki gospodarczej. Nadto, dodatkowym argumentem usprawiedliwiającym tego rodzaju podejście jest zawarcie w nim podejścia memoriałowego i podejścia kasowego. Można przyjąć bowiem, że zarówno podejście memoriałowe, jak i podejście kasowe są równoważnymi wymiarami analizy bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa. Nie można bowiem preferować ani podejścia memoriałowego, ani też podejścia kasowego w kształtowaniu warunków i sposobów kreacji bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa z użyciem określonych instrumentów.

Zarządzanie bezpieczeństwem finansowym przedsiębiorstwa wymaga bowiem jednoczesnego uwzględniania w decyzjach finansowych, i tym samym decyzjach odnoszących się do sprzedaży, szeregu czynników wpływających zarówno na koszty i wydatki przedsiębiorstwa, jak i na przychody ze sprzedaży wraz z wpływami z działalności operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej. Niebagatelną kwestią staje się pojmowanie rozpatrywanych zmiennych kształtujących bezpieczeństwo finansowe przedsiębiorstwa w ich wzajemnych zależnościach i konfiguracjach. Wydaje się, że na problem ten należy spojrzeć z całościowej perspektywy zarządczej, którą tworzy ustawa o rachunkowości. Nie wystarczy przeto wskazać, że bezpieczeństwo finansowe przedsiębiorstwa w wymiarze

---

<sup>9</sup> Zob. np. B. Bek-Gaik, *Sprawozdanie z całkowitych dochodów w biznesowej koncepcji sprawozdawczości finansowej IASB/ FASB*, Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości Nr 69(125), Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2012, s. 121 i nast.

memoriałowym jest pochodną realizacji złotej reguły bilansowej i złotej reguły finansowej przedsiębiorstwa.

L. Karbownik, przeprowadzając badania empiryczne nad operacyjnym bezpieczeństwem finansowym przedsiębiorstwa<sup>10</sup>, dowiodła konieczności podejmowania decyzji na podstawie właściwie dobranych oraz odpowiedzialnie interpretowanych i wykorzystywanych mierników oceny kondycji finansowej przedsiębiorstwa. Analizowane przez nią zmiany eksploatacyjnej rentowności oraz wydajności pieniężnej uwidoczniły, że w przedsiębiorstwach sektora TSL nie występuje znacząca dodatnia zależność korelacyjna pomiędzy kasowymi a memoriałowymi stopami zwrotu z aktywów ogółem oraz ze sprzedaży produktów, usług, towarów i materiałów.

Odnosząc się w opracowaniu do takich podstawowych kategorii finansowych przedsiębiorstwa jak koszty i dochody przedsiębiorstwa wskazać należy, że Ustawa o rachunkowości określa koszty jako: „Uprawdopodobnione zmniejszenia w okresie sprawozdawczym korzyści ekonomicznych, o wiarygodnie określonej wartości, w formie zmniejszenia wartości aktywów, albo zwiększenia wartości zobowiązań i rezerw, które doprowadzą do zmniejszenia kapitału własnego lub zwiększenia jego niedoboru w inny sposób niż wycofanie środków przez udziałowców lub właścicieli”. Natomiast analizując kategorię zysku można powołać się na pogląd H. Buk, która wskazuje że o zysku można mówić, gdy wartość aktywów na koniec okresu obrachunkowego jest wyższa od wartości aktywów na początek tego okresu, po wyłączeniu wszelkich wypłat na rzecz właścicieli i wkładów wniesionych lub wycofanych przez właścicieli w danym okresie<sup>11</sup>.

Podjęte rozważania nad modelem bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa z perspektywy przedstawienia zasadniczych segmentów i finansowych czynników jego kształtowania nie abstrahują od płynności i wypłacalności przedsiębiorstwa. D. Wędzki nie utożsamia bezpieczeństwa finansowego z płynnością finansową, choć wskazuje, że bezpieczeństwo finansowe należy rozumieć jako zdolność zachowania płynności finansowej oraz wysoką sprawność gospodarowania. Nadto stwierdza on wprost, że bezpieczeństwo finansowe w Polsce maleje, gdyż poziom finansowania pasywów obrotowych aktywami obrotowymi maleje<sup>12</sup>. Autor ten, wypowiadając się o sprawności gospodarowa-

<sup>10</sup> L. Karbownik, *Zależności memoriałowe i kasowe stóp zwrotu z działalności operacyjnej przedsiębiorstw sektora TSL*, „Acta Universitatis Lodziensis” 2011, Folia Oeconomica 256, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź, s. 57 i nast.

<sup>11</sup> Więcej zob. np. w: H. Buk, *Wpływ alternatywnego bilansowego ujęcia aktywów finansowych na ocenę płynności finansowej*, [w:] J. Duraj (red.), *Problemy współczesnej analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2007, s. 163 i nast.; H. Buk, A. M. Kostur (red.), *Zintegrowany system pomiaru dokonań w rachunkowości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2009.

<sup>12</sup> D. Wędzki, *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002, s. 35.



nia, nie wskazuje na przedmiot(y) gospodarowania, pozwalając przyjąć w rozważaniach nad bezpieczeństwem wiele wymiarów analitycznych.

Również można, a w zasadzie powinno się mówić – w zależności od celów – o gospodarowaniu majątkiem całkowitym lub jego określonymi rodzajami, o gospodarowaniu kapitałem przedsiębiorstwa lub tylko kapitałem własnym itd. W każdej z tych perspektyw analitycznych określić należy zakres czasowy, pamiętając i ceniąc wartość paradygmatu koniecznej realizacji zysku w dniu dzisiejszym, w taki sposób by zysk ten móc osiągnąć także w dniu jutrzejszym. Akceptacja tego rodzaju paradygmatu zarządzania zyskiem wyraża ostrożniejszą strategię pomnażania wartości kapitału własnego w długim horyzoncie czasu. Natomiast strategia wysokiego ryzyka zarządzania zyskiem, operacjonalizując *teorię wróbla w garści*, przedstawia bardzo agresywny charakter osiągania wysokich zysków w relatywnie krótkim okresie.

Zasygnalizowanie tego rodzaju problemów filozofii i praktyki zarządzania nie tylko zyskiem pozwala na zwrócenie uwagi, że w każdym z wymienionych wymiarów czasu działania przedsiębiorstwa inaczej układają się relacje między zmiennymi kształtującymi bezpieczeństwo finansowe jednostki gospodarczej.

W krótkim okresie:

- rentowność i wypłacalność nie muszą występować równolegle,
- ważniejsze jest zachowanie płynności i wypłacalności, niż osiągnięcie rentowności,
- zysk może być źródłem finansowania zapasów czy należności,
- przedsiębiorstwo może być rentowne, co nie musi być równoznaczne z dysponowaniem przez nie środkami pieniężnymi na pokrycie bieżących zobowiązań.

W długim zaś okresie:

- ma miejsce przekształcenie należności w środki pieniężne,
- zysk może być źródłem sfinansowania środków pieniężnych i przeto
- wzrasta lub osiągnięta zostaje zdolność do terminowego regulowania ogółu zobowiązań przez przedsiębiorstwo.

Gdy przedsiębiorstwo posiada nadmierną ilość środków pieniężnych w stosunku do wymagalnych zobowiązań, występuje tzw. nadpłynność finansowa lub nadmierna wypłacalność. Nadmierna wypłacalność może doprowadzić do obniżenia rentowności albo do zahamowania jej wzrostu. Nieulokowane odpowiednio środki pieniężne nie dostarczają dodatkowych korzyści, nie kreują zysku. Natomiast, gdy brakuje środków pieniężnych na pokrycie zobowiązań, mówimy o niedoborze płynności finansowej lub niedoborze wypłacalności, w przedsiębiorstwie powstaje zagrożenie niewypłacalnością. Nieobecność rentowności w krótkim okresie może nie decydować o braku bezpieczeństwa finansowego. Natomiast brak wypłacalności, zarówno w krótkim, jak i długim okresie jest przyczyną jego upadłości.

Występowanie straty finansowej może być jednakże źródłem wewnętrznego zagrożenia bezpieczeństwa przedsiębiorstwa. Jej występowanie nawet w krótkim okresie zakłócić może proces inwestycyjny i uniemożliwić realizację określonej strategii kształtowania rezerw finansowych. Zarówno inwestycje, jak i rezerwy finansowe są bowiem tworzone z zysku netto. W przypadku zaś wystąpienia straty finansowej w danym roku obrachunkowym zmniejszeniu ulega wartość kapitału samofinansowania oraz maleją rezerwy kapitałowe przedsiębiorstwa. Jeśli wartość straty finansowej jest relatywnie duża w stosunku do wartości kapitału zasobowego przedsiębiorstwa, wówczas sytuacja ta uznana może być za zagrożenie wewnętrzne bezpieczeństwu finansowemu jednostki gospodarczej.

Celem pomiaru bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa można zaproponować następujący zestaw mierników, odnoszących się do badania wypłacalności firmy:

- wskaźnik wypłacalności z majątku całkowitego,
- wskaźnik wypłacalności z zysku i przepływów pieniężnych,
- wskaźnik struktury kapitału.

Wskaźniki wypłacalności oparte na miernikach księgowych posiadają zasadniczą wadę: na wielkość zysku wpływają bowiem stosowane zasady rachunkowości<sup>13</sup>, a przedsiębiorstwa często stosują różne strategie finansowe, polegające na kreowaniu wyniku finansowego w granicach dozwolonego przez prawo bilansowe zakresu.

Należy zaznaczyć, że wskaźniki oparte na przepływach pieniężnych nie pozwalają ocenić w sposób bezpośredni, czy przedsiębiorstwo jest wypłacalne, czy niewypłacalne. Wskaźniki te wskazują raczej kierunek, w jakim podąża przedsiębiorstwo. Gdy przedsiębiorstwo wykazuje nadwyżkę pieniężną z działalności operacyjnej, wówczas można wnioskować, iż podąża ono w dobrym kierunku – mając ma uwadze swoją wypłacalność, a tym samym swoje przetrwanie i rozwój. Natomiast jeżeli przedsiębiorstwo wykazuje niedobór środków z działalności operacyjnej, uważa się to za niekorzystną sytuację finansową i podążanie w złym kierunku. Jeśli zarządzanie finansami w takim przedsiębiorstwie nie ulegnie zmianie, stanie się ono w przyszłości niewypłacalne. Można zatem stwierdzić, iż w przedsiębiorstwie dbającym o zachowanie swojej wypłacalności, operacyjny wynik przepływów pieniężnych powinien być dodatni i na tyle wysoki, aby można było pokryć ewentualne niedobory pieniężne z pozostałych rodzajów działalności.

Podejmowanie i realizowanie inwestycji przez przedsiębiorstwa jest procesem nieodzownym dla stworzenia w dniu dzisiejszym warunków efektywnego działania przedsiębiorstwa w przyszłości. Są one zorientowane na realizację ukierunkowanego procesu zmian ilościowych i jakościowych (strukturalnych,

---

<sup>13</sup> Więcej zob. w: J. Duraj, A. Sajnog, *Rentowność kapitału własnego giełdowych spółek przemysłowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2011, s. 29 i nast.

technologicznych, produkcyjnych, handlowych, kadrowych, kulturowych itp.) sprzyjających przetrwaniu, stabilności i dalszemu rozwojowi przedsiębiorstwa.

Ze względu na miejsce ujawnienia rezerw w bilansie przedsiębiorstwa można wyróżnić ich dwie zasadnicze kategorie: rezerwy na zobowiązania oraz rezerwy kapitałowe. Rezerwy rozumiane jako kategoria zobowiązań (czyli rezerwy na zobowiązania) obejmują: rezerwy z tytułu odroczonego podatku dochodowego, rezerwy na świadczenia emerytalne i podobne, pozostałe rezerwy, a także bierne rozliczenia międzyokresowe kosztów. Natomiast rezerwy jako kategoria ujmowana w kapitale własnym przedsiębiorstwa to rezerwy kapitałowe, na które składają się: kapitał zapasowy, kapitał rezerwowy oraz kapitał z aktualizacji wyceny.

Jeżeli rozważymy miejsce ujawnienia rezerw w bilansie przedsiębiorstwa wówczas zauważyć należy, że rezerwy na zobowiązania są jednocześnie rezerwami kosztowymi, a podstawą prawną ich tworzenia jest prawo bilansowe<sup>14</sup>, kodeks pracy, Międzynarodowe i Krajowe Standardy Rachunkowości. Co więcej, za przesłankę ich tworzenia należy uznać zarówno obowiązek prawny, jak i zobowiązanie zwyczajowe. Natomiast rezerwy kapitałowe są jednocześnie rezerwami jawnymi, będąc równocześnie – w spółkach akcyjnych – rezerwami obligatoryjnymi (kapitał zapasowy oraz kapitał z aktualizacji wyceny), jak i rezerwami fakultatywnymi (kapitał rezerwowy).

Należy podkreślić, iż rezerwy w klasycznym znaczeniu tego terminu, wynikającym z prawa bilansowego, wiązane są ze zobowiązaniami przedsiębiorstwa. Reprezentują bowiem podzbiór zobowiązań, będących bieżącym lub przyszłym obowiązkiem przedsiębiorstwa. Rezerwy nie powinny być utożsamiane z długiem przedsiębiorstwa. Powinno się je traktować jako oszacowane zobowiązania, których wysokość i/lub termin zapłaty są niepewne. Nie są one zatem normalnymi zobowiązaniami, ale oczekiwanymi obciążeniami przedsiębiorstwa o nieokreślonej wysokości i/lub terminie zapłaty. Tym samym nie powinny one być utożsamiane z długiem przedsiębiorstwa czy też ze zobowiązaniami. Można zatem stwierdzić, iż one samoistną, wydzieloną grupę zobowiązań.

Za traktowaniem rezerw finansowych jako jednego z sześciu czynników kształtujących bezpieczeństwo finansowe przedsiębiorstwa przemawiają zasadnicze ich funkcje. Interesując się tylko rezerwami kapitałowymi i rezerwami na zobowiązania wskazać należy, że:

– gwarantują odtwarzanie wartości aktywów netto, przez oszacowanie przewidywanych i niezależnych od przedsiębiorstwa ubytków aktywów, przez co gwarantują jego odtwarzanie z roku na rok, co najmniej na tym samym poziomie;

<sup>14</sup> Zob. J. Zakrzewska, *Prawo bilansowe a prawo podatkowe. Podatki a rachunkowość*, [w:] E. Walińska (red.), *Rachunkowość i sprawozdawczość finansowa 2005*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2005, s. 148.

– ochraniają interesy wierzycieli i właścicieli spółki. Ich tworzenie wpływa na wzrost wartości kapitału własnego i rezerw na zobowiązania długoterminowe. Nadto

– są to specyficzne rezerwy. Nie mogą być bowiem rozwiązane w czasie funkcjonowania przedsiębiorstwa. Tym samym rezerwy kapitałowe są wykorzystywane przez cały okres działania przedsiębiorstwa, a ich rozwiązanie następuje jedynie w przypadku, gdy przedsiębiorstwo nie będzie już w stanie kontynuować swojej działalności gospodarczej i zostanie zlikwidowane. W tym względzie wykazują cechy kapitału zakładowego przedsiębiorstwa.

Można podkreślić, iż kapitał zapasowy i kapitał rezerwowy przedsiębiorstwa stanowią jego specyficzną rezerwę, która stanowi zabezpieczenie przedsiębiorstwa przed brakiem możliwości pokrycia strat wykazanych w jego sprawozdaniu finansowym. Co więcej, powiększają one zdolność przedsiębiorstwa do wypłaty dywidendy, jak również zaliczki na dywidendę. Natomiast kapitał z aktualizacji wyceny jest co do istoty odmienną kategorią od kapitału zapasowego i rezerwowego, gdyż jego powstawanie wiąże się z rewaluacją czy też aktualizacją, a zatem z uaktualnieniem wyceny.

Problem tworzenia rezerw dla ograniczenia ryzyka bankructwa i kształtowania wartości kapitału przedsiębiorstwa należy uznać za kluczowy dla każdej firmy. Ryzyko bankructwa przedsiębiorstwa jest bowiem zagadnieniem odnoszącym się do długiego okresu i posiadającym ważne implikacje społeczno-gospodarcze. W krótkim okresie istotną rolę pełni ryzyko utraty płynności finansowej przedsiębiorstwa. Może ono wynikać m. in. z malejącej wartości przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej.

Wartość przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej wraz z wartością przepływów z działalności inwestycyjnej i działalności finansowej odzwierciedla nadwyżkę lub niedobór środków pieniężnych wygenerowanych przez przedsiębiorstwo w okresie sprawozdawczym. Osiągnięta przez przedsiębiorstwo kwota środków pieniężnych pozwala zidentyfikować zdarzenia gospodarcze, które wyłygnęły na ich wygenerowanie. Jednym z takich zdarzeń gospodarczych są zmiany stanu rezerw. Utworzone rezerwy zwiększają wartość korekt razem wyniku finansowego netto i tym samym powodują zwiększenie wartości przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej. Gdy zaś rezerwy te zostają wykorzystane dla sfinansowania określonych zdarzeń, wówczas wartość przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej zmniejsza się o określoną kwotę.

Warto podkreślić, iż przyrost przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej wywołany przyrostem rezerw może być równoznaczny ze wzrostem wypłacalności przedsiębiorstwa i zmniejszeniem ryzyka jego bankructwa. Zwiększona kwota przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej wzmacnia bowiem zdolność przedsiębiorstwa do generowania gotówki z tej sfery jego działalności.

W literaturze przedmiotu prezentowane są liczne modele, które mogą być wykorzystane do przewidywania upadłości przedsiębiorstwa. Wśród nich<sup>15</sup> wyróżnić można zarówno modele oparte na analizie dyskryminacji, takie jak modele jednozmiennne (jednowymiarowe) i modele wielozmiennne (wielowymiarowe), określane jako Z-score, jak również modele oparte na rachunku prawdopodobieństwa warunkowego.

Ujęte w formie tabelarycznej zastawienia głównych kryteriów i mierników oceny stosowanych w prognozowaniu bankructwa przedsiębiorstwa w literaturze światowej i znajdujące się oryginalne modele bankructwa w literaturze polskiej wskazują, że przedstawiony w opracowaniu zarys wieloczynnikowego modelu bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa posiada szerszy i tym samym pełniejszy zakres problemowy (zob. tab. 1 i tab. 2).

Legenda:

<i>WRIN</i>	– wskaźnik dynamiki obrotu zapasami,
<i>WARIN</i>	– wskaźnik rotacji zapasów,
<i>WRAR</i>	– wskaźnik rotacji należności,
<i>TA</i>	– wartość aktywów ogółem,
<i>FA</i>	– wartość aktywów trwałych,
<i>CA</i>	– wartość aktywów obrotowych,
<i>WC</i>	– kapitał pracujący,
<i>D</i>	– zobowiązania,
<i>E</i>	– wartość kapitału własnego,
<i>OCF</i>	– przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej,
<i>S</i>	– sprzedaż (przychody ze sprzedaży),
<i>S_sektora</i>	– wartość sprzedaży w sektorze,
<i>Gs</i>	– wskaźnik dynamiki sprzedaży,
<i>ROS</i>	– współczynnik rentowności sprzedaży,
<i>ROA</i>	– współczynnik rentowności aktywów,
<i>EBiT</i>	– zysk przed opodatkowaniem i zapłaceniem odsetek,
<i>MVE</i>	– wartość rynkowa przedsiębiorstwa,
<i>OC</i>	– koszty operacyjne,
<i>AM</i>	– amortyzacja,
<i>CF</i>	– przepływy pieniężne,
<i>IN</i>	– zapasy,
<i>ER</i>	– zysk zatrzymany,
<i>EBT</i>	– zysk brutto,
<i>EAT</i>	– zysk netto,
<i>CL</i>	– zobowiązania bieżące oraz
<i>Rez</i>	– rezerwy finansowe.

<sup>15</sup> K. Stępień, *Rentowność a wypłacalność przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 2008, s. 160.

Tabela 1

Zestawienie obszarów i mierników oceny w wybranych światowych modelach oceny bankructwa przedsiębiorstwa

Wyszczególnienie	Modele							
	W. H. Beavera	P. Weibela	Altmana	ZETA	J. Ko	EWS	UAD (Uproszczona Analiza Dyskryminacyjna)	Beermanna
Sprzedż			ROS			OCF/S, S_sektora, Gs	TA/S, IN/S	IN/S, S/TA
Majątek – Kapitał		MAT/UMAT	MVE/ BVE	MVE/ MVED, E, TA	WRIN, MVE/BVTL	FA/TA,		TA/TL
Rentowność	OCF/TL, ROA,	CF/CL	ER/TA, EBIT/TA	EBIT/TA, EAT, ER,	EBIT/S, EAT		(CF_ AM)/TL, EBT/TA	(EBT+ AM)/TL, EBT/TA, EBT/S
Płynność finansowa	(CA-CL)/ TA, (CA-IN)/ (OC-AM)	(MY-TEL)/ (C-AM), CA/CL	(CA-CL)/TA	CA/CL	WC/CL	CL/TL		(CA+CL)/TEL
Wypłacalność	TL/TA,	CR/CZM D/TEL		EBIT/I		TL/TA		
Inwestycje								
Rezerwy								

Źródło: opracowanie własne na podstawie: J. Gajdka, D. Stos, *Prognozowanie bankructwa spółek giełdowych – doświadczenia polskie*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Absolwent, Łódź 2003, s. 56, 58–59; M. Zaleska, *Identyfikacja ryzyka upadłości przedsiębiorstwa i banku*, Difin, Warszawa 2002, s. 25; A. Rutkowski, *Prognozowanie zagrożenia upadłością na podstawie sprawozdań finansowych*, „Rynek kapitałowy” 1999, nr 4; R. Rolbecki, *Analiza dyskryminacyjna w ocenie sytuacji finansowej przedsiębiorstw*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa” 2000, nr 9; [www.mfiles.ae.krakow.pl](http://www.mfiles.ae.krakow.pl); M. Hamrol (red.), *Analiza finansowa jako narzędzie zarządzania przedsiębiorstwem*, Katedra Analizy Finansowej i Strategicznej, Poznań 2005, s. 72–73; G. Gołębiowski, A. Tłaczała, *Analiza ekonomiczno-finansowa w ujęciu praktycznym*, Difin, Warszawa 2005, s. 167; D. Hadasik, *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce i metody jej prognozowania*, Zeszyt Naukowy Nr 15, AE Poznań, Poznań 1998, s. 133–175.

Tabela 2

Zestawienie obszarów i mierników oceny w wybranych polskich modelach oceny bankructwa przedsiębiorstwa

Wyszczególnienie	Modele				
	J. Gajdki i D. Stosa	D. Hadasik	A. Hołdy	E. Mączyńskiej i M. Zawadzkiego	D. Appenzeller i K. Szarzec
Sprzedaż	R/TA		R/TA		IN/R
Majątek – Kapitał					
Rentowność	EAT/TA, EBT/R		EAT/TA, CL/CWS	(EAT+AM)/TL, OCF/TA,	EBIT/R
Płynność finansowa	CL/CWS	CA/CL, (CA-IN)/CL (CA-CL)/TA	CA/CL	CA/CL	WRAR+WARIN, CA/CL
Wypłacalność	TL/TA	TL/TA	TL/TA	E/TA	
Inwestycje					
Rezerwy					(TL+Rez)/(EBT+AM)

Źródło: jak do tab. 1.

Zaprezentowane w powyższych tabelach zestawienie wykorzystywanych kryteriów i mierników w modelach oceny bankructwa przedsiębiorstwa wskazuje, iż modele te uwzględniają zasadnicze kluczowe sfery i rezultaty jednostek gospodarczych i nie ograniczają się do oceny sytuacji finansowo-majątkowej. Nie obejmują one jednak inwestycji oraz w zasadzie rezerw finansowych. W tym ostatnim przypadku wyjątkiem jest model oceny bankructwa przedsiębiorstwa opracowany przez D. Appenzeller i K. Szarzec, w którym łączna wartość zobowiązań i rezerw finansowych została zrelacjonowana do sumy wartości zysku przed opodatkowaniem i amortyzacji. Rozwiązanie to, podobnie jak pozostałe modele prognozowania bankructwa przedsiębiorstwa, wskazuje na zasadność szerszego spojrzenia na ocenę bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa i tym samym na uwzględnienie wielu narzędzi przystających do potrzeb wzrostu i umacniania finansowych warunków skutecznego i efektywnego funkcjonowania i rozwoju przedsiębiorstwa

### 3. ZAKOŃCZENIE

Jeśli za cel nadrzędny funkcjonowania przedsiębiorstw uznamy kreowanie wartości dla jego właścicieli, wówczas pierwszoplanową rolę zaczną odgrywać strategie wzrostu wartości przedsiębiorstwa, odnoszące się do ograniczania ryzyka gospodarczego, bankructwa przedsiębiorstwa, jego wypłacalności i co za tym idzie – bezpieczeństwa finansowego.

Bezpieczeństwo finansowe można określić w ujęciu procesowym i/lub sytuacyjnym jako proces i/lub ogół warunków pozyskiwania, gromadzenia i wykorzystania środków finansowych zapewniający kontynuację działalności przedsiębiorstwa oraz finansowe warunki jego rozwoju.

W wymiarze memoriałowym bezpieczeństwo finansowe przedsiębiorstwa jest pochodną realizacji złotej reguły bilansowej i złotej reguły finansowej przedsiębiorstwa. Obie te reguły wiążą się z bezpieczeństwem finansowym przedsiębiorstwa.

Stabilność sytuacji finansowej zależy od tego w znacznej mierze, z jakich źródeł finansowane są aktywa trwałe i jaka jest struktura wewnętrzna kapitałów. Im krótsze są terminy spłaty kapitałów obcych tym przedsiębiorstwo powinno zachować większą płynność składników majątkowych, a tym samym im dłuższe są terminy spłaty kapitałów obcych, tym mniejszą płynnością muszą się charakteryzować składniki aktywów.

Bezpieczeństwo finansowe przedsiębiorstwa utożsamiane jest ze zdolnością zachowania przez przedsiębiorstwo nie tylko płynności i wypłacalności finansowej, lecz także z osiągnięciem rentowności oraz inwestowaniem i tworzeniem rezerw finansowych.



## BIBLIOGRAFIA

- Adamczyk J., *Spoleczna odpowiedzialność przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2008.
- Bek-Gaik B., *Sprawozdanie z całkowitych dochodów w biznesowej koncepcji sprawozdawczości finansowej IASB/ FASB*, Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości Nr 69 (125), Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2012.
- Buk H., Kostur A. M. (red.), *Zintegrowany system pomiaru dokonań w rachunkowości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2009.
- Buk H., *Wpływ alternatywnego bilansowego ujęcia aktywów finansowych na ocenę płynności finansowej*, [w:] J. Duraj (red.), *Problemy współczesnej analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2007.
- Duliniec A., *Finansowanie przedsiębiorstwa. Strategie i instrumenty*, PWE, Warszawa 2011.
- Duraj A. N., *Rezerwy a strategie finansowe publicznych spółek akcyjnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008.
- Duraj J., Papiernik-Wojdera M., *Przedsiębiorczość i innowacyjność*, Difin, Warszawa 2010.
- Duraj J., Sajnog A., *Rentowność kapitału własnego giełdowych spółek przemysłowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2011.
- Francis J. C., *Management of Investments*, McGraw-Hill Book Company, New York 1988.
- Karbovník L., *Zależności memoriałowe i kasowe stóp zwrotu z działalności operacyjnej przedsiębiorstw sektora TSL*, „Acta Universitatis Lodzianis” 2011, Folia Oeconomica 256, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Kowalak R., *Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa w badaniu zagrożenia upadłością*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o.o., Gdańsk 2008.
- Kusak A., *Jakie są finansowe konsekwencje podziału zysku netto?*, „Biuletyn Rachunkowości i Finansów” 2006, nr 17, www.infor.pl.
- Maślanka T., *Przepływy pieniężne w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw*, C. H. Beck, Warszawa 2008.
- McGuigan J., Kretlow W., Moyer R., *Contemporary Corporate Finance*, South-Western Cengage Learning, Andover 2009.
- Słownik terminów z zakresu bezpieczeństwa narodowego*, Akademia Obrony Narodowej, Wydział Strategiczno-Obronny, Warszawa 2002.
- Stępień K., *Rentowność a wypłacalność przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 2008.
- Stępień K., *Rentowność a wypłacalność przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 2008.
- Walczak-Duraj D., *Spoleczno-polityczne uwarunkowania współpracy subregionalnej na rzecz bezpieczeństwa. Przykład Polski*, [w:] R. Borowiecki, M. Kwieciński (red.), *Informacja w zintegrowanej Europie. Koncepcje i narzędzia zarządzania wobec wyzwań i zagrożeń*, Difin, Warszawa 2006.
- Wędzki D., *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002.
- Zakrzewska J., *Prawo bilansowe a prawo podatkowe. Podatki a rachunkowość*, [w:] E. Walińska (red.), *Rachunkowość i sprawozdawczość finansowa 2005*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2005.

*A. Natasza Duraj*

## **MULTIFACTORIAL CONCEPT OF MODEL OF THE FINANCIAL SECURITY OF THE ENTERPRISE**

The main goal of this paper is to present the concept of model of financial security of the enterprise.

The problem concerning the model of financial security is relatively new in the Polish literature, as it is connected with transformation of conditions in which companies operate and with adaptation of Accounting Act.

Because of the complexity of corporate processes, an analysis of financial security must be based on the knowledge about corporate solvency, financial liquidity, investments, financial and capital reserves and profitability.

Business practice indicates that in the conditions of the economic crisis competition between companies leads to dynamic changes. Companies, if they intend to survive and expand, must continuously verify their strategies and their financial security. Such analysis provides a basis for making rational decisions related to future operations.

**Key words:** financial security, concept of financial security, solvency, financial liquidity, sales, return on sales, provisions, reserves.



**Marlena Grabowska\***  
**Iwona Otola\*\***

## **WARTOŚĆ DODANA DETERMINANTĄ KONKURENCYJNOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA**

### **1. WSTĘP**

Zasadniczym celem opracowania jest próba dokonania teoretycznej i empirycznej analizy możliwości uznania wartości dodanej za determinantę przejawu konkurencyjności przedsiębiorstwa. Podstawową tezę artykułu jest stwierdzenie zakładające, iż wysoka wartość dodana łączy się z jednoczesnym wysokim udziałem w rynku danego podmiotu. Istotność podjętego tematu wynika zarówno z faktu uznania zjawiska konkurencji i konkurencyjności za atrybut gospodarki rynkowej, jak też z roli, jaką pełni przyjęta strategia konkurencyjna w realizacji założonych przez przedsiębiorstwo celów działania. Ponadto przyjmując koncepcję kreowania wartości jako wspólnego celu przedsiębiorstwa i jego interesariuszy należy wnioskować, iż tworzenie wartości przedsiębiorstwa wiąże się z uzyskaniem przezeń dobrej pozycji konkurencyjnej.

### **2. KONKURENCJA I JEJ ZNACZENIE W GOSPODARCE RYNKOWEJ**

W ujęciu etymologicznym termin konkurencja wywodzi się od łacińskiego słowa *concurrere*, oznaczającego „biec razem z kimś innym”<sup>1</sup>. Powyższa językowa interpretacja tego pojęcia wskazuje na działania realizowane przez co najmniej dwa podmioty. W ogólnym rozumieniu należy upatrywać w tych zachowaniach współzawodnictwo oraz rywalizację. Zjawisko konkurencji jest

---

\* Dr inż., Politechnika Częstochowska.

\*\* Dr inż., Politechnika Częstochowska.

<sup>1</sup> W. Kopałiński, *Słownik wyrazów obcych i zwrotów obcojęzycznych*, Wiedza Powszechna, Warszawa 1983, s. 227.

powszechne i występuje w różnorodnych dziedzinach, nie tylko mających naturę gospodarczo-ekonomiczną, ale także społeczną, kulturową, artystyczną, polityczną, czy też sportową.

W literaturze przedmiotu można odnaleźć określenie konkurencji jako zjawiska, którego uczestnicy rywalizują między sobą w dążeniach do analogicznych celów, podejmując jednocześnie działania, mogące utrudniać lub nawet uniemożliwiać osiągnięcie takich samych celów przez innych<sup>2</sup>. Konkurencja jest zatem mechanizmem, który charakteryzuje określone rodzaje relacji między danymi podmiotami. Relacje te polegają na konkurowaniu, oznaczającym dążenie do osiągania swych celów poprzez rywalizację z innymi podmiotami. Rywalizacja ta może dotyczyć dostępu do zasobów, dóbr, usług, kapitału, władzy, uznania, czy też prestiżu<sup>3</sup>. Ponadto mając na uwadze podmioty konkurowania należy także wskazać na możliwość rozpatrywania pojęcia konkurencji w ujęciu węższym i szerszym. Dotyczy ona bowiem zarówno takich jednostek gospodarujących jak przedsiębiorstwa, czy też gospodarstwa domowe, ale także rozpatruje się ją w aspekcie branżowym, gałęzi gospodarczych oraz gospodarek narodowych.

Konkurencja – zdaniem M. E. Portera – determinuje działania przedsiębiorstw w kierunku innowacji, czy też doskonałości w realizowanych zadaniach<sup>4</sup>. M. Strużycki wskazuje, iż konkurencja należy do jednej z najbardziej naturalnych oraz wyrazistych oznak orientacji rynkowej i przedsiębiorczości<sup>5</sup>. W literaturze przedmiotu można również odnaleźć pogląd mówiący, iż konkurencja jest siłą napędową rozwoju przedsiębiorstw i zachodzi przede wszystkim między przedsiębiorstwami<sup>6</sup>. M. J. Stankiewicz podkreśla także, iż podmioty muszą posiadać cechę konkurencyjności, aby skutecznie konkurować, czyli osiągać swe cele mimo przeszkód tworzonych przez konkurentów<sup>7</sup>.

Bycie konkurencyjnym oznacza natomiast według R. Sobieckiego nie tylko sprawność danej jednostki gospodarczej do stawiania czoła konkurentom i wygrywania tej rywalizacji, ale także jest to umiejętność budowania dobrobytu i bogactwa<sup>8</sup>. Powyższe rozważania pozwalają zauważyć, iż posiadanie cechy konkurencyjności podmiotów łączy się także z realizowaniem działań zapewnia-

---

<sup>2</sup> M. J. Stankiewicz, *Konkurencyjność przedsiębiorstwa. Budowanie konkurencyjności przedsiębiorstwa w warunkach globalizacji*, TNOiK, Toruń 2002, s. 18.

<sup>3</sup> M. Dzikowska, M. Gorynia, *Teoretyczne aspekty konkurencyjności przedsiębiorstwa – w kierunku koncepcji elektrycznej?*, „Gospodarka Narodowa”, kwiecień 2012, nr 248, s. 4.

<sup>4</sup> M. E. Porter, *Competitive Advantage, Creating and Sustaining Superior Performance*, The Free Press, New York 1985, s. 1.

<sup>5</sup> M. Strużycki, *Konkurencja w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, [w:] M. Strużycki (red.), *Podstawy zarządzania przedsiębiorstwem*, Wydawnictwo SGH, Warszawa 1998, s. 172.

<sup>6</sup> M. J. Stankiewicz, *op. cit.*, s. 22.

<sup>7</sup> *Ibidem*, s. 30.

<sup>8</sup> R. Sobiecki, *Interesariusze a konkurencyjność przedsiębiorstwa*, [w:] *Źródła wzrostu konkurencyjności polskich przedsiębiorstw na rynkach UE. Materiały konferencyjne*, IFGN SGH, Warszawa 2009, s. 3.

jących ich stabilny i długotrwały rozwój, a tym samym przyczyniających się do generowania dodatkowej wartości w danym podmiocie. Podejmowanie wątku wykorzystania konkurencyjności dla budowy stabilnego i trwałego rozwoju przedsiębiorstwa wiąże się nie tylko z oceną roli i efektów konkurencyjności w samym przedsiębiorstwie, ale także wpływu na jego otoczenie<sup>9</sup>. Dlatego też efektywność funkcjonowania przedsiębiorstwa na rynku opiera się na zdolnościach adaptacyjnych w odniesieniu do zmian zachodzących w jego otoczeniu<sup>10</sup>. Analizując własność konkurencyjności podmiotów należy zatem zauważyć, iż przetrwanie na konkurencyjnym rynku wymusza na danej jednostce gospodarczej jej dalszy rozwój i tym samym tworzenie dodatkowej wartości.

### 3. ISTOTA KONKURENCYJNOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA

Prezentowane w publikacjach naukowych podejście do problematyki konkurencyjności przedsiębiorstw ma wielowymiarowy charakter. W szerszym aspekcie M. Gorynia rozumie pod tym pojęciem działania prowadzone w celu przetrwania w konkurencyjnym otoczeniu. Cytowany autor wyraża również pogląd, iż konkurencyjność to umiejętność osiągania i utrzymywania przewagi konkurencyjnej<sup>11</sup>. Jest to zatem atrybut tylko wybranych podmiotów biorących udział w walce konkurencyjnej, czyli takich które są skuteczne w prowadzonej rywalizacji<sup>12</sup>. Zbliżone podejście do terminu konkurencyjności przedsiębiorstwa prezentuje M. J. Stankiewicz ujmując to zjawisko jako zdolność do sprawnego realizowania celów na rynkowej arenie konkurencji. Postać sprawnego działania łączona jest przy tym z takimi cechami jak: skuteczność, korzyść i ekonomiczność, której odzwierciedleniem jest umiejętność osiągania celów. Natomiast za uogólniony przejaw takiej sprawności należy uznać wyniki działalności prowadzonej na arenie rynkowej<sup>13</sup>. J. Bossak i W. Bieńkowski określają konkurencję w aspekcie gospodarczym jako rywalizację podmiotów, mającą na celu osiągnięcie korzyści z prowadzonej działalności gospodarczej na rynku krajowym i zagranicznym<sup>14</sup>.

<sup>9</sup> J. Adamczyk, T. Nitkiewicz, *Programowanie zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007, s. 35.

<sup>10</sup> A. Brzozowska, *Teorio-poznawcze aspekty systemów informatycznych wspomagających zarządzanie w branży spożywczej*, „Logistyka” 2012, nr 4, Wydawnictwo ILiM, Poznań 2012, s. 869.

<sup>11</sup> M. Gorynia, *Luka konkurencyjna na poziomie przedsiębiorstwa, a przystąpienie Polski do Unii Europejskiej*, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 2002, s. 48.

<sup>12</sup> M. Dzikowska, M. Gorynia, *op. cit.*, s. 4.

<sup>13</sup> M. J. Stankiewicz, *op. cit.*, s. 36 i 40.

<sup>14</sup> J. Bossak, W. Bieńkowski, *Międzynarodowa zdolność konkurencyjna kraju i przedsiębiorstw*, SGH, Warszawa, 2004, s. 14.

Rezultatem konkurowania rynkowego jest zatem osiągnięta przez dane przedsiębiorstwo pozycja konkurencyjna. E. Skawińska i R. I. Zalewski określają ją jako wynik oceny, mający charakter ilościowo – jakościowy, w stosunku do konkurentów w określonej dziedzinie działalności. Porównując jakość działania oraz osiągnięte przez przedsiębiorstwo rezultaty można mówić o wypracowaniu przewagi konkurencyjnej lub braku takiej przewagi. H. Kościelniak i J. Nowakowska-Grunt podkreślają, iż funkcjonowanie przedsiębiorstw w warunkach globalizacji oraz możliwość uzyskiwania przewagi konkurencyjnej wiąże się z koniecznością wprowadzenia zmian w systemie podejmowania decyzji, a także wymaga wyższej jakości zarządzania, szybszych i pewniejszych informacji dla zarządzających organizacjami gospodarczymi<sup>15</sup>.

Należy podkreślić, iż ocena pozycji konkurencyjnej determinowana jest przez optykę wartości uznawanych za wymagane przez interesariuszy przedsiębiorstwa. Istotnym jest zatem wskazanie grona adresatów zainteresowanych osiąganiem korzyści z tytułu rywalizacji między przedsiębiorstwami. Podmioty te analizując działalność danej jednostki stosują kryteria odpowiadające swoim celom.

W literaturze przedmiotu przedstawiana jest następująca interpretacja oczekiwań grona poszczególnych adresatów zainteresowanych generowaniem wartości przez przedsiębiorstwo<sup>16</sup>:

– właściciele – otrzymują godziwy zwrot z zainwestowanego kapitału, rozumiany jako co najmniej taką wielkość zysku, który można otrzymać inwestując w alternatywne przedsięwzięcia,

– zarząd – generowana przez przedsiębiorstwo wartość odzwierciedla efektywność zarządzania powierzonym kapitałem,

– klienci – zaspokojenie oczekiwań tej grupy, odnośnie wartości dostarczonych produktów lub usług, odzwierciedlone jest w uzyskiwanych przez przedsiębiorstwo przychodach ze sprzedaży,

– pracownicy – zaakceptowanie przez pracowników poziomu otrzymywanych świadczeń, jako wartości otrzymywanej od przedsiębiorstwa, jest adekwatne do rynkowego poziomu wynagrodzeń, a tym samym odzwierciedla wartości wykonywanej przez nich pracy,

– dostawcy – zaakceptowanie przez dostawców poziomu otrzymywanej zapłaty za produkty i usługi, jako wartości otrzymywanej od przedsiębiorstwa, jest odzwierciedleniem godzivej wymiany między podmiotami (zaspokojenia ich oczekiwań),

---

<sup>15</sup> H. Kościelniak, J. Nowakowska-Grunt, *Zastosowanie wskaźnika syntetycznego w monitoringu finansowym przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 577 Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 23, s. 71.

<sup>16</sup> Por. m. in. A. Szablewskiego, K. Pniewskiego, B. Bartoszewicza (red.), *Value Based Management. Koncepcje, narzędzia, przykłady*, POLTEXT, Warszawa 2008, s. 66; M. J. Stankiewicz, *op. cit.*, s. 40 i nast.

- instytucje publiczne – otrzymują od przedsiębiorstwa bezpośrednie płatności w postaci opłat i podatków, których wielkość niejednokrotnie jest uzależniona od skali przychodów lub dochodów,
- banki (instytucje finansowe) – zaakceptowanie kosztu odsetek płaconych przez przedsiębiorstwo jest jednoznaczne z przyjęciem przez dostawcy kapitału obcego wymaganej wartości w zamian za dostarczone przedsiębiorstwu źródła finansowania.

Każda z wyżej wymienionych grup reprezentuje odrębne oczekiwania odnoszące się do działań realizowanych przez przedsiębiorstwo, a stanowiących przejaw jego konkurencyjności. Według R. Sobieckiego kluczowym problemem jest ukształtowanie mechanizmu umożliwiającego połączenie dążeń interesariuszy wokół określenia jego celu istnienia i działania, co prowadzi m. in. do ustalenia strategii konkurowania<sup>17</sup>. Niemniej jednak M. J. Stankiewicz podkreśla, iż „konkurowanie nie odbywa się dla samego konkurowania; jest środkiem, a nie celem działalności przedsiębiorstw”. Cytowany autor stwierdza wprost, iż dodatnią pozycję konkurencyjną są w stanie osiągnąć jedynie te podmioty, które w ujęciu długookresowym potrafią generować wartość dodaną<sup>18</sup>.

Można zatem uznać, iż interesariusze przedsiębiorstwa są jednocześnie beneficjentami jego wartości. M. Siudak stwierdza, że przewaga konkurencyjna przedsiębiorstwa polega na umiejętności tworzenia wartości dodanej dla grona interesariuszy<sup>19</sup>. D. Zarzecki podkreśla natomiast, iż podmiot nie spełniający oczekiwań finansowych zainteresowanych stron, przestaje być organizacją godną zaufania, a interesariusze są wtedy skłonni do wycofania swojego poparcia<sup>20</sup>. Istniejące przedsiębiorstwo powinno zatem dążyć do wzmocnienia swojej zdolności do generowania wartości. Przyjmując pogląd, iż ogólnym celem działalności przedsiębiorstwa łączącym dążenia interesariuszy jest maksymalizacja jego wartości<sup>21</sup>, można zdefiniować pozycję konkurencyjną przedsiębiorstwa jako wynik konkurowania, rozpatrywany na tle rezultatów osiągniętych przez konkurentów, mający swoje odzwierciedlenie w wartości generowanej, czy też dodawanej przez dany podmiot. Podejmując zatem próbę deskrypcji zjawiska konkurencyjności przedsiębiorstwa należy wskazać, iż posiadanie rynkowej przewagi konkurencyjnej łączy się ze zdolnością przedsiębiorstwa do efektywnego wykorzystania posiadanych zasobów, zapewniającego jednocześnie powstanie wartości dodanej.

<sup>17</sup> R. Sobiecki, *op. cit.*, s.5.

<sup>18</sup> M. J. Stankiewicz, *op. cit.*, s. 297 i 310.

<sup>19</sup> M. Siudak, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2001, s. 47.

<sup>20</sup> D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999, s. 204.

<sup>21</sup> Por. m. in.: M. Siudak, *op. cit.*, s. 5.



#### 4. IDENTYFIKACJA WYBRANYCH NARZĘDZI POMIARU PRZEJAWÓW KONKURENCYJNOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA

Zastosowanie kryteriów pozwalających ocenić pozycję konkurencyjną danego podmiotu należy poprzedzić wcześniejszym pomiarem tej pozycji. Wśród miar wyznaczających podstawowe parametry pozycji konkurencyjnej powinny znaleźć się takie zmienne jak: osiągnięta pozycja rynkowa i sytuacja finansowa przedsiębiorstwa<sup>22</sup>. Pozycję rynkową można określać poprzez odzwierciedlenie udziału danego podmiotu w rynku na jakim funkcjonuje, natomiast jego sytuację finansową, cytowany autor proponuje, mierzyć między innymi przy pomocy wskaźników analizy finansowej. Podobny pogląd wyrażają E. Skawińska i R. I. Zalewski wskazując, iż w węższym ujęciu pozycję przedsiębiorstwa na rynku określa się poprzez wyznaczenie jego udziału w rynku oraz zmierzenie jego siły finansowej<sup>23</sup>.

Powołując się na opracowania Ph. Kotlera można wskazać, iż jedną z metod pomiaru udziału w rynku jest wyznaczenie relacji wartości sprzedaży przedsiębiorstwa do całkowitej sprzedaży danego rynku<sup>24</sup>. J. Duraj nazywa tę miarę stopą koncentracji firm, wskazując jednocześnie, iż jest to najprostsza miara koncentracji przedsiębiorstw, wyrażająca relatywny udział produkcji danego przedsiębiorstwa w ogólnej produkcji przedsiębiorstw działających w danym przemyśle<sup>25</sup>. Wspomniany autor w dalszej części podkreśla, że omawiany wskaźnik może posłużyć do uszeregowania przedsiębiorstw od największych do najmniejszych, co jest pomocne do wyznaczenia skumulowanych udziałów produkcji kolejnych podmiotów w produkcji ogółem danego sektora. Otrzymana wielkość procentowa świadczy zatem o skali uczestnictwa przychodów ze sprzedaży generowanych przez dany podmiot w łącznych przychodach rynku, na którym przedsiębiorstwo sprzedaje swoje produkty (usługi).

Skupiając się natomiast na aspektach finansowych odnoszących się do miary pozycji konkurencyjnej obrazowanych przez narzędzia analizy kondycji finansowej przedsiębiorstwa, można wskazać na pewne obszary działalności odzwierciedlone tymi miernikami, tj. rentowność, płynność, zadłużenie, czy też sprawność działania. Podejmując próbę syntetycznego ujęcia parametrów pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstwa i przyjmując jednocześnie, iż pozycja konkurencyjna przedsiębiorstwa jest wynikiem konkurowania odzwierciedlonym w wartości tworzonej, bądź dodawanej w przedsiębiorstwie można ją rozpatrywać m. in. pod postacią miernika ekonomicznej wartości dodanej (EVA). Za-

<sup>22</sup> M. J. Stankiewicz, *op. cit.*, s.298 i 299.

<sup>23</sup> E. Skawińska, R. I. Zalewski, *Klastry biznesowe w rozwoju konkurencyjności i innowacyjności regionów. Świat – Europa – Polska*, PWE, Warszawa 2009, s. 52 i 53.

<sup>24</sup> Ph. Kotler, *Marketing. Analiza, planowanie, wdrażanie, kontrola*, Wydawnictwo Gebethner i Ska., Warszawa 1994, s. 684.

<sup>25</sup> J. Duraj, *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 1993, s. 131.

proponowany miernik odzwierciedla różnicę zachodzącą między rzeczywistą zrealizowaną stopą zwrotu z zainwestowanego kapitału a minimalną stopą zwrotu, czyli kosztem kapitału obcego i własnego<sup>26</sup>. Według G. B. Stewarta, twórcy koncepcji ekonomicznej wartości dodanej, korzyści stosowania tej metody wynikają w odzwierciedlaniu przez nią nie tylko wartości, ale także wyników działalności danego podmiotu<sup>27</sup>.

Miernik EVA wskazuje „na źródła wartości w kolejnych okresach, czyli rozstęp między uzyskiwanym zwrotem z kapitału a jego kosztem oraz wartość zaangażowanego kapitału na początku okresu”<sup>28</sup>. Wartość tego wskaźnika obrazuje, czy spółka generuje zyski przewyższające koszt zaangażowanego kapitału. Po wartości EVA można zatem wnioskować o sposobie zarządzania powierzonym kapitałem w danym przedsiębiorstwie. Ponadto wskaźnik ten uwzględnia w swej budowie zarówno operacyjne, jak i finansowe koszty prowadzenia działalności.

Osiągnięcie dodatnich wskaźników rentowności jest warunkiem koniecznym, ale nie wystarczającym do wytworzenia dodatkowej wartości w przedsiębiorstwie. Ujemny poziom miernika EVA oznacza, iż realizowana przez inwestorów stopa zwrotu jest mniejsza od oczekiwanej. Aby można było mówić o tworzeniu dodatkowej wartości, rzeczywista osiągnięta zyskowność musi przewyższać minimalną oczekiwaną przez udziałowców i wierzycieli stopę zwrotu<sup>29</sup>. M. Siudak wskazuje, iż kwantyfikacja efektów zarządzania przez wartość przy pomocy ekonomicznej wartości dodanej związana jest z przekroczeniem przez rentowność operacyjną zainwestowanego kapitału całkowitego kosztu tego kapitału. Osiągnięcie tego wyniku jest źródłem kreowania dodatkowej wartości w przedsiębiorstwie<sup>30</sup>.

Należy jednakże podkreślić, iż miernik ekonomicznej wartości dodanej, jako miara bezwzględna, nie powinien posłużyć do bezpośredniej analizy porównawczej pomiędzy przedsiębiorstwami lub branżami gospodarki. Porównanie dwóch lub więcej przedsiębiorstw w aspekcie zarządzania wartością wymaga posługiwania się wskaźnikami obrazującymi kreowanie wartości, które wyrażone są w sposób względny<sup>31</sup>. M. J. Stankiewicz proponuje, aby przy porównaniach pozycji konkurencyjnych różnych przedsiębiorstw sprowadzić te pozycje do wspólnego mianownika, za który można uznać koszt własny sprzedaży<sup>32</sup>.

<sup>26</sup> W. Cwynar, A. Cwynar, *Jak mierzyć efekt kreacji wartości dla właścicieli przedsiębiorstwa – przekrój dostępnych możliwości*, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza” 2000, nr 7.

<sup>27</sup> G. B. Stewart, *The Quest for Value. A Guide for Senior Managers*, Harper-Business 1991, s. 4.

<sup>28</sup> D. Zarzecki, *op. cit.*, s. 131.

<sup>29</sup> M. Grabowska, *Zarządzanie rentownością zainwestowanych kapitałów dla maksymalizacji wartości rynkowej przedsiębiorstwa*, [w:] J. Duraj (red.) *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, NOVUM, Płock–Łódź 2002, s. 436 i 437.

<sup>30</sup> M. Siudak, *op. cit.*, s. 64.

<sup>31</sup> *Ibidem*, s. 95.

<sup>32</sup> M. J. Stankiewicz, *op. cit.*, s. 310 i 311.

Wartość tych kosztów jest o tyle miarodajna, iż odzwierciedla szereg działań gospodarczych realizowanych przez podmiot<sup>33</sup>.

Tak skonstruowany miernik wyraża liczbę jednostek EVA przypadających na jednostkę kosztu własnego sprzedaży, a tym samym odzwierciedla efektywność ponoszonych kosztów względem kreowania wartości dodanej w przedsiębiorstwie. Jest to zatem jednostka, która może być rozumiana jako wartość dodana kosztów sprzedaży. Im wyższy jest jej poziom, tym mniejsze koszty sprzedaży są ponoszone przez przedsiębiorstwo w celu uzyskania wartości dodanej. Malejąca wartość tego wskaźnika oznacza konieczność ponoszenia większych kosztów własnych sprzedaży w celu generowania wartości dodanej. Rosnąca wartość zaproponowanego miernika świadczy o wzrastającej pozycji konkurencyjnej danej jednostki. Przyrównanie generowanej wartości dodanej, ujętej w postaci miernika EVA, do kosztów własnych sprzedaży może zatem w syntetycznym ujęciu obrazować pozycję konkurencyjną przedsiębiorstwa.

## 5. BADANIA EMPIRYCZNE WYBRANYCH ASPEKTÓW KONKURENCYJNOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA

Badaniami empirycznymi zostały objęte spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie należące do sektora budownictwa. Dane liczbowe rozpatrywano za I półrocze 2012 r. W rozważaniach wyznaczono udział przychodów ze sprzedaży danego podmiotu w łącznych przychodach całego sektora<sup>34</sup>, określono relację ekonomicznej wartości dodanej (EVA)<sup>35</sup> danego

<sup>33</sup> M. Sierpińska i T. Jachna dowodzą, iż koszty własne sprzedaży są jednym z najważniejszych mierników charakteryzujących gospodarność przedsiębiorstwa, ponieważ w kosztach tych w dużej mierze znajduje odzwierciedlenie jakość pracy prawie na wszystkich odcinkach działalności gospodarczej danego podmiotu. Cytowani autorzy wskazują ponadto na istotną rolę, jaką odgrywają koszty własne sprzedaży w procesie zarządzania przedsiębiorstwem. – Zob. M. S i e r p i ń s k a, T. J a c h n a, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warszawa 1998, s. 135.

<sup>34</sup> Za łączne przychody całego rynku przyjęto wartość sumy algebraicznej przychodów ze sprzedaży w I półroczu 2012r. poszczególnych spółek zaliczonych do sektora budownictwo.

<sup>35</sup> Wartość miernika EVA przyjęto na podstawie raportu Value Based Advisors Sp. z o.o. (VBA) obrazującego ranking spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) pod względem fundamentalnej wartości dla inwestorów. Zgodnie z zamieszczonymi w tym raporcie informacjami w metodologii liczenia EVA, przy wyznaczeniu kosztu kapitału, posłużono się następującymi założeniami: a) stopa procentowa kosztu kapitału obcego to średnie oprocentowanie kredytów złotych w sektorze przedsiębiorstw podawane przez NBP (w rankingu przyjęto wielkość 7% dla I półrocza 2012 r.), b) stopa procentowa kosztu kapitału własnego została określona na podstawie modelu CAMP, w którym: stopa zwrotu z rynku to roczna stopa zwrotu wyliczona na podstawie średniej wartości miesięcznych stóp zwrotu z indeksu WIG za ostatnie 10 lat (120 okresów) wynosząca w I półroczu 2012 r. 13,3%, stopa wolna od ryzyka to średnia rentowność 52-tygodniowych bonów skarbowych w danym roku, która wyniosła 4,54% w I półroczu 2012 r., natomiast współczynnik beta został wyznaczony dla danego sektora w podejściu dwuetapowym; w pierwszej kolejności wyznaczona jest wartość bet dla spółek, na podstawie

podmiotu do jego kosztów własnych sprzedaży, a także zbadano istotność zależności stochastycznej zachodzącej między ekonomiczną wartością dodaną, a przychodami ze sprzedaży danej jednostki. W tab. 1 przedstawiono dane empiryczne charakteryzujące wybrane aspekty konkurencyjności przedsiębiorstwa.

Obserwacja danych zawartych w tab. 1 pozwala wskazać, iż jedynie trzy analizowane podmioty przekroczyły 10% udział w przychodach całego sektora. Najwyższe przychody ze sprzedaży, wynoszące blisko 30% przychodów całego rynku, odnotował BUDIMEX. W dalszej kolejności znaczący udział w sprzedaży analizowanego sektora występował w spółce POLIMEX (blisko 17%) oraz w spółce MOSTOSTAL WARSZAWA (ponad 12%). W ponad połowie spośród badanych podmiotów wartość przychodów ze sprzedaży nie przekroczyła 1% udziału w przychodach całego rynku w sektorze budownictwo.

Miernik ekonomicznej wartości dodanej w zdecydowanej większości analizowanych podmiotów przybrał wartości ujemne. Można to odczytać jako generowanie mniejszej od oczekiwanej stopy zwrotu. Jedynie w dwóch przedsiębiorstwach odnotowuje się dodatnią różnicę między rzeczywistą zrealizowaną stopą zwrotu z zainwestowanego kapitału, a minimalną wymaganą stopą zwrotu, czyli kosztem kapitału obcego i własnego. Jednostki generujące wartość dodaną to: ELKOP i WADEX. Natomiast do podmiotów, w których w największym stopniu nastąpiła utrata wartości należy zaliczyć spółki: PBG, HYDROBUDOWA oraz POLIMEX. Sytuacja przedsiębiorstw w badanej branży w analizowanym okresie była na tyle niekorzystna, że większość spółek znajdujących się w czwartej dziesiątce rankingu EVA ogłosiło w 2012 r. upadłość. Należały do nich spółki: PBG, HYDROBUDOWA, ENERGOMONTAŻ POŁUDNIE, ABM SOLID oraz INTAKUS.

Porównanie pozycji konkurencyjnej badanych podmiotów, przeprowadzone na podstawie odniesienia ekonomicznej wartości dodanej do kosztów własnych sprzedaży, pozwala zauważyć, iż najwyższa wartość tej relacji wystąpiła w spółce ELKOP. W tym przypadku, generowana wartość dziewięciokrotnie przewyższa koszty sprzedaży. Powyższe przedsiębiorstwo jest zdecydowanym liderem w osiągnięciu tak interpretowanej pozycji konkurencyjnej. Ponadto na tle analizowanych przedsiębiorstw korzystna sytuacja wystąpiła także w spółce WADEX, w której na jednostkę kosztu przypada ponad 0,06 jednostek EVA. W pozostałych przypadkach, z uwagi na brak generowania wartości dodanej, omawiany wskaźnik przybrał ujemny poziom. Można zauważyć, iż ponoszone w podmiotach koszty, charakteryzujące gospodarność przedsiębiorstwa, nie przyczyniają się do uzyskania przez nie wartości dodanej.

---

miesięcznych stóp zwrotu z kursów akcji względem stóp zwrotu z indeksu WIG za okres ostatnich 10 lat (120 okresów). W przypadku spółek notowanych krócej niż 10 lat (ale co najmniej rok), do wyznaczenia bety przyjęto krótszy okres notowań. Następnie w oparciu o wyznaczone bety dla poszczególnych przedsiębiorstw, wyznaczono bety sektorowe, jako średnie wazone bet spółek. Za wagi przyjęto udział danej spółki w kapitalizacji całego sektora. – Źródło.: *Ekonomiczna wartość dodana – EVA*<sup>®</sup>. *Ranking Spółek Giełdowych I półrocze 2012* – [www.notoria.pl](http://www.notoria.pl) oraz [www.vba.pl](http://www.vba.pl).

Tabela 1

Dane empiryczne charakteryzujące wybrane aspekty konkurencyjności przedsiębiorstw sektora budownictwo notowanych na GPW w Warszawie w I półroczu 2012 r.

Nazwa spółki	Struktura sprzedaży sektora		EVA		EVA / koszty wł. sprzedaży	
	[w %]	ranking	[w tys. PLN]	ranking	[w %]	ranking
ABM SOLID	0,94%	17	-91391,2	31	-95,54%	31
AWBUD	1,26%	15	-12716,2	15	-12,77%	13
BIPROMET	0,30%	27	-5193,4	6	-24,61%	20
BUDIMEX	29,65%	1	-96741,4	32	-4,13%	4
BUDOPOL	0,05%	35	-7214,9	9	-189,97%	34
ELEKTROBUDOWA	4,99%	5	-34746,3	25	-8,42%	9
ELEKTROTIM	0,65%	19	-10834,2	13	-20,92%	17
ELKOP	0,02%	36	12497,9	1	914,26%	1
ENERGOAPARATURA	0,28%	29	-751,1	3	-3,50%	3
ENERGOPOL-POŁUD.	0,45%	25	-5790,9	7	-15,58%	15
ENERGOMONTAŻ-POŁUD.	2,06%	10	-123481,3	33	-56,24%	27
ERBUD	5,48%	4	-24261,2	22	-5,42%	6
HERKULES	0,55%	23	-26564,4	23	-6,30%	8
HYDROBUDOWA	0,52%	24	-771553,9	35	-129,93%	32
INSTAL KRAKÓW	1,71%	12	-15196,1	17	-11,45%	12
INTAKUS	0,20%	30	-12648,9	14	-74,16%	29
INTERBUD LUBLIN	0,63%	20	-8649,3	10	-17,84%	16
MIRBUD	2,76%	8	-19844,1	19	-8,83%	10
MOSTOSTAL EXPORT	0,06%	33	-10189,2	11	-148,96%	33
MOSTOSTAL PŁOCK	0,78%	18	-6274,1	8	-9,78%	11
MOSTOSTAL WARSZAWA	12,24%	3	-63252,8	30	-6,03%	7
MOSTOSTAL ZABRZE	1,17%	16	-21775,4	20	-21,84%	18
P.A. NOVA	1,42%	14	-35132,9	26	-29,90%	24
PBG	0,36%	26	-1928826,1	36	-1332,84%	35
PEMUG	0,07%	32	-3745,9	4	-59,52%	28
POL-AQUA	3,07%	7	-60630,7	29	-22,37%	19
POLIMEX-MOSTOSTAL	16,83%	2	-541434,2	34	-29,78%	23
PROCHEM	0,62%	21	-18429,8	18	-37,32%	26
PROJPRZEM	0,60%	22	-10469,6	12	-25,84%	21
RESBUD	0,06%	33	-4828	5	-89,89%	30
TESGAS	0,30%	27	-36819,4	27	-199,55%	35
TRAKCJA	2,45%	9	-57209,6	28	-26,53%	22
ULMA CONSTRUCCION PL	1,43%	13	-31105,9	24	-31,89%	25
UNIBEP	3,99%	6	-14627	16	-4,45%	5
WADEX	0,11%	31	512,9	2	6,04%	2
ZUE	1,93%	11	-23100	21	-14,78%	14

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z [www.notoria.pl](http://www.notoria.pl).

Porównując ranking tych spółek należy wskazać, iż korzystniejszą sytuację wykazują te podmioty, w których poziom omawianej relacji jest bliższy zeru. Należy to interpretować jako brak efektywności ponoszonych kosztów względem kreowania dodatkowej wartości w przedsiębiorstwie.

Porównując klasyfikację analizowanych przedsiębiorstw pod względem wybranych parametrów konkurencyjności można zauważyć, iż czołowe miejsce w rankingu struktury sprzedaży sektora nie jest jednoznaczne z generowaniem wysokiej wartości dodanej. Spółki osiągające dodatni poziom EVA mają jednocześnie bardzo niewielki udział w przychodach ze sprzedaży całego sektora. Podobnie odwrotną zależność można odczytać w przypadku osiągania przez dane przedsiębiorstwa wysokiej wartości przychodów ze sprzedaży na tle innych spółek z jednoczesnym brakiem kreowania dodatkowej wartości. Przedsiębiorstwa takie jak BUDIMEX (mający ponad 29% udział w rynku), czy też POLIMEX (mający ponad 16% udział w rynku), należą do spółek, w których odnotowano jedne z największych ujemnych wartości miernika EVA.

Powyższa interpretacja może sugerować ujemną zależność między możliwością danego podmiotu do generowania wartości dodanej, a jego udziałem w rynku. W analizie empirycznej przyjęto do weryfikacji hipotezę badawczą stanowiącą, iż wysoka wartość dodana łączy się z jednoczesnym wysokim udziałem w rynku danego podmiotu. Stawiając taką hipotezę można wnioskować również, iż wyższa wartość dodana generowana przez dany podmiot może wpływać na zwiększanie jego udziału w rynku, a tym samym może przyczyniać się do wzrostu konkurencyjności jednostki gospodarczej. Za zmienne służące weryfikacji tej tezy przyjęto: poziom wygenerowanej ekonomicznej wartości dodanej oraz stopień udziału danego podmiotu w ogólnej sprzedaży sektora budownictwo.

Badanie współzależności stochastycznej oparto na teście niezależności chi-kwadrat, umożliwiającym weryfikację hipotezy o niezależności zmiennych. W tab. 2. przedstawione zostały liczebności empiryczne i hipotetyczne stanowiące podstawę do obliczenia wartości statystyki chi-kwadrat.

Opierając się na formule<sup>36</sup>:  $\chi^2 = \sum_{i=1}^k \sum_{j=1}^r \left( \frac{\hat{n}_{ij}^2}{\hat{n}_{ij}} \right) - n$ , wartość empiryczna chi-

kwadrat wynosi:  $\chi^2 = \left( \frac{14^2}{8,88} + \frac{3^2}{6,11} + \frac{3^2}{5} + \frac{2^2}{7,11} + \frac{8^2}{4,88} + \frac{6^2}{4} \right) - 36 = 12,022$

Z tablic rozkładu chi-kwadrat dla poziomu istotności  $\alpha = 0,01$  i  $(3-1) \times (2-1) = 2$  stopni swobody wartość krytyczna  $\chi_{\alpha}^2 = 9,210$ . Z uwagi na to, iż  $\chi^2 = 12,022 > \chi_{\alpha}^2 = 9,210$  należy odrzucić hipotezę zerową o niezależności zmiennych. Hipoteza o niezależności zmiennych została odrzucona z 1% błędem na rzecz hipotezy alternatywnej. Oznacza to, że między ekonomiczną wartością dodaną, a udziałem w sprzedaży sektora budownictwo zachodzi zależność stochastyczna.

<sup>36</sup> Por.: M. Sobczyk, *Statystyka*, PWN, Warszawa 1997, s. 198.

Tabela 2

## Macierz liczebności empirycznych i hipotetycznych

Udział w sprzedaży sektora	EVA w tys. PLN			Ogółem
	do -15 000	od -15 001 do -45 000	od -45 001	
Do 1%	14 (8,88)	3 (6,11)	3 (5)	20
Więcej niż 1%	2 (7,11)	8 (4,88)	6 (4)	16
Ogółem	16	11	9	36

Źródło: opracowanie własne.

Niemniej jednak statystyka chi-kwadrat informuje jedynie o istnieniu lub braku zależności między zmiennymi. Nie jest natomiast pomocna do ustalenia siły zależności. Do pomiaru siły tego związku przyjęto miarę opartą na statystyce chi-kwadrat – współczynnik zbieżności *T* Czuprowa<sup>37</sup>. Jego zaletą jest to, że może on być stosowany zarówno do cech mierzalnych, jak i niemierzalnych. Współczynnik ten przyjmuje wartości z przedziału [0,1]. Jeżeli  $T = 0$ , to badane zmienne są stochastycznie niezależne, natomiast w przypadku  $T = 1$  występuje między badanymi cechami zależność funkcyjna. Im współczynnik zbieżności jest bliższy zeru, tym zależność między zmiennymi jest słabsza. Ponadto współczynnik ten jest symetryczny, tzn.  $T_{xy} = T_{yx}$ . Nie jest istotne, którą z cech należy traktować jako zależną. W tab. 3 przedstawiona została formuła matematyczna omawianego współczynnika oraz obliczona na jej podstawie wartość empiryczna.

Tabela 3

Poziom współczynnika zbieżności *T* Czuprowa dla badania współzależności stochastycznej między EVA a przychodami ze sprzedaży spółek sektora budownictwo

Nazwa	Formuła <sup>38</sup>	Wartość empiryczna
Współczynnik zbieżności <i>T</i> Czuprowa	$T^2 = \frac{\chi^2}{n\sqrt{(r-1)(k-1)}}$ $T = +\sqrt{T^2}$	0,4859

Źródło: opracowanie własne.

Otrzymane wartości współczynnika mierzącego siłę związku ekonomicznej wartości dodanej i udziału w sprzedaży analizowanego rynku wskazują, iż zależność między tymi dwiema zmiennymi zachodzi na średnim poziomie. Empirycz-

<sup>37</sup> *Ibidem*, s. 202.

<sup>38</sup> *Ibidem*, s. 202.

na wartość współczynnika wyniosła 0,4859. Należy zatem wnioskować, iż pomiędzy badanymi cechami istnieje umiarkowany stopień skojarzenia (asocjacji).

## 6. ZAKOŃCZENIE

Przeprowadzone rozważania teoretyczne pozwalają wnioskować, iż z ekonomicznego punktu widzenia konkurencja identyfikowana jest z rywalizacją podmiotów o maksymalizację uzyskiwanych korzyści ekonomicznych, osiągniętych m. in. ze sprzedaży produktów w wyniku walki o rynki zbytu, wskutek walki o tańsze i posiadające wysoką jakość źródła zaopatrzenia, czy też w efekcie rywalizacji o możliwość zaangażowania w danym podmiocie kapitału ludzkiego posiadającego odpowiedni zasób wiedzy fachowej, umiejętności i doświadczenia. Rywalizacja ta związana jest także ze sposobnością dostępu do źródeł finansowania. Omawiana maksymalizacja korzyści ekonomicznych uzyskiwanych w ramach walki konkurencyjnej może być zatem identyfikowana z potencjałem tworzenia wartości dla interesariuszy przedsiębiorstwa. Z jednej strony możliwość tworzenia wartości dodanej, czyli podejmowanie działań w celu zaspokojenia wymagań całego grona adresatów przedsiębiorstwa może świadczyć, iż dany podmiot jest konkurencyjny względem innych uczestników rynku. Wysoka generowana wartość dodana jest więc przejawem konkurencyjności przedsiębiorstwa względem jego interesariuszy. Z drugiej jednak strony bycie konkurencyjnym jest sposobnością do tworzenia wartości.

Na podstawie otrzymanych wyników analizy empirycznej można stwierdzić, iż wśród badanych podmiotów wykazano znaczącą różnicę między ich miejscem w rankingu pod względem wygenerowanej wartości dodanej, a stopniem udziału przedsiębiorstwa w rynku liczoną na podstawie uzyskiwanych przychodów ze sprzedaży. Oznacza to, że wśród badanych spółek wraz ze wzrostem ekonomicznej wartości dodanej maleje ich udział w sprzedaży całego sektora. Tym samym im większy poziom EVA, tym mniejszy udział danego podmiotu w ogólnych przychodach sektora budownictwo. Ponadto struktura rynku budownictwo charakteryzuje się obecnością wielu podmiotów mających podobny udział w tym rynku. Natomiast dodatni poziom ekonomicznej wartości dodanej został odnotowany jedynie w dwóch podmiotach badanego sektora. Przyjęta zatem hipoteza badawcza zakładająca, iż wysoka wartość dodana łączy się z jednoczesnym wysokim udziałem w rynku danego podmiotu, nie została potwierdzona.



## BIBLIOGRAFIA

- Adamczyk J., Nitkiewicz T., *Programowanie zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007.
- Bossak J., Bieńkowski W., *Międzynarodowa zdolność konkurencyjna kraju i przedsiębiorstw*, SGH, Warszawa, 2004.
- Brzozowska A., *Teorio-poznawcze aspekty systemów informatycznych wspomagających zarządzanie w branży spożywczej*, „Logistyka” 2012, nr 4, Wydawnictwo ILiM, Poznań 2012.
- Cwynar W., Cwynar A., *Jak mierzyć efekt kreacji wartości dla właścicieli przedsiębiorstwa – przekrój dostępnych możliwości*, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza” 2000, nr 7.
- Drucker P. F., *Myśli przewodnie Druckera*, MT Biznes, Warszawa 2002.
- Duraj J., *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 1993.
- Dzikowska M., Gorynia M., *Teoretyczne aspekty konkurencyjności przedsiębiorstwa – w kierunku koncepcji elektrycznej?*, „Gospodarka Narodowa”, kwiecień 2012, nr 248.
- Ekonomiczna wartość dodana – EVA®. Ranking Spółek Giełdowych I półrocze 2012* – [www.notoria.pl](http://www.notoria.pl) oraz [www.vba.pl](http://www.vba.pl).
- Gorynia M., *Luka konkurencyjna na poziomie przedsiębiorstwa, a przystąpienie Polski do Unii Europejskiej*, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 2002.
- Grabowska M., *Zarządzanie rentownością zainwestowanych kapitałów dla maksymalizacji wartości rynkowej przedsiębiorstwa*, [w:] J. Duraj (red.) *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, NOVUM, Płock–Łódź 2002.
- Kopaliński W., *Słownik wyrazów obcych i zwrotów obcojęzycznych*, Wiedza Powszechna, Warszawa 1983.
- Kościełniak H., Nowakowska-Grunt J., *Zastosowanie wskaźnika syntetycznego w monitoringu finansowym przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 577 Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 23.
- Kotler Ph., *Marketing. Analiza, planowanie, wdrażanie, kontrola*, Wydawnictwo Gebethner i Ska., Warszawa 1994.
- Porter M. E., *Competitive Advantage, Creating and Sustaining Superior Performance*, The Free Press, New York 1985.
- Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warszawa 1998.
- Siudak M., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2001.
- Skawińska E., Zalewski R. I., *Klasy biznesowe w rozwoju konkurencyjności i innowacyjności regionów. Świat – Europa – Polska*, PWE, Warszawa 2009.
- Sobczyk M., *Statystyka*, PWN, Warszawa 1997.
- Sobiecki R., *Interesariusze a konkurencyjność przedsiębiorstwa*, [w:] *Źródła wzrostu konkurencyjności polskich przedsiębiorstw na rynkach UE. Materiały konferencyjne*, IFGN SGH, Warszawa 2009.
- Stankiewicz M. J., *Konkurencyjność przedsiębiorstwa. Budowanie konkurencyjności przedsiębiorstwa w warunkach globalizacji*, TNOiK, Toruń 2002.
- Stewart G. B., *The Quest for Value. A Guide for Senior Managers*, Harper-Business 1991.
- Strużycki M., *Konkurencja w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, [w:] M. Strużycki (red.), *Podstawy zarządzania przedsiębiorstwem*, Wydawnictwo SGH, Warszawa 1998.
- Szablewski A., Pniewski K., Bartoszewicz B. (red.), *Value Based Management. Koncepcje, narzędzia, przykłady*, POLTEXT, Warszawa 2008.
- Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999.

*Marlena Grabowska,  
Iwona Otola*

## **THE ADDED VALUE AS A DETERMINANT OF ENTERPRISE'S COMPETITIVENESS**

The main aim of this paper is an attempt of theoretical and empirical analysis of the possibility of recognizing the added value as a determinant of enterprise's competitiveness. The significance of chosen topic follows both from the fact that recognition of the phenomenon of competition and competitiveness as an attribute of a market economy, as well as the role it plays in the competitive strategy adopted by the company to achieve its goals. In addition, by adopting the concept of creating value as a common goal the company and its stakeholders must be concluded that the creation of added value is connected with obtaining by it a good competitive position.

In this paper authors have verified the statement assuming that the high added value is combined with simultaneous high market share of the entity. To empirical research the companies listed on the Warsaw Stock Exchange belonging to the most numerous building sector were chosen. The variables linked with enterprise's competitiveness i.e. the share of entity's revenues from sale to total revenues of the sector and the relation of economic value added (EVA) of the entity to its cost of sales, were distinguished. Also the stochastic dependence occurs between economic value added and the revenues of sales of company were evaluated. Based on the empirical analysis the significant difference between place in the ranking in terms of generated added value and the degree of market share of the company were found.

**Key words:** competition, competitiveness, added value.



## IMPLIKACJE OPODATKOWANIA DOCHODÓW AKCJONARIUSZA SPÓŁKI KOMANDYTOWO-AKCYJNEJ DLA JEJ ATRAKCYJNOŚCI JAKO FORMY PRAWNEJ PROWADZENIA PRZEDSIĘBIORSTWA

### 1. WSTĘP

Działalność gospodarcza wykonywana jest w sposób ciągły i zorganizowany, przybierając określoną formę prawną przedsiębiorstwa. Konstytutywno-instrumentalny charakter formy prawnej obliguje potencjalnych przedsiębiorców do dokonania wyboru najbardziej właściwej formuły spośród określonego prawem kanonu i wiąże się m. in. z koniecznością opodatkowania dochodów właściciela, właścicieli bądź samego przedsiębiorstwa<sup>1</sup>.

Spółka komandytowo-akcyjna (w skr. S.K.A.) – obok spółki partnerskiej – jest jedną z najmłodszych w Polsce konstrukcji prawnych wykorzystywaną przez przedsiębiorców. Obecnie, w odniesieniu do spółek osobowych najwięcej kontrowersji i problemów metodyczno-badawczych wzbudza kwestia opodatkowania dochodów wspólników, powstających w wyniku prowadzenia spółki. Polskie prawo podatkowe traktuje spółki osobowe pod wieloma względami jako hybrydowe, tj. łączące cechy spółki osobowej i spółki kapitałowej<sup>2</sup>. Dla celów podatku dochodowego każdą spółkę osobową uznaje się za nieistniejącą, gdyż nie jest ona podmiotem stosunków podatkowo-prawnych. Dlatego też podatni-

---

\* Dr, Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 90–214, ul. Rewolucji 1905 r. nr 41.

<sup>1</sup> Por. A. Helin, A. Bernaziuk, *Kapitały własne w świetle prawa handlowego, bilansowego i podatkowego w różnych formach działalności gospodarczej*, Centrum Doradztwa i Informacji Difin, Warszawa 2006, s. 17–18; D. M. Malinowski, *Przekształcenie spółki kapitałowej w osobową – opodatkowanie niepodzielonego zysku*, „Przegląd Podatkowy” 2012, nr 8, s. 3.

<sup>2</sup> S. Golec, *Opodatkowanie podatkiem dochodowym akcjonariuszy spółek komandytowo-akcyjnych – zagadnienia problemowe*, „Przegląd Podatkowy” 2012, nr 6, s. 7.

kami są wspólnicy spółki osobowej – osoby fizyczne i/lub osoby prawne<sup>3</sup>. Jednocześnie handlowe spółki osobowe (w skr. hso) mogą zawierać skuteczne umowy cywilnoprawne, w tym ze swoimi wspólnikami, co oznacza, że posiadają zdolność prawną<sup>4</sup>.

Zasadniczym celem artykułu jest przedstawienie zasad ustalania dochodu osoby fizycznej będącej akcjonariuszem spółki komandytowo-akcyjnej z tytułu udziału w zysku tejże spółki oraz jego opodatkowania w świetle obowiązujących przepisów prawnych.

## 2. STATUS I ROLA AKCJONARIUSZA W S.K.A.

*Spółką komandytowo-akcyjną jest spółka osobowa mająca na celu prowadzenie przedsiębiorstwa pod własną firmą, w której wobec wierzycieli za zob-*

<sup>3</sup> W zależności od statusu prawnego wspólnika spółki osobowej jego dochody z udziału w spółce są opodatkowane podatkiem dochodowym od osób fizycznych (art. 8, ust. 1 *Ustawy z 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych*. Tekst jedn., DzU 2010, nr 51, poz. 307 z późn. zm. – w skr. updog) lub też podatkiem dochodowym od osób prawnych (art. 5 ust. 1 *Ustawy z 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych*. Tekst jedn., DzU 2011, nr 74, poz. 397 z późn. zm. – w skr. updog).

<sup>4</sup> Podstawowym aktem prawnym regulującym stosunki cywilnoprawne pomiędzy podmiotami tegoż prawa, czyli osobami fizycznymi, osobami prawnymi oraz jednostkami organizacyjnymi niebędącymi osobami prawnymi jest *Ustawa Kodeks cywilny z dnia 23 kwietnia 1964 r.*, DzU 1964, nr 16, poz. 93 z późn. zm. (w skr. kc) – art. 1 i art. 33<sup>1</sup>. Każda osoba fizyczna w momencie urodzenia nabywa **zdolność prawną**, która polega na tym, że może być ona podmiotem praw i obowiązków z zakresu prawa cywilnego, np. może stać się wspólnikiem spółki, czy też na jej rzecz może zostać poczyniona darowizna (art. 8 kc). Z kolei, **pełną zdolność do czynności prawnych** każdy człowiek nabywa z chwilą uzyskania pełnoletności. Zdolność do czynności prawnych polega na zdolności do nabywania praw i zaciągania zobowiązań poprzez własne działanie (art. 11 kc). A zatem, osoby fizyczne mogą:

- nie mieć zdolności do czynności prawnych – są to osoby, które nie ukończyły 13 lat lub są osobami całkowicie ubezwłasnowolnionymi. Wykonanie czynności prawnej przez taką osobę nie wywołuje skutków prawnych, co wskazuje na jej nieważność (art. 12 kc).
- mieć ograniczoną zdolność do czynności prawnych – są to osoby małoletnie, które ukończyły 13 lat lub też osoby ubezwłasnowolnione częściowo (art. 15 kc).
- mieć pełną zdolność do czynności prawnych z chwilą osiągnięcia 18 roku życia (pełnoletności) lub zawarcia związku małżeńskiego.

Zgodnie z brzmieniem art. 33 kc, osobami prawnymi są Skarb Państwa i jednostki organizacyjne, którym przepisy szczególne przyznają osobowość prawną. **Osobowość prawną** polega na tym, iż każda jednostka organizacyjna w nią wyposażona może być samodzielnym podmiotem stosunków cywilnoprawnych. Osoby prawne składają oświadczenia woli poprzez swoje organy (art. 38 kc). Dlatego też przed zawarciem umowy z osobą prawną należy stwierdzić jej zdolność do zawarcia umowy i właściwą reprezentację poprzez statut oraz Krajowy Rejestr Sądowy.

Każda hso jest samodzielnym podmiotem prawa cywilnego, reprezentowanym przez wspólników i/lub innych przedstawicieli, posiadającym zdolność prawną i zdolność do czynności prawnych (art. 8, par. 1ksh). M. S a c z y w k o, *Zakaz dokonywania czynności „z samym sobą” a reprezentacja spółki jawnej w umowach ze wspólnikami*, „Przegląd Prawa Podatkowego”, listopad 2012, nr 11, s. 53.

wiązania spółki co najmniej jeden wspólnik odpowiada bez ograniczenia (komplementariusz), a co najmniej jeden wspólnik jest akcjonariuszem<sup>5</sup>. Wspólnikami w tej spółce zarówno komplementariuszami, jak i akcjonariuszami mogą być osoby fizyczne, osoby prawne oraz jednostki organizacyjne nieposiadające osobowości prawnej, lecz posiadające zdolność prawną (tab. 1).

Tabela 1

Dwukryterialny podział wspólników spółki komandytowo-akcyjnej

Wyszczególnienie	Kategorie wspólników S.K.A. według ksh		
Kategorie wspólników według kc	Akcjonariusz będący osobą fizyczną	Komplementariusz będący osobą fizyczną	Komplementariusz – akcjonariusz będący osobą fizyczną
	Akcjonariusz będący osobą prawną	Komplementariusz będący osobą prawną	Komplementariusz – akcjonariusz będący osobą prawną
	Akcjonariusz będący „ułomną” osobą prawną	Komplementariusz będący „ułomną” osobą prawną	Komplementariusz – akcjonariusz, będący „ułomną” osobą prawną

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Ustawy z 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych*, DzU 2000, nr 94, poz. 1037 z późn. zm. oraz *Ustawy Kodeks cywilny z dnia 23 kwietnia 1964 r.*, DzU 1964, nr 16, poz. 93 z późn. zm.

Akcjonariusz w spółce komandytowo-akcyjnej jest inwestorem pasywnym<sup>6</sup>. Zgodnie z brzmieniem art. 128 ksh rola akcjonariusza w S.K.A. sprowadza się jedynie do świadczeń określonych w statucie spółki, art. 138 ksh stwierdza, iż akcjonariusz może reprezentować spółkę jedynie jako pełnomocnik, zaś treść art. 135 ksh mówi, iż akcjonariusz nie odpowiada za zobowiązania spółki. Każdy akcjonariusz S.K.A. ma prawo uczestniczyć w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy (art. 145, par. 2 ksh), a każda akcja objęta lub nabyta przez osobę, która nie jest komplementariuszem, daje prawo do jednego głosu, chyba że statut stanowi inaczej. Nie można całkowicie pozbawić akcjonariusza prawa głosu (art. 145, par.3 ksh). Akcjonariuszowi S.K.A. nie przysługuje prawo wypowiedzenia umowy spółki (art. 149, par. 2 ksh), ani też jego upadłość nie może być przyczyną rozwiązania spółki (art. 148, par. 2 ksh). Zgodnie z postanowieniami kodeksowymi zarówno komplementariusz, jak i akcjonariusz uczestniczą w zysku spółki proporcjonalnie do ich wkładów wniesionych do spółki, chyba że statut stanowi inaczej (art. 147, par. 1 ksh). Pozostałe kwestie dotyczące roli i statusu akcjonariusza S.K.A., a w szczególności przepisy dotyczące kapitału zakładowego, wkładów akcjonariuszy, akcji, rady nadzorczej i walnego zgroma-

<sup>5</sup> Art. 125 *Ustawy z 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych*, DzU 2000, nr 94, poz. 1037 z późn. zm.

<sup>6</sup> A. K i d y b a, *Nowy typ spółki – spółka komandytowo-akcyjna*, „Edukacja Prawnicza” 2002, nr 3, s. 12.

dzenia, Kodeks spółek handlowych reguluje częściowo i odsyła do odpowiedniego stosowania przepisów o spółce akcyjnej (art. 126, par. 1, pkt 2 ksh). Zgodnie z utrwalonym w piśmiennictwie poglądem<sup>7</sup>, nakaz odpowiedniego stosowania norm może oznaczać, że: stosuje się je wprost, bez jakichkolwiek modyfikacji, lub stosuje się właśnie „odpowiednio”, a zatem po dokonaniu stosownych modyfikacji, lub rezygnuje się z ich aplikacji z uwagi na całkowitą odmienną instytucji, do której mają znaleźć zastosowanie. A zatem, stosując normy poprzez odesłanie, każdorazowo ocenia się sytuację prawną oraz faktyczną i podejmuje decyzję co do zakresu i sposobu zastosowania normy, do której przepis odsyła. Ta droga implementacji danego przepisu prawnego stwarza znaczne ryzyko przyjmowania odmiennych interpretacji i niepewność prawną. W przypadku S.K.A. należałoby owo odesłanie wyklądać z uwzględnieniem hybrydalnego charakteru spółki i jej osobowego, a nie jedynie kapitałowego, charakteru, za czym przemawia chociażby treść art. 2 ksh nakazująca odpowiednie stosowanie do spółek handlowych przepisów Kodeksu cywilnego<sup>8</sup>.

### 3. STATUS PODATKOWY AKCJONARIUSZA S.K.A.

Przepisy prawa podatkowego nie traktują spółek osobowych jednolicie na gruncie wszystkich podatków, którym obligatoryjnie podlegają. Generalnie, spółka osobowa utworzona w Polsce nie jest podatnikiem podatku dochodowego<sup>9</sup>. Podatnikami są wspólnicy spółki osobowej, których dochody z udziału w spółce opodatkowuje się, w zależności od formy prawnej, podatkiem dochodowym od osób prawnych<sup>10</sup> lub też podatkiem dochodowym od osób fizycznych<sup>11</sup>. Z punktu widzenia właścicieli spółki osobowej podstawowym atutem prowadzenia działalności gospodarczej w tej formie prawnej bezsprzecznie uznaje się eliminację podwójnego opodatkowania, tj. spółki i wspólników.

W myśl art. 8 ust. 1 updog przychody z udziału w spółce niebędącej osobą prawną u każdego podatnika określa się proporcjonalnie do jego prawa do udziału w zysku oraz zasadniczo łączy się z pozostałymi przychodami ze źródeł, z których dochód podlega opodatkowaniu wg progresywnej skali podatkowej. Możliwe jest również zastosowanie podatku liniowego<sup>12</sup>. Do tej kwestii pośred-

<sup>7</sup> S. Grzybowski (red.), *System prawa cywilnego*, t. 1, Wrocław 1985, s. 114; J. Nowacki, „Odpowiednie” stosowanie przepisów prawa, „Państwo i Prawo” 1964, nr 3, s. 367–368.

<sup>8</sup> K. Biłewska, *Zaskarżanie uchwał walnego zgromadzenia spółki komandytowo-akcyjnej – de lege lata i de lege ferenda*, „Przegląd Prawa Handlowego”, listopad 2012, nr 11, s. 50.

<sup>9</sup> Okazuje się, że spółka osobowa może być podmiotem podatków obrotowych, np. podatku od towarów i usług (VAT), podatku akcyzowego, podatku od nieruchomości czy podatku od środków transportowych.

<sup>10</sup> *Ustawa z 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym...*, op. cit.

<sup>11</sup> *Ustawa z 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym...*, op. cit.

<sup>12</sup> Podatnicy, zobowiązani do obliczenia i uiszczenia podatku dochodowego za dany rok kalendarzowy wg zasad ogólnych, stosują w tym celu skalę podatkową określoną w art. 27, ust. 1

nio odnoszą się także przepisy updog. Zgodnie z treścią art. 5, ust. 1 updog, przychody z udziału w takiej spółce łączy się z przychodami każdego wspólnika proporcjonalnie do posiadanego udziału<sup>13</sup>. Analogicznie, takie same zasady i proporcje podziału przychodów podatkowych stosuje się do ustalania kosztów uzyskania przychodów, a także wydatków nie stanowiących kosztów uzyskania przychodów przypadających na danego wspólnika i rozlicza łącznie w jednym zeznaniu podatkowym z przychodami z tytułu udziału w spółce<sup>14</sup> (rys. 1).

---

#### Przykład<sup>15</sup>

Wariant I. Przedsiębiorstwo jest prowadzone w formie dwuosobowej spółki komandytowo-akcyjnej, której komplementariuszem jest osoba prawna – spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, natomiast akcjonariuszem – osoba fizyczna. Zgodnie z postanowieniami statutowymi S.K.A. udział obu wspólników w zysku spółki jest równy (50%). W 2010 r. spółka, ponosząc całkowite koszty uzyskania przychodów w wysokości 250 000 zł, osiągnęła całkowite przychody ze sprzedaży o wartości 350 000 zł. Poza tym zakładamy, że:

– uzyskane przychody ze sprzedaży i poniesione koszty ich uzyskania ustalone w oparciu o przepisy uor są równe przychodom podatkowym i kosztom podatkowym ustalonym w oparciu o przepisy updog i updog;<sup>16</sup>

– akcjonariusz S.K.A. nie posiada dochodów z innych źródeł i nie korzysta z odliczeń od dochodu do opodatkowania czy też z odliczeń od podatku dochodowego;

– jedynym właścicielem sp. z o.o. jest osoba fizyczna;

– komplementariusz S.K.A. jest sp. z o.o., która w 2011 r. osiągnęła następujące wyniki finansowe:

- całkowite przychody ze sprzedaży, w tym z tytułu udziału w zysku S.K.A. – 550 000 zł,
- całkowite koszty uzyskania przychodów, w tym z tytułu partycypacji w kosztach S.K.A. – 400 000 zł,
- zysk brutto – 150 000 zł;
- sp. z o.o., będąca komplementariuszem S.K.A., jest podatnikiem podatku dochodowego od osób prawnych ustalonego w oparciu o 19% stopę podatkową (art. 19 updog);
- właściciel sp. z o.o., będącej komplementariuszem S.K.A., postanowił nie wypłacać dywidendy za 2011 r.

---

updog. Jeśli dochód do opodatkowania nie przekracza kwoty 85 528 zł stawka podatkowa wynosi 18%, jeśli z kolei dochód do opodatkowania jest wyższy od kwoty 85 528 zł – stawka ta wynosi 32%. Updog umożliwia także osobom fizycznym prowadzącym pozarolniczą działalność gospodarczą opodatkowanie dochodów według liniowej 19% stawki podatkowej, po spełnieniu określonych w ustawie warunków (art. 9a, ust. 2 lub ust. 7 oraz art. 30c updog).

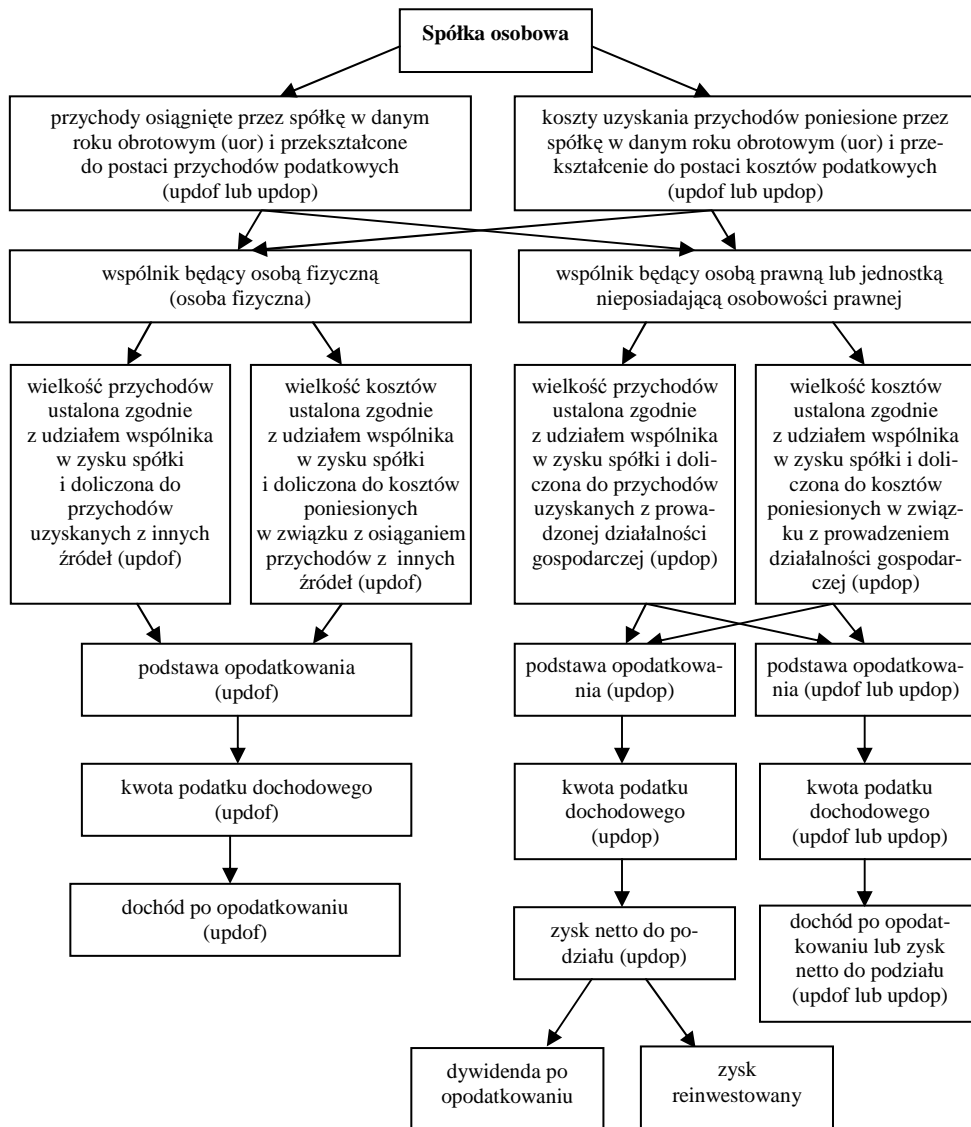
<sup>13</sup> Art. 1, ust. 2 przewiduje *expressis verbis*, że przepisy updog nie mają zastosowania do spółek niemających osobowości prawnej. Dodany od 1 stycznia 2005 r. do art. 1 ust. 3 updog zawiera zastrzeżenie, że przepisy tej ustawy mają jednak zastosowanie do spółek niemających osobowości prawnej mających siedzibę lub zarząd w innym państwie, jeżeli zgodnie z przepisami tego państwa spółki te są traktowane jako osoby prawne i podlegają w tym państwie opodatkowaniu od całości swoich dochodów bez względu na miejsce ich osiągania. Por. A. J a m r o ż y, M. J a m r o ż y, *Spółka osobowa prawa handlowego*, Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., Warszawa 2012, s. 120–121.

<sup>14</sup> Art. 8, ust. 2, pkt 1 updog.

<sup>15</sup> Dane liczbowe zawarte w przykładzie są hipotetyczne.

<sup>16</sup> W związku z tym, iż problematyka przychodów podatkowych i kosztów podatkowych wykracza poza przedmiot zainteresowania niniejszej publikacji, nie będzie poddana głębszej analizie.



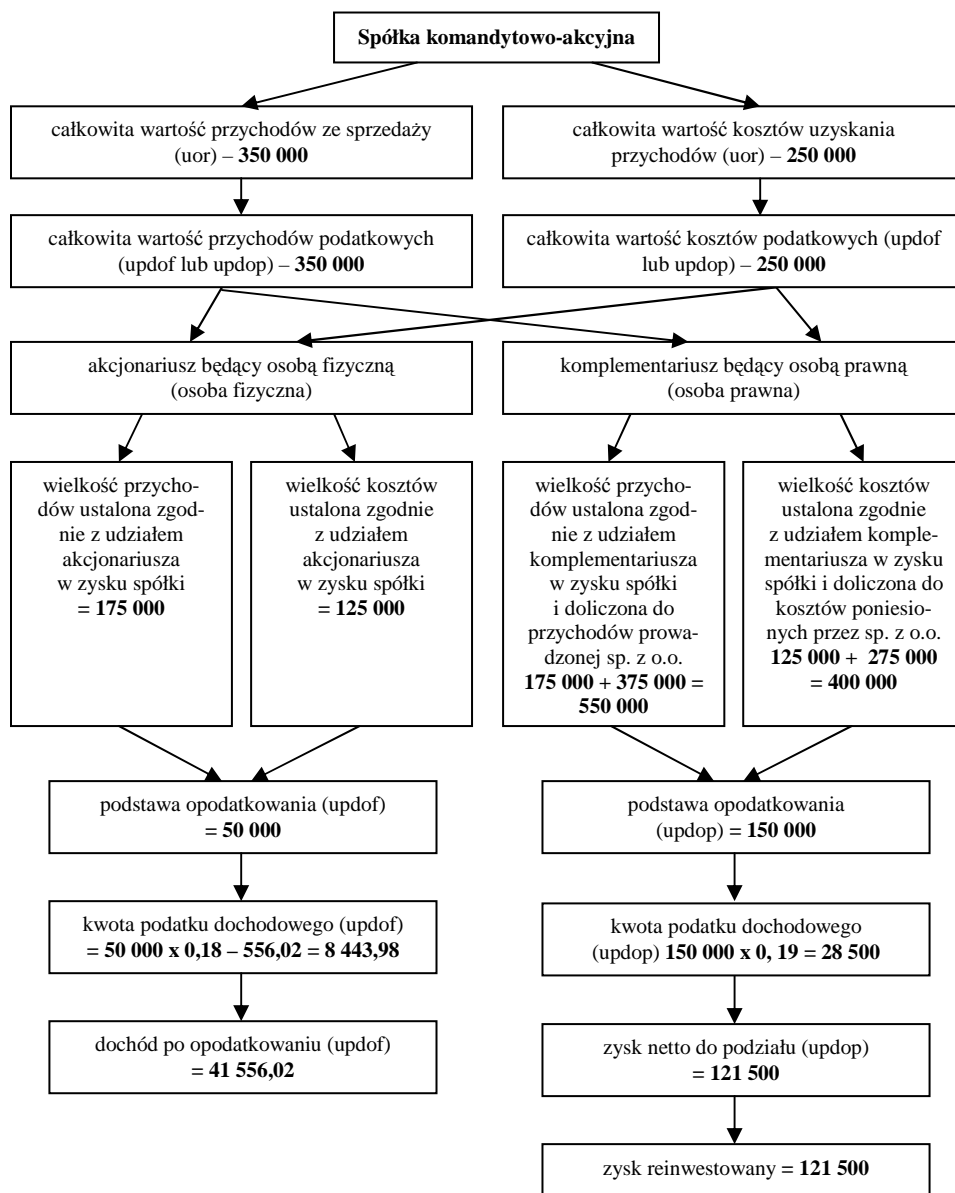


Rys. 1. Tworzenie, podział i opodatkowanie zysku w spółkach osobowych<sup>17</sup>

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Ustawy z 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych*. Tekst jedn.: DzU 2011, nr 74, poz. 397 z późn. zm.; *Ustawy z 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych*. Tekst jedn.: DzU 2010, nr 51, poz. 307 z późn. zm.; *Ustawy z 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych*, DzU 2000, nr 94, poz. 1037 z późn. zm.; *Ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości*. Tekst jedn.: DzU 2009, nr 152, poz. 1223 z późn. zm.

<sup>17</sup> Wszystkie spółki osobowe w Polsce, także cywilne, podlegają tym samym zasadom podziału i opodatkowania zysku.

Egzemplifikacja sposobu ustalania dochodu wspólników przykładowej S.K.A. z tytułu udziału w jej zysku i sposobu opodatkowania tegoż dochodu w zależności od kategorii wspólnika przedstawia się następująco (rys. 2).



Rys. 2. Tworzenie, podział i opodatkowanie zysku w spółkach osobowych – egzemplifikacja (dane w zł)

Źródło: opracowanie własne na podstawie rys. 1.

Wariant II. Przyjmując za obowiązujące wszystkie założenia znajdujące się w wariantcie I i rozważając przypadek, w którym właściciel sp. z o. o. podejmuje decyzję o wypłacie całości zysku netto w postaci dywidendy, można zauważyć, że:

– dochód do dyspozycji właściciela sp. z o. o., będącego komplementariuszem S.K.A., po opodatkowaniu wynosi 98 415 zł, gdyż:

$$121\,500 - (121\,500 \times 0,19^{18}) = 98\,415 \text{ zł},$$

– dochód właściciela sp. z o.o. będący rezultatem jej działalności jako komplementariusza S.K.A. został opodatkowany podwójnie – na poziomie sp. z o.o. oraz w momencie wypłaty dywidendy. A zatem, różnicę w wysokości obciążenia podatkowego osoby fizycznej będącej akcjonariuszem S.K.A. i osoby fizycznej, będącej jedynym właścicielem sp. z o.o., która jest komplementariuszem S.K.A., można ustalić następująco:

$50\,000 \times 0,19 = 9\,500 \text{ zł}$  – kwota podatku dochodowego zapłacona przez sp. z o.o. od dochodu z tytułu udziału w zysku S.K.A. – opodatkowanie na poziomie spółki;

$40\,500 \times 0,19 = 7\,695 \text{ zł}$  – kwota podatku dochodowego od wypłaconej dywidendy – opodatkowanie na poziomie właściciela;

$40\,500 - 7\,695 = 32\,805 \text{ zł}$  – dochód do dyspozycji właściciela sp. z o.o. z tytułu udziału tej spółki w zysku S.K.A., której jest komplementariuszem;

$41\,556,02 - 32\,805 = 8\,751,02 \text{ zł}$  – dodatkowa kwota podatku dochodowego, którą *de facto* zobowiązany jest uiścić właściciel sp. z o.o., z tytułu udziału tej spółki jako komplementariusza w zyskach S.K.A.<sup>19</sup>

Biorąc pod uwagę obecny stan prawny, komplementariusz w S.K.A. podlega opodatkowaniu na takich samych zasadach jak wspólnicy innych spółek osobowych. Bez względu na to, czy komplementariusz jest osobą prawną czy fizyczną, ciąży na nim obowiązek odprowadzania zaliczek na podatek dochodowy. W przypadku akcjonariuszy z kolei ten obowiązek nie jest już taki oczywisty. Prowadzone od kilku lat spory akcjonariuszy z organami podatkowymi oraz niejednolita linia orzecznicza dotyczą przede wszystkim momentu powstania obowiązku podatkowego z tytułu udziału akcjonariusza w zysku S.K.A. oraz klasyfikacji źródła dochodu/przychodu do opodatkowania (tab. 2).

### 3.1. Przesłanki opodatkowania dochodu akcjonariusza S.K.A. jak dochodu z działalności gospodarczej

W odniesieniu do kwestii opodatkowania dochodów akcjonariusza z tytułu udziału w zysku spółki komandytowo-akcyjnej jak dotąd nie wypracowano zgodnego stanowiska. Główna przyczyna rozbieżności poglądów w tym zakresie tkwi w specyfice formuły prawnej S.K.A.

<sup>18</sup> Według art. 22.1. upod podatek dochodowy od dochodów (przychodów) z dywidend oraz innych przychodów z tytułu udziału w zyskach osób prawnych mających siedzibę lub zarząd na terytorium RP ustala się w wysokości 19% uzyskanego przychodu.

<sup>19</sup> Należy zauważyć, że komplementariusz S.K.A. będący osobą prawną uiszcza podatek dochodowy z tytułu udziału w zysku spółki osobowej w kolejnym roku podatkowym.

Tabela 2

Status podatkowy akcjonariusza S.K.A., będącego osobą fizyczną – możliwe rozstrzygnięcia

Wyszczególnienie	Klasyfikacja źródła przychodów akcjonariusza S.K.A.	
Moment powstania dochodu do opodatkowania	Przychody akcjonariusza z tytułu udziału w zysku S.K.A. są przychodami z działalności gospodarczej (art. 10, ust. 1, pkt 3 oraz art. 8, ust. 1 updof). Akcjonariusz jest zobowiązany odprowadzać comiesięczne zaliczki na podatek dochodowy w ciągu roku obrotowego tak, jak komplementariusz (art. 14 updof). Akcjonariusz może opodatkować dochód z tytułu udziału w zysku S.K.A. według skali progresywnej lub według 19% stawki liniowej, łącząc go z przychodami z innych źródeł, o ile w ciągu roku obrotowego takie osiągnął (art. 9a, ust. 5 updof).	Przychody akcjonariusza z tytułu udziału w zysku S.K.A. są przychodami z kapitałów pieniężnych (art. 10, ust. 1, pkt 7 updof). Akcjonariusz nie odprowadza comiesięcznych zaliczek na podatek dochodowy w ciągu roku obrotowego tak, jak komplementariusz. Dochód akcjonariusza zostaje obciążony 19% zryczałtowanym podatkiem dochodowym w chwili wypłaty dywidendy tak, jak dochód akcjonariusza spółki akcyjnej (art. 30a, ust. 1, pkt 4 updof) <sup>20</sup> .

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Ustawy z 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych*. Tekst jedn.: DzU 2010, nr 51, poz. 307 z późn. zm.

Spółka ta, z jednej strony należy do handlowych spółek osobowych, nieposiadających osobowości prawnej, co siłą rzeczy spowodowało przejście obowiązku ustalania i uiszczania kwot podatku dochodowego przez ich wspólników, z drugiej strony – konstytutywną kategorią wspólnika tej spółki jest akcjonariusz, który pełni w spółce rolę biernego inwestora, nie mającego prawa do reprezentowania spółki i jej zarządzania czy też nadzorowania, co z kolei uzasadniałoby tezę o braku obowiązku ustalania i odprowadzania przez niego comiesięcznych zaliczek na podatek dochodowy.

Rozliczne interpretacje Dyrektorów Izb Skarbowych, Ministra Finansów oraz uzasadnienia do wyroków Naczelnych i Wojewódzkich Sądów Administracyjnych w powyższej kwestii nie są spójne.

Przytaczając orzeczenie Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 10 stycznia 2012 r. (II FSK 1326/10)<sup>21</sup> i powołując się na jego argumentację, że

<sup>20</sup> Przy czym należy pamiętać, że dywidenda otrzymana przez akcjonariusza S.K.A. nie może być opodatkowana jednorazowym zryczałtowanym podatkiem dochodowym z tytułu udziału w zyskach osób prawnych na podstawie art. 30a, ust. 1, pkt 4 updof, gdyż S.K.A. nie posiada osobowości prawnej.

<sup>21</sup> <http://orzeczenia.nsa.gov.pl/doc/47A13559EB>. Takie samo stanowisko zostało zaprezentowane: w wyroku NSA z 30 marca 2011 r. (II FSK 1925/09), w wyroku NSA z 5 maja 2011 r. (II FSK 2126/09) czy też w wyroku WSA we Wrocławiu z 17 lutego 2012 r. (I SA/Wr 1780-1781/11).

obowiązujące przepisy wyraźnie wskazują, że podatnikiem podatku dochodowego od osób fizycznych nie jest spółka komandytowo-akcyjna, lecz wspólnicy tej spółki, podać należy, że udział wspólników w zysku spółki podlega opodatkowaniu na zasadach ogólnych, łącznie z innymi przychodami, jak przychód z działalności gospodarczej według skali przewidzianej w art. 27 updof, bądź 19% stawką liniową. NSA wskazał nadto, że art. 147 § 1 ksh zapewnia co do zasady udział obu kategoriom wspólników spółki w wypracowanym przez nią zysku proporcjonalnie do ich wkładów wniesionych do spółki, zaznaczając przy tym odmienną sytuację akcjonariusza S.K.A., do którego stosuje się odpowiednio przepisy ksh dotyczące spółki akcyjnej. Na mocy art. 347 § 1 ksh w zw. z art. 126 § 1 pkt 2 ksh, prawo do udziału w zysku spółki powstaje dopiero z chwilą wykazania tego zysku w sprawozdaniu finansowym spółki, zbadanym przez biegłego rewidenta i jego przeznaczenia przez zgromadzenie wspólników do wypłaty akcjonariuszom. Oznacza to, zdaniem NSA, że dopóki nie zapadnie odpowiednia uchwała o podzieleniu zysku, akcjonariusz nie ma skutecznego roszczenia o jego wypłatę. Na podstawie art. 146 § 2 pkt 2 ksh, uchwała o podziale zysku spółki pomiędzy jej akcjonariuszy, wymaga zgody wszystkich jej komplementariuszy. NSA uznał więc, że w przypadku komplementariusza zysk z udziału w spółce należy mu się z mocy prawa, o ile wspólnicy nie podejmą odmiennej uchwały. Natomiast akcjonariuszowi przysługuje zysk ze spółki tylko wtedy, gdy komplementariusze podejmą odpowiednią uchwałę o jego podziale. Z tej przyczyny, według NSA, użyte w art. 8 ust. 1 updof sformułowanie „przychód z udziału w spółce niebędącą osobą prawną” należy rozumieć w sposób uwzględniający status akcjonariusza w spółce komandytowo-akcyjnej. Akcjonariuszowi temu przysługuje na mocy art. 347 § 1 ksh w zw. z art. 126 § 1 pkt 2 ksh prawo do udziału w zysku spółki komandytowo-akcyjnej. Prawo do udziału w zysku ma postać uprawnienia akcjonariusza do żądania od spółki wypłaty części zysku za dany rok, po spełnieniu określonych w ksh warunków.

Po spełnieniu owych warunków udziału w zysku za dany rok obrotowy akcjonariusz nabywa wierzytelność o wypłatę dywidendy. Wierzytelność ta jest skonkretyzowana przedmiotowo i podmiotowo, a zatem od momentu powstania przyjmuje postać roszczenia o wypłatę dywidendy. Trudno było zatem zdaniem NSA uznać, że akcjonariusz spółki komandytowo-akcyjnej ma obowiązek wpłacania w trakcie roku zaliczek na podatek dochodowy od osób fizycznych. Jest to niemożliwe, albowiem w trakcie roku podatkowego nie powstaje u niego przychód należny, co wynikać miało z art. 44 ust. 1 i 3 updof.

Argumentem *a contrario* może być interpretacja Dyrektora Izby Skarbowej w Łodzi z 8 lutego 2012 r.<sup>22</sup>, który wskazuje, że przychód akcjonariusza spółki

<sup>22</sup> <http://interpretacje-podatkowe.org/akcjonariusz/iptpb2-415-685-11-6-akr?zaznacz=interpretacja+dyrektora+izby+skarbowej+w+w+%C5%82odzi+z+dnia+8+lutego>.

Podobne stanowisko prezentują: Dyrektor Izby Skarbowej w Warszawie z dnia 7 czerwca 2010 r. (IPPB1/415-362/10-2/EC) oraz z dnia 4 listopada 2010 r. (IPPB1/415-749/10-2/ES); Dyrektor Izby Skarbowej w Poznaniu z dnia 22 września 2010 r., (ILPB2/415-773/10-3/JK); Dyrek-

komandytowo-akcyjnej należy ustalać na bieżąco proporcjonalnie do jego udziału w zyskach i ciąży na nim obowiązek comiesięcznego odprowadzania zaliczek na PIT.

### 3.2. Problem opodatkowania dochodu akcjonariusza S.K.A. jak przychodów z kapitałów pieniężnych<sup>23</sup>

Za kolejny przykład podejmowania prób rozstrzygnięcia niejasności w odniesieniu do momentu powstania przychodu po stronie akcjonariusza S.K.A. oraz obowiązku odprowadzania przez niego zaliczek na podatek dochodowy od osób fizycznych można uznać uchwałę NSA z dnia 16 stycznia 2012 r. (II FPS 1/11 – Uchwała NSA) oraz Interpretację ogólną Ministra Finansów z dnia 11 maja 2012 r. (nr DD5/033/1/12/KSM/DD-125).

NSA uznał, że przychód akcjonariusza S.K.A., będącego osobą fizyczną i jednocześnie niebędącego komplementariuszem, z tytułu dywidendy wypłaconej na podstawie uchwały walnego zgromadzenia o podziale zysku podlega opodatkowaniu w dniu faktycznego otrzymania dywidendy, co oznacza brak obowiązku uiszczania przez niego zaliczek w ciągu roku obrotowego. Z pewnością ta pragmatyczna wykładnia pozwala na wyeliminowanie wielu problemów praktycznych związanych z ustalaniem oraz przypisaniem dochodu akcjonariuszom, zwłaszcza w spółkach, w których liczba akcjonariuszy jest znaczna lub skład akcjonariatu często się zmienia. Jeśli spółka wyemitowała akcje na okaziciela, to zidentyfikowanie akcjonariuszy może być szczególnie trudne, a nawet niemożliwe<sup>24</sup>. Dodatkowo akcjonariusz z racji pełnionej roli w spółce nie mogąc

---

tor Izby Skarbowej w Bydgoszczy z dnia 27 maja 2009 r. (ITPBI/415-216/09/MR); Dyrektor Izby Skarbowej w Katowicach z dnia 17 marca 2011 r. (IBPBI/1/415-1309/10/SK).

<sup>23</sup> W rozdziale drugim updof (art. 10-20) zostały określone źródła przychodów, będących podstawą do ustalenia dochodu do opodatkowania, wśród których znajdują się kapitały pieniężne i prawa majątkowe, w tym odpłatne zbycie praw majątkowych. Za przychody z kapitałów pieniężnych updof (art. 17, ust. 1) uważa się m. in. odsetki od pożyczek, odsetki (dyskonto) od papierów wartościowych, dywidendy i inne przychody z tytułu udziału w zyskach osób prawnych, których podstawą uzyskania są udziały (akcje) w spółce mającej osobowość prawną lub spółdzielni czy też przychody z odpłatnego zbycia pochodnych instrumentów finansowych oraz z realizacji praw z nich wynikających.

<sup>24</sup> Zgodnie z treścią art. 341, par. 1 ksh, w księdze akcyjnej, którą zobowiązany jest prowadzić zarząd spółki akcyjnej, znajdują się informacje o akcjonariuszach posiadających akcje imienne i osobach, które dokonały częściowej wpłaty na akcje na okaziciela w zamian otrzymując świadectwa tymczasowe. Dokument akcji na okaziciela nie może być wydany przed dokonaniem pełnej wpłaty (art. 335 ksh). Przeniesienie akcji na okaziciela następuje przez oddanie dokumentu akcji (art. 339 ksh). *Wobec spółki uważa się za akcjonariusza tylko tę osobę, która jest wpisana do księgi akcyjnej, lub posiadacza akcji na okaziciela, z uwzględnieniem przepisów o obrocie instrumentami finansowymi* (art. 343, par. 1). Por. S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz do artykułów 301–458*, t. 3, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2003, s. 317.

kontrolować prawidłowości rozliczeń jej kosztów i przychodów, nie może też ustalić w odpowiedniej wysokości kwot zaliczek na podatek<sup>25</sup>. Co więcej, NSA umożliwia S.K.A. reinwestycję zysków przypadających akcjonariuszom przed opodatkowaniem, co na gruncie praktyki oznacza, że obowiązek podatkowy może dotyczyć tylko komplementariusza bądź komplementariuszy. Jeśli zatem, zgodnie ze statutem spółki, komplementariusz ma niewielki udział w zysku spółki, np. 1 %, płaci *de facto* niskie zaliczki na podatek dochodowy, a sama spółka, dopóki nie podejmie decyzji o wypłacie zysku akcjonariuszom, może go akumulować bez konieczności opodatkowania<sup>26</sup>. Takie ukształtowanie struktury udziałowej w S.K.A. jest zgodne z przepisami kodeksowymi i zasadą swobody umów (art. 353 kc), gdyż jak dotąd nie uregulowano prawnie minimalnego zaangażowania kapitałowego komplementariusza będącego współwłaścicielem spółki komandytowej bądź spółki komandytowo-akcyjnej<sup>27</sup>.

Opisane powyżej korzyści dla akcjonariuszy S.K.A. i samej spółki są niewątpliwe i czynią z niej bardziej transparentną konstrukcję prawną niż była nią do tej pory. Jednak pozostałe argumenty, jakich używa NSA uzasadniając treść uchwały, nie są już takie oczywiste. NSA uznał, że przychód akcjonariusza z udziału w S.K.A. nie jest przychodem z działalności gospodarczej, bo wynika wyłącznie z posiadania prawa majątkowego w postaci akcji S.K.A.<sup>28</sup> Zdaniem Sądu dla podatkowej kwalifikacji źródła przychodu akcjonariusza nie ma żadnego znaczenia, czy S.K.A. osiągała przychody z działalności gospodarczej, czy jakiegokolwiek innej<sup>29</sup>. Gdyby ten pogląd uznać za trwały i obowiązujący, to akcjonariusz będący osobą fizyczną nie mógłby wybrać 19% stawki liniowej stosowanej do dochodów ze źródła działalność gospodarczą ani odliczać jakiegokolwiek kosztów uzyskania przychodów. Uzasadnienie to stoi w sprzeczności z treścią art. 8.1. ust.1 updog, zgodnie z którą przychody wspólnika będącego

<sup>25</sup> A. Jamroży, M. Jamroży, *op. cit.*, s. 149.

<sup>26</sup> Opinia prawna w sprawie projektu ustawy o zmianie *Ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych, Ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych oraz niektórych innych ustaw* z dnia 24 sierpnia 2012 r. wydana przez Adwokacką Spółkę Partnerską Grzybowski, Guzek Jackowski;

<sup>27</sup> J. Jerzmanowski, *Praktyczne aspekty tworzenia i organizacji spółek komandytowych z udziałem spółek z o.o. jako komplementariuszy*, „Przegląd Prawa Handlowego”, grudzień 2010, s. 45.

<sup>28</sup> Analogiczny pogląd był już przedstawiany we wcześniejszym orzecznictwie, np. w wyroku WSA w Poznaniu z 15 grudnia 2009 r. (I SA/Po 820/09), w wyroku NSA z 4 grudnia 2009 r. (II FSK 1097/08), w wyroku WSA w Krakowie z 13 marca 2008 r. (I SA/Kr 1372/07) czy w wyroku WSA w Krakowie z 20 grudnia 2007r. (I SA/Kr 1181/07). Należy też zauważyć, że akcjonariuszowi S.K.A. (podobnie jak akcjonariuszowi spółki akcyjnej) przysługują prawa korporacyjne, np. prawo do głosowania na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy czy prawo do informacji.

<sup>29</sup> Należy zauważyć, że na gruncie *Ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych* występuje podział źródeł przychodów, przy czym wyodrębniono osiem źródeł. W zależności od kwalifikacji przychodów inne mogą być: sposób ustalenia podstawy opodatkowania, wysokość podatku, a także obowiązki dokumentacyjne i deklaracyjne. Z kolei *Ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych* nie wyodrębniła źródeł dochodu.

osobą fizyczną z udziału w każdej spółce nieposiadającej osobowości prawnej, bez względu na jej rodzaj, są przychodami z pozarolniczej działalności gospodarczej.

Inną kontrowersją w treści uchwały NSA jest nierozliczanie kosztów uzyskania przychodów z udziału akcjonariuszy w S.K.A. wg brzmienia art. 5 ust 2 *Ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych*, czyli nie łączenie ich z kosztami uzyskania przychodów akcjonariusza będącego osobą prawną.

Kolejną próbą ujednoczenia regulacji prawnych dotyczących kwestii opodatkowania dochodów akcjonariuszy jest projekt *Ustawy z dnia 24 sierpnia 2012 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych, Ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych oraz niektórych innych ustaw*<sup>30</sup>. Zakłada on, że spółki komandytowo-akcyjne zostaną objęte przepisami *Ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych*, zachowując status osoby spółki osobowej. Jeśli ustawa wejdzie w życie w niezmienionym kształcie, wszystkie S.K.A. zostaną opodatkowane tak jak spółki kapitałowe.

#### 4. ZAKOŃCZENIE

Spółka komandytowo-akcyjna jako spółka osobowa nieposiadająca osobowości prawnej jest formą prawną, która obecnie *de facto* – głównie ze względu na możliwość zwiększania poziomu kapitału zakładowego poprzez kolejne emisje akcji, deklaratoryjne określanie proporcji udziałów w zysku spółki poszczególnych wspólników oraz eliminację podwójnego opodatkowania – stanowi niezwykle atrakcyjny instrument optymalizacji podatkowej spółek, także kapitałowych, które są jej właścicielami. Jednak, niejednolita linia orzecznicza w odniesieniu do momentu powstania obowiązku podatkowego z tytułu udziału akcjonariusza w zysku S.K.A. oraz klasyfikacji źródła dochodu/przychodu do opodatkowania powodują, że S.K.A. jest dzisiaj mało transparentną i nieprzewidywalną formułą prawną prowadzenia działalności gospodarczej. Dodatkowo, tę niepewność wśród obecnych i potencjalnych właścicieli S.K.A. w stosunku do obciążeń podatkowych ich działalności wzmacniają postanowienia projektu *Ustawy z dnia 24 sierpnia 2012 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych, Ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych oraz niektórych innych ustaw*, zakładające m. in. zrównanie statusu podatkowego S.K.A. ze statusem osób prawnych.

<sup>30</sup> Biuletyn Informacji Publicznej Rządowego Centrum Legislacji;  
<http://bip.rcl.gov.pl/portal/rcl/>.



## BIBLIOGRAFIA

- Bilewska K., *Zaskarżanie uchwał walnego zgromadzenia spółki komandytowo-akcyjnej – de lege lata i de lege ferenda*, „Przegląd Prawa Handlowego”, listopad 2012, nr 11.
- Golec S., *Opodatkowanie podatkiem dochodowym akcjonariuszy spółek komandytowo-akcyjnych – zagadnienia problemowe*, „Przegląd Podatkowy” 2012, nr 6.
- Grzybowski S. (red.), *System prawa cywilnego*, t. 1, Wrocław 1985.
- Helin A., Bernaziuk A., *Kapitały własne w świetle prawa handlowego, bilansowego i podatkowego w różnych formach działalności gospodarczej*, Centrum Doradztwa i Informacji Difi, Warszawa 2006.
- <http://bip.rcl.gov.pl/portal/rcl/>.
- <http://interpretacje-podatkowe.org/akcjonariusz/iptpb2-415-685-11-6-akr?zaznacz=interpretacja+dyrektora+izby+skarbowej+w+%C5%82odzi+z+dnia+8+lutego>.
- <http://orzeczenia.nsa.gov.pl/doc/47A13559EB>.
- Jamroży A., Jamroży M., *Spółka osobowa prawa handlowego*, Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., Warszawa 2012.
- Jerzmanowski J., *Praktyczne aspekty tworzenia i organizacji spółek komandytowych z udziałem spółek z o.o. jako komplementariuszy*, „Przegląd Prawa Handlowego”, grudzień 2010.
- Kidyba A., *Nowy typ spółki – spółka komandytowo-akcyjna*, „Edukacja Prawnicza” 2002, nr 3.
- Malinowski D. M., *Przekształcenie spółki kapitałowej w osobową – opodatkowanie niepodzielonego zysku*, „Przegląd Podatkowy” 2012, nr 8.
- Nowacki J., „Odpowiednie” stosowanie przepisów prawa, „Państwo i Prawo” 1964, nr 3.
- Saczywko M., *Zakaz dokonywania czynności „z samym sobą” a reprezentacja spółki jawnej w umowach ze wspólnikami*, „Przegląd Prawa Podatkowego”, listopad 2012, nr 11.
- Sołtyński S., Szajkowski A., Szumański A., Szwaja J., *Kodeks spółek handlowych. Komentarz do artykułów 301–458*, t. 3, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2003.
- Ustawa Kodeks cywilny z dnia 23 kwietnia 1964 r.*, DzU 1964, nr 16, poz. 93 z późn. zm.
- Ustawa z 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych*. Tekst jedn., DzU 2011, nr 74, poz. 397 z późn. zm.
- Ustawa z 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych*, DzU 2000, nr 94, poz. 1037 z późn. zm.
- Ustawa z 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych*. Tekst jedn., DzU 2010, nr 51, poz. 307 z późn. zm.

Agnieszka Janus

**IMPLICATIONS OF INCOME TAXATION FOR A STOCKHOLDER OF  
A LIMITED JOINT-STOCK PARTNERSHIP FOR ITS ATTRACTIVENESS  
AS A LEGAL FORM OF BUSINESS ACTIVITY**

The main aim of this article is presentation of rules concerning evaluation of income tax for a stockholder of a joint-stock partnership based on the share in profits as well as the taxation in the light of the provisions in force. A joint-stock partnership is one of relatively new legal forms used by Polish entrepreneurs (businessmen). At present, in regard to commercial partnerships most controversies and problems arise from the issue of income taxation for the partners, who obtain it from their business activity. For the taxation purposes, a commercial partnership is regarded as non-existent, because it is not the subject of the legal regulations concerning tax. Thus the true taxpayers are the partners of the commercial partnership – natural persons or legal persons. However, the inconsistent tax ruling in regard to the moment when the tax duty comes to force based on the

share in profits of JSP, as well as the classification of the source of income for taxation cause that JSP I, at present, not transparent and unpredictable legal form of business activity. Moreover, this uncertainty felt by present and potential partners of JSP in regard to tax burden connected with their business activity is enhanced by the proposed regulations of a draft bill dated on the 24 August 2012 regarding changes to the tax bill of legal entities, the tax bill of natural persons and some other bills, which propose the equation of the tax status of JSP and legal entities.

**Key words:** commercial companies, joint-stock partnership division of profits, income tax, tax optimization.



## OCENA ZDOLNOŚCI PREDYKCYJNEJ WYBRANYCH MODELI DYSKRYMINACYJNYCH W PROGNOZOWANIU UPADŁOŚCI PRZEDSIĘBIORSTW SEKTORA TSL

### 1. WSTĘP

Upadłość oraz poprzedzające ją zagrożenie bankructwem powinny stać się przedmiotem największej troski samego przedsiębiorstwa oraz wszystkich jego interesariuszy. H. D. Platt i M. B. Platt, prowadząc badania nad zagrożeniem finansowym<sup>1</sup>, rozdzielają modelowanie zagrożenia finansowego od modelowania upadłości. Ich zdaniem ważniejsze jest uchwycenie stanu pograżania się danych podmiotów gospodarczych w kryzysie niż samego momentu upadłości<sup>2</sup>.

Według danych wywiadowni gospodarczej Dun & Bradstreet Poland jednostki prowadzące działalność transportową w 2009 r. po raz pierwszy pojawiły się w „czołówce” listy upadłych podmiotów gospodarczych. W tego rodzaju statystykach przedsiębiorstwa transportowe w pierwszym półroczu 2009 r. stanowiły 50% ogółu jednostek świadczących działalność usługową<sup>3</sup>. Szanse na wyjście przez nie z kryzysu należy postrzegać z perspektywy ogólnych tendencji w gospodarce. Można więc oczekiwać, że wraz z poprawą sytuacji na rynku dóbr produkcyjnych, stopniowo będzie poprawiała się również sytuacja na rynku usług TSL. Ze względu na występujący znaczny zakres powiązań kooperacyjnych przedsiębiorstw i tym samym powiązań handlowych między nimi a zlece-

---

\* Mgr, Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 90–214, ul. Rewolucji 1905 r. nr 41.

<sup>1</sup> Zob. H. D. Platt, M. B. Platt, *Predicting Corporate Financial Distress: Reflection on Choice-Based Sample Bias*, „Journal of Economics and Finance” 2002, Vol. 26, Nr 2, s. 184–199.

<sup>2</sup> B. P r u s a k, *Nowoczesne metody prognozowania zagrożenia finansowego przedsiębiorstw*, Centrum Doradztwa i Informacji Difin Sp. z o.o., Warszawa 2005, s. 16.

<sup>3</sup> A. S t e f a ń s k a, *Polskie firmy transportowe coraz bliżej katastrofy*, „Rzeczpospolita” 2009, nr 247.

niobiorcami usług logistycznych, zastosowanie skutecznych narzędzi analitycznych może wpłynąć na wzrost efektywności zarządzania przedsiębiorstwami, łańcuchami dostaw, a w konsekwencji – na wzrost konkurencyjności gospodarki narodowej<sup>4</sup>.

Zasadniczym celem opracowania jest zbadanie zdolności predykcyjnej<sup>5</sup> wybranych modeli dyskryminacyjnych w ocenie zagrożenia upadłością spółek sektora TSL. Realizacja celu opracowania wymaga podjęcia i pogłębienia badań empirycznych nad trafnością klasyfikacji przedsiębiorstw prowadzących działalność usługową do jednej z dwóch grup podmiotów gospodarczych, tj. upadłych i niezagrażonych upadłością.

Wyniki badań empirycznych prezentowane w literaturze przedmiotu<sup>6</sup> dostarczają licznych argumentów uzasadniających potrzebę wykorzystania mierników opartych na przepływach pieniężnych w predykcji zagrożenia upadłości przedsiębiorstw. Dla realizacji celu opracowania sformułowana została hipoteza badawcza stanowiąca, iż w przypadku prognozowania zagrożenia upadłością przedsiębiorstw sektora TSL modele dyskryminacyjne wykorzystujące dane ze sprawozdania z przepływów środków pieniężnych wykazują wyższą zdolność predykcyjną<sup>7</sup> od modeli utworzonych na danych pozyskanych jedynie z bilansu oraz rachunku zysków i strat.

Przeprowadzone badania odnoszą się do wyselekcjonowanej liczby spółek sektora TSL, a zatem ze względu na swój „sektorowy” zasięg nie predysponują do sformułowania zgeneralizowanych wniosków.

---

<sup>4</sup> Por. R. Rolbiecki, *Analiza dyskryminacyjna w ocenie zmian kondycji finansowej przedsiębiorstw transportowych*, „Controlling i rachunkowość zarządcza” 2010, nr 8, s. 45 i 51.

<sup>5</sup> Tj. trafność klasyfikacji przedsiębiorstw do grupy zagrożonych i niezagrażonych upadłością, która oceniana jest m. in. na podstawie często stosowanej metody, jaką jest tzw. macierz pomyłek (ang. *confusion matrix*).

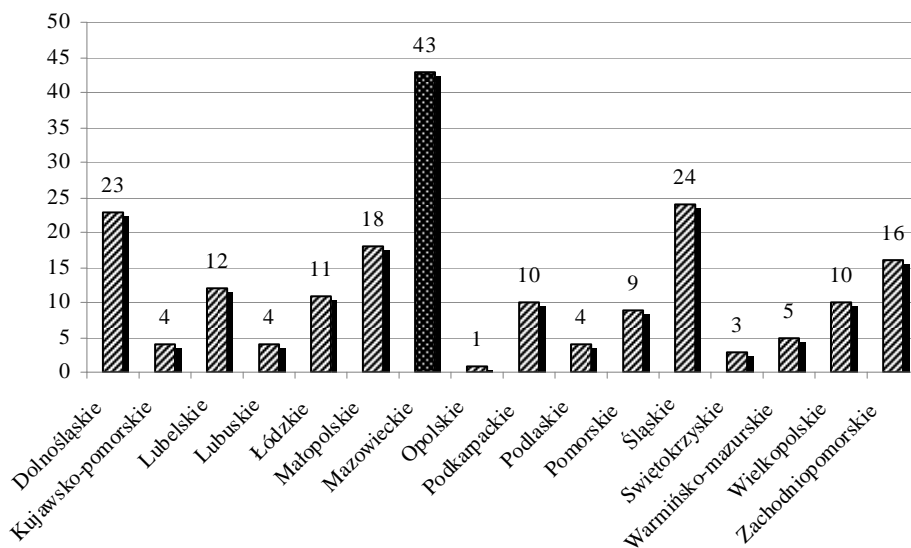
<sup>6</sup> W tym m. in.: J. A. Larga y, C. P. Stickney, *Cash Flows, Ratio Analysis and the W. T. Grant Company Bankruptcy*, „Financial Analysts Journal” 1980, July–August, s. 51–54; M. A. Rujoub, D. M. Cook, L. E. Hay, *Using Cash Flow Ratio to Predict Business Failure*, „Journal of Managerial Issues” 1995, Vol. 7, s. 75–90; T. Maślanka, *Przepływy pieniężne w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2008, s. 193–254; D. Wędzki, *Przepływy pieniężne w prognozowaniu upadłości przedsiębiorstwa. Przegląd literatury* [w:] *Badania operacyjne i decyzje*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Wrocławskiej, Wrocław 2008, nr 2, s. 87–102.

<sup>7</sup> Tj. trafność klasyfikacji przedsiębiorstw do grupy zagrożonych i niezagrażonych upadłością, która oceniana jest m. in. na podstawie często stosowanej metody, jaką jest tzw. macierz pomyłek (ang. *confusion matrix*).

Przejawem wyższej zdolności predykcyjnej modeli dyskryminacyjnych jest wyższa trafność klasyfikacji badanych przedsiębiorstw do jednej z dwóch grup podmiotów gospodarczych, tj. zagrożonych i niezagrażonych upadłością.

## 2. PODMIOTY I PODSTAWY METODYCZNE BADAŃ EMPIRYCZNYCH

Z uwagi na fakt, iż postawienie spółki w stan upadłości regulują określone akty prawne<sup>8</sup>, a zagrożenie finansowe jest kategorią płynną i dynamiczną, znajdującą się pomiędzy sytuacją najlepszą (tj. przedsiębiorstwem „zdrowym”) a ostateczną (tj. upadłość podmiotu gospodarczego)<sup>9</sup>, do wyznaczenia próby badawczej wykorzystane zostały dane o spółkach sektora TSL<sup>10</sup>, wobec których wydane zostało sądowe postanowienie o ogłoszeniu upadłości. Większość modeli dyskryminacyjnych opiera się obecnie na tego rodzaju danych, bowiem są one łatwiejsze do pozyskania.



\* Stan na 8 sierpnia 2012 r.

Rys. 1. Liczba upadłych spółek z sekcji „Transport i gospodarka magazynowa” w Polsce w latach 2004–2012\* według województw

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Centralnego Ośrodka Informacji Gospodarczej Sp. z o.o.

<sup>8</sup> Z art. 10. *Ustawy z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe i naprawcze*, DzU 2003, nr 60, poz. 535 z późn. zm., wynika, iż upadłość ogłasza się w stosunku do dłużnika, który stał się niewypłacalny.

Art. 11 tejże ustawy ponadto podaje, iż dłużnika uważa się za niewypłacalnego, jeżeli nie wykonuje swoich wymagalnych zobowiązań pieniężnych, zaś dłużnika będącego osobą prawną albo jednostką organizacyjną nieposiadającą osobowości prawnej, której odrębna ustawa przyznaje zdolność prawną, uważa się za niewypłacalnego także wtedy, gdy jego zobowiązania przekroczy wartość jego majątku, nawet wówczas, gdy na bieżąco te zobowiązania wykonuje.

<sup>9</sup> M. Gruszczyński, *Empiryczne finanse przedsiębiorstw. Mikroekonomia finansowa*, Di-fin SA & Marek Gruszczyński, Warszawa 2012, s. 132.

<sup>10</sup> Badane spółki prowadzą zasadniczą działalność gospodarczą w sekcji H według PKD 2007, tj. „Transport i gospodarka magazynowa”.

Z danych Centralnego Ośrodka Informacji Gospodarczej w Warszawie wynika, iż największa liczba upadłości podmiotów gospodarczych z sekcji „Transport i gospodarka magazynowa” wystąpiła w województwie mazowieckim (43 spółki – zob. rys. 1) i to one stanowiły podstawę do dalszej selekcji próby badawczej.

Należy zwrócić uwagę, iż wartości mierników finansowych pogarszają się na ogół na kilka lat przed upadkiem danego podmiotu gospodarczego. Dobry model powinien przeto na to zareagować obniżeniem wynikających z niego wartości, a w skrajnym przypadku przez wystąpienie wartości ujemnych już na kilka lat przed ogłoszeniem upadłości<sup>11</sup>.

Zdaniem H. D. Platt i M. B. Platt, stan niepowodzenia finansowego przedsiębiorstwa może wystąpić w okresie 3 lat poprzedzających moment ogłoszenia upadłości, choć w wielu przypadkach niepowodzenie występuje jednak w okresie krótszym niż trzy lata od momentu ogłoszenia upadłości<sup>12</sup> (zob. rys. 2).

Dalsza selekcja próby badawczej została ograniczona przeto do tych przedsiębiorstw, które:

a) miały sądownie ogłoszoną upadłość w latach 2004–2012<sup>13</sup> (tj. w dokumentacji spółki znajdują się sądowe postanowienia o ogłoszeniu upadłości),

b) składały jednostkowe sprawozdania finansowe (w tym sprawozdanie z przepływów środków pieniężnych) w Krajowym Rejestrze Sądowym w Warszawie na rok, dwa i trzy lata przed datą ogłoszenia upadłości<sup>14</sup>,

c) jako dzień bilansowy przyjęły 31 grudnia w każdym roku całego okresu badawczego.

Liczba upadłych podmiotów gospodarczych poddanych badaniu została ograniczona z wyłonionych wstępnie 43 spółek sektora TSL składających sprawozdania finansowe w Krajowym Rejestrze Sądowym w Warszawie do 6 przedsiębiorstw. Aż 30 upadłych podmiotów gospodarczych nie składało bowiem w całym analizowanym okresie sprawozdania z przepływu środków pieniężnych, a w przypadku 7 kolejnych przedsiębiorstw – sprawozdanie to nie zostało złożone w przynajmniej jednym z badanych lat.

Analiza dyskryminacyjna wymaga budowy modelu opartego na dwóch grupach podmiotów gospodarczych, wobec tego została ona poprowadzona na rok, dwa i trzy lata dla 6 spółek przed datą ogłoszenia ich upadłości<sup>15</sup>, jak i dla

---

<sup>11</sup> M. Hamrol, J. Chodakowski, *Prognozowanie zagrożenia finansowego przedsiębiorstw. Wartość predykcyjna polskich modeli analizy dyskryminacyjnej*, [w:] T. Galanc (red.), *Badania Operacyjne i Decyzje*, Wydawnictwo Politechniki Wrocławskiej, Wrocław 2008, nr 3, s. 20.

<sup>12</sup> H. D. Platt, M. B. Platt, *op. cit.*, s. 188 oraz B. Prusak, *op. cit.*, s. 16.

<sup>13</sup> Do 8 sierpnia 2012 r.

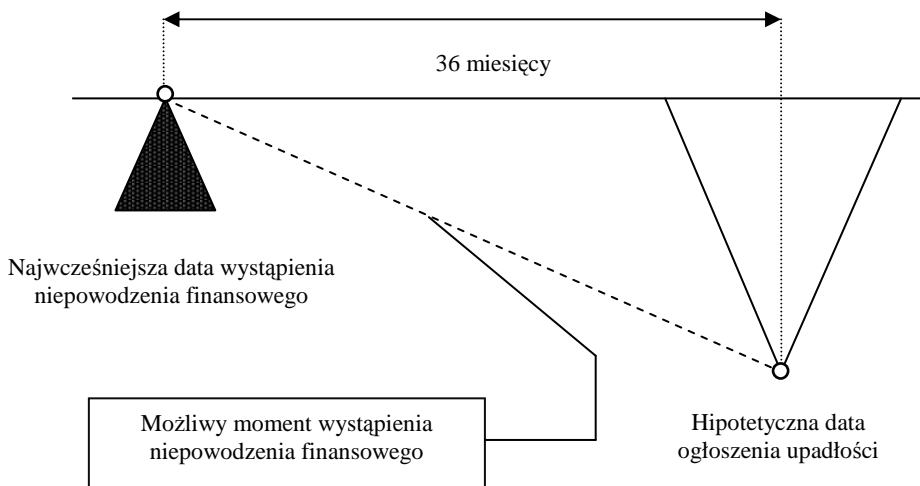
<sup>14</sup> W dalszej części niniejszego opracowania zamiennie stosowane będzie sformułowanie „na rok, dwa i trzy lata przed upadłością”.

<sup>15</sup> Upadłość została ogłoszona bowiem dłużnik nie regulował swoich wymagalnych zobowiązań, a wielkość zobowiązań dłużnika przekraczała wartość jego majątku.

6 spółek niezagrażonych upadłością<sup>16</sup>. Podjęta została przeto próba odnalezienia badanych spółkom upadłym, podmiotów gospodarczych spełniających określone kryteria, a mianowicie:

- prowadzących działalność w tym samym sektorze (tj. sektorze TSL),
- składających sprawozdania do tego samego Krajowego Rejestru Sądowego (tj. KRS w Warszawie),
- porównywalnej wielkości aktywów ogółem,
- koniunktury gospodarczej<sup>17</sup>.

Docelowa próba badawcza objęła zatem 12 podmiotów dla każdego okresu poddanego analizie (zob. zał. 1).



Rys. 2. Zależność między datą upadłości przedsiębiorstwa a momentem wystąpienia niepowodzenia finansowego

Źródło: D. Platt, M. B. Platt, *Predicting Corporate Financial Distress: Reflection on Choice-Based Sample Bias*, „Journal of Economics and Finance” 2002, Vol. 26, No. 2, s. 189; B. Prusak, *Nowoczesne metody prognozowania zagrożenia finansowego przedsiębiorstw*, Centrum Doradztwa i Informacji Difin Sp. z o.o., Warszawa 2005, s. 16.

<sup>16</sup> M. Pogodzińska i S. Sojak jako pierwsi w Polsce zbudowali – za pomocą techniki liniowej wielowymiarowej analizy dyskryminacyjnej, model jedynie dla 10 obserwacji [zob.] M. Pogodzińska, S. Sojak, *Wykorzystanie analizy dyskryminacyjnej w przewidywaniu bankructwa przedsiębiorstw*, [w:] *Acta Universitatis Nicolai Copernici*, *Ekonomia XXV*, Zeszyt 299, Toruń 1995, s. 53–61.

Model ten stanowił dobry przykład wykorzystania analizy wielowymiarowej w prowadzonych przez nich badaniach empirycznych, choć miał ograniczoną wartość użytkową dla praktyki gospodarczej.

<sup>17</sup> Drugą część próby stanowiły odpowiednio dobrane przedsiębiorstwa w dobrej kondycji finansowej, tj. te które funkcjonowały nadal (przynajmniej po upływie roku od momentu, z którego dane wykorzystano do oszacowania parametrów funkcji dyskryminacyjnej).

Mierniki finansowe dla spółek niezagrażonych upadłością zostały obliczone odpowiednio dla lat z których pozyskano dane dla przyporządkowanych im upadłym podmiotom gospodarczym.



W Polsce doświadczenia badawcze z zakresu predykcji zagrożenia upadłością sięgają lat 90. XX w.<sup>18</sup> Powstała bowiem naturalna potrzeba opracowania modeli opartych na oryginalnych danych dla przedsiębiorstw z polskiej gospodarki. Z uwagi na ograniczenie terytorialne oraz ze względu na nieporównywalną specyfikę gospodarek zagranicznych i polskiej, niemożliwym stała się implementacja modeli opracowanych w krajach wysokorozwiniętych. Modele prognostyczne gwarantują bowiem dużą trafność prognoz tylko wtedy, gdy wykorzystywane są w warunkach zbliżonych do tych, w jakich funkcjonowały przedsiębiorstwa, na podstawie których modele konstruowano (przenoszenie modeli między gospodarkami jest generalnie niedopuszczalne)<sup>19</sup>.

Dla realizacji celu opracowania wybrane zostały zatem modele opracowane dla polskiej gospodarki, w tym m. in. O. H. Jacobsa<sup>20</sup>, E. Mączyńskiej i B. Prusaka.

Zdaniem P. Antonowicza modele te charakteryzują się najwyższą zdolnością predykcyjną dla przedsiębiorstw usługowych<sup>21</sup> (zob. tab. 1). W prowadzonych badaniach uwzględnione zostały ponadto modele zaproponowane przez T. Maślankę, bowiem mierniki tychże modeli opierają się dodatkowo na przepływach środków pieniężnych (zob. tab. 2)<sup>22</sup>.

Wykorzystywane do badania modele dyskryminacyjne różnią się między sobą trafnością klasyfikacji. Przyczyną tego może być chociażby zróżnicowana lista zmiennych i wartości współczynników tychże modeli.

W obliczaniu poszczególnych mierników przyjęta została zasada „uśredniania” wartości bilansowych. Tym samym, dane pochodzące z bilansu badanych przedsiębiorstw zostały obliczone jako średnia arytmetyczna z wartości na początek i na koniec danego roku obrotowego, zaś z rachunku zysków i strat oraz sprawozdania z przepływów środków pieniężnych zostały wprowadzone do wzoru funkcji dyskryminacyjnej bezpośrednio za dany rok. Zazwyczaj w literaturze przedmiotu autorzy modeli dyskryminacyjnych wskazują bowiem na taki sposób dokonywania obliczeń, jednakże nie jest to regułą<sup>23</sup>.

<sup>18</sup> Wyróżnić tutaj można m. in. takie opracowania jak: E. Mączyńska, *Ocena kondycji przedsiębiorstwa (Uproszczone metody)*, „Życie gospodarcze” 1994, nr 38, s. 42–45; J. Gajdka, D. Stos, *Wykorzystanie analizy dyskryminacyjnej w ocenie kondycji finansowej przedsiębiorstw*, [w:] R. Borowiecki (red.), *Restrukturyzacja w procesie przekształceń i rozwoju przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków 1996, s. 56–65; D. Hadasik, *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce i metody jej prognozowania*, Zeszyty naukowe AE w Poznaniu, seria II, Poznań 1998, z. 153, s. 133–176.

<sup>19</sup> U. Malinowska, W. Rogowski, *Rola modeli oceny zagrożenia upadłością w nowoczesnej analizie finansowej*, [w:] M. Hamrol (red. nauk.), *Analiza finansowa jako narzędzie zarządzania przedsiębiorstwem*, Katedra Analizy Finansowej i Strategicznej Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań 2005, s. 71. Zob. też J. Gajdka, D. Stos, *op. cit.*, s. 56–65.

<sup>20</sup> Adaptacja modelu O. H. Jacobsa do polskich została wykonana przez E. Mączyńską – zob. E. Mączyńska, *Ocena kondycji...*, *op. cit.*, s. 42–45.

<sup>21</sup> P. Antonowicz, *Metody oceny i prognoza kondycji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstw*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o.o., Gdańsk 2007, s. 170.

<sup>22</sup> Obliczone wskaźniki pomnożone zostały odpowiednio wagi, a następnie dokonana została interpretacja obliczonych wartości funkcji dla kolejnych lat analizy.

<sup>23</sup> P. Antonowicz, *op. cit.*, s. 45 i 53.

Tabela 1

Modele dyskryminacyjne o najwyższych zdolnościach predykcyjnych dla przedsiębiorstw usługowych

Symbol modelu	Autor modelu	Postać funkcji modelu	Trafność klasyfikacji*
Model $Z_{BP1}$	B. Prusak	$Z_{BP1} = 6,5245 * WO/A + 0,1480 * K_{op}/ZK_{op} + 0,4061 * MO/ZK + 2,1754 * WO/P - 1,5685$	98,08%
Model $Z_{7INE PAN}$	E. Mączyńska	$Z_{7INE PAN} = 9,498 * WO/A + 3,566 * KW/A + 2,903 * (WN+Am)/Z + 0,452 * MO/ZK - 1,498$	97,92%
Model $Z_{6INE PAN}$	E. Mączyńska	$Z_{6INE PAN} = 9,478 * WO/A + 3,613 * KW/A + 3,246 * (WN+Am)/Z + 0,455 * MO/ZK + 0,802 * P/A - 2,478$	97,92%
Model $Z_M$	O. H. Jacobs	$Z_M = 1,5 * (WB+Am)/Z + 0,08 * A/Z + 10,0 * WB/A + 5,0 * WB/P + 0,30 * ZAP/P + 0,10 * P/A$	97,83%

\* Trafność klasyfikacji poszczególnych modeli dla przedsiębiorstw usługowych.

gdzie:

- WO – wynik z działalności operacyjnej (wynik operacyjny)
- A – suma bilansowa (aktywów)<sup>24</sup>
- $K_{op}$  – koszty operacyjne (bez pozostałych kosztów operacyjnych)
- $ZK_{op}$  – średnia wartość zobowiązań krótkoterminowych (bez funduszy specjalnych i krótkoterminowych zobowiązań finansowych)
- MO – aktywa obrotowe
- ZK – zobowiązania krótkoterminowe
- P – przychody netto ze sprzedaży (przychody ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów)
- KW – kapitał własny
- WN – wynik finansowy netto (wynik netto)
- Am – amortyzacja
- Z – suma zobowiązań (zobowiązania ogółem)
- WB – wynik brutto
- ZAP – zapasy

Źródło: opracowanie własne na podstawie: E. Mączyńska, *Ocena kondycji przedsiębiorstwa (Uprozczone metody)*, „Życie gospodarcze” 1994, nr 38, s. 42–45; E. Mączyńska, *Globalizacja ryzyka a systemy wczesnego ostrzegania przed upadłością przedsiębiorstw*, [w:] D. Appenzeller, *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce w latach 1990–2003. Teoria i praktyka*, „Zeszyty Naukowe” nr 49/2004, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2004, s. 107–117; B. Prusak, *Nowoczesne metody prognozowania zagrożenia finansowego przedsiębiorstw*, Centrum Doradztwa i Informacji Difin Sp. z o.o., Warszawa 2005, s. 149–153; P. Antonowicz, *Metody oceny i prognoza kondycji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstw*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o.o., Gdańsk 2007, s. 170–172.

<sup>24</sup> W modelu M. Prusaka pojawia się informacja, iż jest to „średnia suma bilansowa”.

Tabela 2

Modele dyskryminacyjne wykorzystujące dane ze sprawozdania  
z przepływów środków pieniężnych

Symbol	Autor modelu	Postać funkcji modelu	Trafność klasyfikacji
Model $Z_{TM5}$ (rok przed upadłością)	T. Maślanka	$Z_{TM5} = 3,73253 * KW/A + 8,83939 * WS/A + 0,04658 * P/AT + 0,95617 * OCF/Z - 1,6524$	92,50%
Model $Z_{TM10}$ (dwa lata przed upadłością)	T. Maślanka	$Z_{TM10} = 12,01553 * WS/A + 3,08576 * OCF/Z + 1,08672 * (WN + Am)/Z - 3,13194 * (WO + Am)/Z - 1,52065 * OCF/ZK - 4,02261 * ZK/A + 1,82057$	82,50%
Model $Z_{TM11}$ (trzy lata przed upadłością)	T. Maślanka	$Z_{TM11} = -0,020133 * (ZK * 360)/KWS + 0,786465 * OCF/Z + 1,803759$	78,75%

gdzie:

- WS – wynik na sprzedaży
  - AT – aktywa trwałe
  - OCF – operacyjne przepływy pieniężne netto
  - KWS – koszt własny sprzedaży
- pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: T. Maślanka, *Przepływy pieniężne w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2008, s. 206–208, 230–241.

### 3. WERYFIKACJA ZDOLNOŚCI PREDYKCYJNEJ WYBRANYCH MODELI DISKRYMINACYJNYCH DLA PRZEDSIĘBIORSTW SEKTORA TSL

Zastosowanie modeli dyskryminacyjnych pozwala na agregację informacji dostarczanych przez poszczególne mierniki oceny kondycji finansowej przedsiębiorstwa. Wykorzystując do tej oceny modele B. Prusaka, E. Mączyńskiej, O. H. Jacobsa oraz T. Maślanki, wskazać należy, że modele te opierają się na różnorodnym zestawie zmiennych diagnostycznych i różnych wagach nadanym tym zmiennym<sup>25</sup>.

Nadrzędnym celem podejmowanych badań empirycznych jest weryfikacja trafności klasyfikacji przez poszczególne modele dyskryminacyjne w grupie przedsiębiorstw sektora TSL. W tym celu dokonane zostało zbiorcze zestawienie

<sup>25</sup> Wartości poszczególnych współczynników funkcji dyskryminacyjnej (wag) pozwalają na dokonanie interpretacji kierunku i rozmiaru wpływu poszczególnych mierników kondycji finansowej na ocenę stopnia zagrożenia upadłością.

Współczynniki funkcji dyskryminacyjnej określają bowiem indywidualny (cząstkowy) wkład każdej zmiennej do funkcji dyskryminacyjnej (zob.) <http://www.statsoft.pl/textbook/>

otrzymanych wyników z podziałem na 3 okresy – rok, dwa i trzy lata przed upadłością.

Na rok przed upadłością przy wykorzystaniu wszystkich analizowanych w niniejszym opracowaniu modeli dokonano błędnej klasyfikacji upadłej spółki EP Services Sp. z o.o. (zob. tab. 3).

Tabela 3

Zbiorne zestawienie modeli prognozujących zagrożenie upadłością badanych spółek sektora TSL na rok przed wydaniem sądowego postanowienia o ogłoszeniu upadłości\*

Rodzaj spółki	Spółka	Model Z <sub>BP1</sub>	Model Z <sub>7 INE PAN</sub>	Model Z <sub>6 INE PAN</sub>	Model Z <sub>M</sub>	Model Z <sub>TM5</sub>
Upadłe	Corrida SA w upadłości likwidacyjnej	U	U	U	U	U
	AMP Logistyka Sp. z o.o.	O	U	U	U	U
	LOT Ground Services Sp. o.o. w upadłości likwidacyjnej	O	N	N	N	U
	EP Services Sp. z o.o.	N	N	N	N	N
	Nowy Przewoźnik Sp. z o.o. w upadłości likwidacyjnej	U	U	U	U	U
	Przedsiębiorstwo Spedycji Międzynarodowej C. Hartwig Warszawa SA	U	U	U	U	U
Niezagrożone upadłością	M&M Militzer & Münch Polska Sp. z o.o.	O	N	N	S	N
	Przedsiębiorstwo Wielobranżowe Podkowa Sp. z o.o.	N	N	N	N	N
	Hellmann Worldwide Logistics Sp. z o.o.	N	N	N	N	N
	Zasada Logistyka Sp. z o.o.	O	N	N	N	N
	CAT Polska Sp. z o.o.	N	N	N	N	N
	DSV Solutions Sp. z o.o.	U	N	N	S	U

\* Szarym kolorem oznaczone zostały błędnie dokonane klasyfikacje badanych spółek sektora TSL na podstawie wartości granicznych poszczególnych modeli. Jedynie w przypadku modelu B. Prusaka wartość graniczna została wyznaczona na poziomie  $-0,13$ , w pozostałych przypadkach wartość ta wynosiła 0.

Pogrubioną czcionką oznaczony został model wykorzystujący dane ze sprawozdania z przepływów środków pieniężnych.

gdzie:

U – przedsiębiorstwo zagrożone upadłością

O – „strefa pośrednia”

S – przedsiębiorstwo o dość słabym wyniku, ale niezagrożone upadłością

N – przedsiębiorstwo niezagrożone upadłością

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych badanych spółek złożonych do Krajowego Rejestru Sądowego w Warszawie.

Podobna sytuacja wystąpiła w przypadku spółki LOT Ground Services Sp. z o.o. w upadłości likwidacyjnej przy zastosowaniu modelu O. H. Jacobsa oraz obydwu modeli stworzonych przez E. Mączyńską. Z kolei wśród spółek niezagrożonych upadłością jedynie jedna z nich (tj. DSV Solution Sp. z o.o.) została zaklasyfikowana do upadłych podmiotów gospodarczych przy wykorzystaniu modeli B. Prusaka i T. Maślanki.

Tabela 4

Zbiorcze zestawienie modeli prognozujących zagrożenie upadłością badanych spółek sektora TSL na dwa lata przed wydaniem sądowego postanowienia o ogłoszeniu upadłości\*

Rodzaj spółki	Spółka	Model $Z_{BP1}$	Model $Z_{7,INEPAN}$	Model $Z_{6,INEPAN}$	Model $Z_M$	Model $Z_{TM10}$
Upadłe	Corrida SA w upadłości likwidacyjnej	O	U	U	U	N
	AMP Logistyka Sp. z o.o.	U	U	U	U	N
	LOT Ground Services Sp. z o.o. w upadłości likwidacyjnej	U	U	U	U	U
	EP Services Sp. z o.o.	N	N	N	N	U
	Nowy Przewoźnik Sp. z o.o. w upadłości likwidacyjnej	U	U	U	U	U
	Przedsiębiorstwo Spedycji Międzynarodowej C. Hartwig Warszawa SA	U	U	U	U	U
Niezagrożone upadłością	M&M Militzer & Münch Polska Sp. z o.o.	U	N	N	S	U
	Polfrost Internationale Spedition Sp. z o.o.	N	N	N	N	N
	Mexem Sp. z o.o.	O	N	N	N	N
	M&M air cargo service Polska SA	O	N	N	N	U
	Charter Sp. z o.o.	O	N	N	N	U
	DSV Solutions Sp. z o.o.	U	U	U	U	N

\* Szarym kolorem oznaczone zostały błędnie dokonane klasyfikacje badanych spółek sektora TSL na podstawie wartości granicznych poszczególnych modeli. Jedynie w przypadku modelu B. Prusaka wartość graniczna została wyznaczona na poziomie  $-0,13$ , w pozostałych przypadkach wartość ta wynosiła 0.

Pogrubioną czcionką oznaczony został model wykorzystujący dane ze sprawozdania z przepływów środków pieniężnych.

Oznaczenia jak w tab. 3.

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych badanych spółek złożonych do Krajowego Rejestru Sądowego w Warszawie.

Wszystkie modele dyskryminacyjne (za wyjątkiem modelu B. Prusaka) wykazały podobną zdolność predykcyjną, która kształtowała się na poziomie

83,33%. Na podstawie ustalonej bowiem przez B. Prusaka wartości granicznej równiej  $-0,13$ , aż dla 4 przedsiębiorstw dokonano błędnej klasyfikacji. Jednakże w przypadku uwzględnienia tzw. strefy pośredniej wyznaczonej przez tego autora<sup>26</sup>, całkowity błąd klasyfikacji badanych spółek sektora TSL zmniejszył się do 16,67%.

Spółka EP Services Sp. z o.o. na dwa lata przed upadłością jedynie według modelu T. Maślanki spełniła kryterium pozwalające uznać ją za upadły podmiot gospodarczy, zaś spółka DSV Solution Sp. z o.o. – za przedsiębiorstwo niezagrożone upadłością (zob. tab. 4). Niestety model ten okazał się nieskuteczny w przypadku klasyfikacji aż 5 pozostałych badanych spółek sektora TSL, tj. Corrida SA w upadłości likwidacyjnej, AMP Logistyka Sp. z o.o., M&M Militzer & Münch Polska Sp. z o.o., M&M air cargo service Polska SA oraz Charter Sp. z o.o. Przyczyniło się to do osiągnięcia przez ten model najniższego, w relacji do pozostałych modeli, poziomu zdolności predykcyjnej (58,33%).

W przypadku modeli O. H. Jacobsa i E. Mączyńskiej uzyskana została niemal identyczna klasyfikacja przedsiębiorstw sektora TSL. Różnica wystąpiła wyłącznie w zaklasyfikowaniu przez model O. H. Jacobsa spółki M&M Militzer & Münch Polska Sp. z o.o. do podmiotów gospodarczych o dość słabym wyniku finansowym, lecz niezagrożonym upadłością<sup>27</sup>. Obydwa modele identycznie, choć błędnie, sklasyfikowały również dwa poddane badaniu podmioty gospodarcze, tj. EP Services Sp. z o.o. oraz DSV Solutions Sp. z o.o.

Model B. Prusaka charakteryzował się z kolei 33,33% całkowitym błędem klasyfikacji. Błąd ten, w przypadku uwzględnienia tzw. strefy pośredniej wyznaczonej przez tego autora, uległby zmniejszeniu o ponad 8 punktów procentowych. Wartość funkcji dyskryminacyjnej dla spółki Corrida SA w upadłości likwidacyjnej wynosiła bowiem około  $-0,11$ , a zatem nieznacznie przewyższała wartość graniczną tego modelu.

Większość upadłych spółek sektora TSL na trzy lata przed upadłością została błędnie zaklasyfikowana do podmiotów gospodarczych niezagrożonych upadłością (zob. tab. 5). W przypadku tego rodzaju przedsiębiorstw wszystkie modele charakteryzowały się aż 80% całkowitym błędem klasyfikacji. Jednakże w modelu B. Prusaka, po uwzględnieniu wyznaczonej przez autora tzw. strefy pośredniej, znacznie wzrosła zdolność predykcyjna tego modelu z 66,67% do 91,67%. Jedynie dla spółki EP Services Sp. z o.o. wartość funkcji dyskryminacyjnej nie przekroczyła w nim punktu granicznego, co wskazywało na brak zagrożenia upadłością.

<sup>26</sup> Tj.  $\langle -0,13; 0,65 \rangle$  (zob.) B. Prusak, *op. cit.*, s. 151.

<sup>27</sup>  $Z_M < 0$  przedsiębiorstwo zagrożone upadłością,  
 $0 < Z_M < 1$  przedsiębiorstwo o dość słabym wyniku, ale niezagrożone upadłością,  
 $1 \leq Z_M < 2$  przedsiębiorstwo dość dobre,  
 $Z_M \geq 2$  przedsiębiorstwo bardzo dobre.

[za:] E. Mączyńska, *Ocena kondycji...*, *op. cit.*, s. 44.

Spółka Corrida SA w upadłości likwidacyjnej oraz AMP Logistyka Sp. z o.o. zostały w modelu O. H. Jacobsa zaliczone do przedsiębiorstw o dość słabym wyniku finansowym, choć niezagrożonych upadłością. Z kolei najniższa zdolność predykcyjna wystąpiła w przypadku stosowania modeli E. Mączyńskiej, bowiem dodatkowo jeden podmiot gospodarczy niezagrożony upadłością uznany został za spółkę upadłą.

Tabela 5

Zbiorcze zestawienie modeli prognozujących zagrożenie upadłością badanych spółek sektora TSL na trzy lata przed wydaniem sądowego postanowienia o ogłoszeniu upadłości \*

Rodzaj spółki	Spółka	Model $Z_{BPI}$	Model $Z_7$ INE PAN	Model $Z_6$ INE PAN	Model $Z_M$	Model $Z_{TMII}$
Upadłe	Corrida SA w upadłości likwidacyjnej	O	N	N	S	N
	AMP Logistyka Sp. z o.o.	O	N	N	S	U
	LOT Ground Services Sp. z o.o. w upadłości likwidacyjnej	O	N	N	N	N
	EP Services Sp. z o.o.	N	N	N	N	N
	Nowy Przewoźnik Sp. z o.o. w upadłości likwidacyjnej	U	U	U	U	N
	Przedsiębiorstwo Spedycji Międzynarodowej C. Hartwig Warszawa SA	U	U	U	U	U
Niezagrożone upadłością	Trans-Petro-Color Sp. z o.o.	N	N	N	N	N
	Mostva Sp. z o.o.	O	U	U	S	N
	DPD Polska Sp. z o.o.	N	N	N	N	N
	Przedsiębiorstwo Wielobranżowe Podkowa Sp. z o.o.	O	N	N	N	N
	VAN cargo SA	N	N	N	N	N
	Solid Logistics Sp. z o.o.	N	N	N	N	N

\* Szarym kolorem oznaczone zostały błędnie dokonane klasyfikacje badanych spółek sektora TSL na podstawie wartości granicznych poszczególnych modeli. Jedynie w przypadku modelu B. Prusaka wartość graniczna została wyznaczona na poziomie  $-0,13$ , w pozostałych przypadkach wartość ta wynosiła 0.

Pogrubioną czcionką oznaczony został model wykorzystujący dane ze sprawozdania z przepływów środków pieniężnych.

Oznaczenia jak w tab. 3.

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych badanych spółek złożonych do Krajowego Rejestru Sądowego w Warszawie.

W badanym okresie zdolność predykcyjna rozważanych modeli uległa obniżeniu w relacji do jej wyjściowego poziomu, tj. deklarowanego przez badaczy przedmiotu. Nie ma jednakże modeli uniwersalnych dla przedsiębiorstw wszystkich typów i wielkości<sup>28</sup>.

Należy bowiem zauważyć, iż chociażby zamierzeniem B. Prusaka było stosowanie modelu głównie do analizy przedsiębiorstw produkcyjnych. Dla spółek sektora TSL średnia trafność klasyfikacji tego modelu wynosiła 66,67%. Niemniej jednak, po uwzględnieniu wyznaczonej przez autora tzw. strefy pośredniej, trafność ta zwiększyła się aż blisko o 17 punktów procentowych i stała się jednocześnie najwyższą (zob. tab. 6).

Tabela 6

Trafność klasyfikacji w prognozowaniu zagrożenia upadłości przedsiębiorstw sektora TSL charakteryzująca wybrane funkcje dyskryminacyjne

Symbol modelu	Okresy sprawozdawcze objęte analizą			Średnia trafność klasyfikacji badanych spółek sektora TSL	Wyjściowa trafność klasyfikacji
	rok przed upadłością	dwa lata przed upadłością	trzy lata przed upadłością		
Model Z <sub>BP1</sub> *	66,67% (83,33%)	66,67% (75,00%)	66,67% (91,67%)	66,67% (83,33%)	98,08%**
Model Z <sub>7 INE PAN</sub>	83,33%	83,33%	58,33%	75,00%	97,92%**
Model Z <sub>6 INE PAN</sub>	83,33%	83,33%	58,33%	75,00%	97,92%**
Model Z <sub>M</sub>	83,33%	83,33%	66,67%	77,78%	97,83%**
Model Z <sub>TM</sub>	83,33%	58,33%	66,67%	69,44%	78,75% - 92,50%***

\* W nawiasie podana została trafność klasyfikacji po uwzględnieniu tzw. strefy pośredniej wyznaczonej przez autora modelu.

\*\* Trafność klasyfikacji poszczególnych modeli dla przedsiębiorstw usługowych.

\*\*\* Trafność klasyfikacji uzależniona jest od okresu objętego analizą (tj. na rok przed upadłością wynosiła 92,50% i odpowiednio na dwa lata przed upadłością – 82,50%, a na trzy lata przed upadłością – 78,75%).

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych badanych spółek złożonych do Krajowego Rejestru Sądowego w Warszawie.

Publikowana przez autorów poszczególnych modeli ich trafność klasyfikacji uległa przeto zmianie przy zastosowaniu odmiennych danych. Dla sektora TSL obniżała się ona w miarę wydłużania badanego okresu przed wystąpieniem upadłości. Tym samym w analizowanym okresie średni całkowity błąd klasyfi-

<sup>28</sup> U. Malinowska, W. Rogowski, *op. cit.*, s. 79.



kacji uległ zwiększeniu z 20% na rok przed upadłością do 36,67% na trzy lata przed upadłością<sup>29</sup>.

Jedynie w przypadku modeli T. Maślanki zwiększyła się zdolność predykcyjna w miarę wydłużania okresu predykcji z dwóch do trzech lat przed upadłością badanych przedsiębiorstw. Przyczyną tego stanu mogło być skonstruowanie różnych postaci modelu w zależności od liczby lat do upadłości analizowanych przez tego autora podmiotów gospodarczych oraz wykorzystanie zróżnicowanego zestawu mierników, z założenia lepiej prognozujących badane zjawisko w długim okresie<sup>30</sup>.

Modelem o najwyższej średniej zdolności predykcyjnej (przy uwzględnieniu tzw. strefy pośredniej) okazał się model B. Prusaka. Dał on najlepsze wyniki w całym analizowanym okresie, tj. na rok, dwa i trzy lata przed upadłością. Najniższą średnią trafność klasyfikacji cechowały się modele T. Maślanki wykorzystujące dane ze sprawozdania z przepływów środków pieniężnych.

#### 4. ZAKOŃCZENIE

Historia gospodarcza dowodzi, że wzrasta zapotrzebowanie na modele oceny zagrożenia upadłością, zwłaszcza w okresach nasilających się niekorzystnych zjawisk w gospodarce<sup>31</sup>. Szczególnie ważnym jest zatem wykonywanie analizy dyskryminacyjnej w kolejnych latach funkcjonowania przedsiębiorstwa i obserwowania występującej tendencji zmian. Uzyskane z niej wyniki nie powinny być jednakże traktowane jako rozstrzygające o sposobie wnioskowania. Mogą one jedynie stanowić ważną pomoc w ocenie rzeczywistej kondycji finansowej badanych spółek<sup>32</sup>.

W Polsce doświadczenia badawcze z zakresu wielokryterialnej analizy dyskryminacyjnej sięgają lat 90. XX w. Systematycznie rozwijano ideę E. I. Altmana<sup>33</sup>, będącą punktem zwrotnym w badaniach dotyczących możliwości wczesnego rozpoznawania zagrożenia upadłością przedsiębiorstw przy zastosowaniu mierników finansowych. Istotny wkład w tej materii wnieśli m. in. J. Gajdka i D. Stos, D. Hadasik, E. Mączyńska, B. Prusak oraz T. Maślanka.

<sup>29</sup> Tj. średnia ogólna trafność klasyfikacji badanych spółek sektora TSL wynosiła odpowiednio 80,00%, 75,00% i 63,33% na rok, dwa i trzy lata przed upadłością.

<sup>30</sup> U. Malinowska, W. Rogowski, *op. cit.*, s. 79–80.

<sup>31</sup> E. Mączyńska, *Globalizacja ryzyka a systemy wczesnego ostrzegania przed upadłością przedsiębiorstw*, [w:] D. Appenzeller, *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce w latach 1990–2003. Teoria i praktyka*, „Zeszyty Naukowe” 2004, nr 49, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2004, s. 111.

<sup>32</sup> M. Hamrol, J. Chodakowski, *op. cit.*, s. 30.

<sup>33</sup> E. I. Altman, *Financial Ratios. Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*, „Journal of Finance” 1968, Vol. 23, No. 4, s. 589–609.

Modele te stanowią ważne narzędzie analityczne uzupełniające tradycyjną analizę finansową spółek sektora TSL, jak i współpracujących z nimi podmiotów gospodarczych. Pozwalają one z reguły jednoznacznie określić ich kondycję finansową. Umożliwiają ponadto wczesne identyfikowanie nieprawidłowości w funkcjonowaniu przedsiębiorstw, gwarantując tym samym wczesne ostrzeżenie<sup>34</sup> różnorodnych grup interesariuszy m. in. o zagrożeniu upadłością przedsiębiorstwa.

Rezultaty przeprowadzonych badań empirycznych wskazują, iż w przypadku prognozowania zagrożenia upadłością przedsiębiorstw sektora TSL modele dyskryminacyjne wykorzystujące dane o przepływach pieniężnych wykazują nieznacznie niższą średnią zdolność predykcyjną od modeli utworzonych na danych zaczerpniętych jedynie z bilansu oraz rachunku zysków i strat<sup>35</sup>. Na podstawie otrzymanych wyników nie została przeto potwierdzona hipoteza badawcza sformułowana dla realizacji celu niniejszego opracowania.

Należy jednocześnie zauważyć, iż dla spółek sektora TSL zdolność predykcyjna badanych modeli dyskryminacyjnych uległa obniżeniu w relacji jej wyjściowego poziomu, tj. deklarowanego przez badaczy przedmiotu. Przeprowadzone badania odnoszą się jednakże do wyselekcjonowanej liczby podmiotów gospodarczych, a zatem ze względu na swój „sektorowy” zasięg nie predysponują do sformułowania zgeneralizowanych wniosków.

## BIBLIOGRAFIA

- Altman E. I., *Financial Ratios. Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*, „Journal of Finance” 1968, Vol. 23, No. 4.
- Antonowicz P., *Metody oceny i prognoza kondycji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstw*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o.o., Gdańsk 2007.
- Gajdka J., Stos D., *Wykorzystanie analizy dyskryminacyjnej w ocenie kondycji finansowej przedsiębiorstw*, [w:] R. Borowiecki (red.), *Restrukturyzacja w procesie przekształceń i rozwoju przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków 1996.
- Gruszczyński M., *Empiryczne finanse przedsiębiorstw. Mikroekonomia finansowa*, Difin SA & Marek Gruszczyński, Warszawa 2012.
- Hadasiak D., *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce i metody jej prognozowania*, Zeszyty naukowe AE w Poznaniu, seria II, Poznań 1998, z. 153.
- Hamrol M., Chodakowski J., *Prognozowanie zagrożenia finansowego przedsiębiorstw. Wartość predykcyjna polskich modeli analizy dyskryminacyjnej*, [w:] T. Galanc (red.), *Badania Operacyjne i Decyzje*, Wydawnictwo Politechniki Wrocławskiej, Wrocław 2008, nr 3. <http://www.statsoft.pl/textbook/>
- Largay J. A., Stickney C. P., *Cash Flows, Ratio Analysis and the W. T. Grant Company Bankruptcy*, „Financial Analysts Journal” 1980, July–August.

<sup>34</sup> E. Mączyska (red. nauk.), *Bankructwa przedsiębiorstw. Wybrane aspekty instytucjonalne*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie – Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2008, s. 18.

<sup>35</sup> W przypadku modelu B. Prusaka uwzględniona została tutaj tzw. strefa pośrednia.

- Malinowska U., Rogowski W., *Rola modeli oceny zagrożenia upadłością w nowoczesnej analizie finansowej*, [w:] M. Hamrol (red. nauk.), *Analiza finansowa jako narzędzie zarządzania przedsiębiorstwem*, Katedra Analizy Finansowej i Strategicznej Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań 2005.
- Maślanka T., *Przepływy pieniężne w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2008.
- Mączyńska E. (red. nauk.), *Bankructwa przedsiębiorstw. Wybrane aspekty instytucjonalne*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie – Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2008.
- Mączyńska E., *Globalizacja ryzyka a systemy wczesnego ostrzegania przed upadłością przedsiębiorstw*, [w:] D. Appenzeller, *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce w latach 1990–2003. Teoria i praktyka*, „Zeszyty Naukowe” 2004, nr 49, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2004.
- Mączyńska E., *Ocena kondycji przedsiębiorstwa (Uproszczone metody)*, „Życie gospodarcze” 1994, nr 38.
- Platt H. D., Platt M. B., *Predicting Corporate Financial Distress: Reflection on Choice-Based Sample Bias*, „Journal of Economics and Finance” 2002, Vol. 26, No. 2.
- Pogodzińska M., Sojak S., *Wykorzystanie analizy dyskryminacyjnej w przewidywaniu bankructwa przedsiębiorstw*, [w:] *Acta Universitatis Nicolai Copernici*, Ekonomia XXV, Zeszyt 299, Toruń 1995.
- Prusak B., *Nowoczesne metody prognozowania zagrożenia finansowego przedsiębiorstw*, Centrum Doradztwa i Informacji Difin Sp. z o.o., Warszawa 2005.
- Rolbiecki R., *Analiza dyskryminacyjna w ocenie zmian kondycji finansowej przedsiębiorstw transportowych*, „Controlling i rachunkowość zarządcza” 2010, nr 8.
- Rujoub M. A., Cook D. M., Hay L. E., *Using Cash Flow Ratio to Predict Business Failure*, „Journal of Managerial Issues” 1995, Vol. 7.
- Stefańska A., *Polskie firmy transportowe coraz bliżej katastrofy*, „Rzeczpospolita” 2009, nr 247.
- Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe i naprawcze*, DzU 2003, nr 60, poz. 535 z późn. zm.
- Wędzki D., *Przepływy pieniężne w prognozowaniu upadłości przedsiębiorstwa. Przegląd literatury*, [w:] *Badania operacyjne i decyzje*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Wrocławskiej, Wrocław 2008, nr 2.

Lidia Karbownik

#### THE EVALUATION OF THE PREDICTIVE ABILITY OF SELECTED DISCRIMINANT MODELS IN BANKRUPTCY PREDICTION OF THE TSL SECTOR COMPANIES

The main goal of this paper is to investigate the predictive ability of selected discriminant models in the evaluation of threats of companies' bankruptcy from TSL sector.

For the realization of fundamental goal of the article it has been put the research hypothesis stating that in the case of threats prediction of companies' bankruptcy from TSL sector, discriminant models which are based on cash flows have the higher predictive ability from models which are only created by using data from the balance sheet and profit and loss account.

The empirical research refer to the selected number of companies from TSL sector and therefore due to its „sectorial” extent does not predispose to formulate general conclusions.

**Key words:** threats of company bankruptcy; financial position of enterprise; discriminant analysis, Transport, Forwarding and Logistics Companies.

## ZAŁĄCZNIK 1.

Spółki sektora TSL zakwalifikowane do próby badawczej

Lp.	Przebieg kontynuacji prowadzonej działalności	Dane na rok przed upadłością	Dane na 2 lata przed upadłością	Dane na 3 lata przed upadłością
1	Spółki upadłe	Corrida SA w upadłości likwidacyjnej	Corrida SA w upadłości likwidacyjnej	Corrida SA w upadłości likwidacyjnej
2		AMP Logistyka Sp. z o.o.	AMP Logistyka Sp. z o.o.	AMP Logistyka Sp. z o.o.
3		LOT Ground Services Sp. z o.o. w upadłości likwidacyjnej	LOT Ground Services Sp. z o.o. w upadłości likwidacyjnej	LOT Ground Services Sp. z o.o. w upadłości likwidacyjnej
4		EP Services Sp. z o.o.	EP Services Sp. z o.o.	EP Services Sp. z o.o.
5		Nowy Przewoźnik Sp. z o.o. w upadłości likwidacyjnej	Nowy Przewoźnik Sp. z o.o. w upadłości likwidacyjnej	Nowy Przewoźnik Sp. z o.o. w upadłości likwidacyjnej
6		Przedsiębiorstwo Spedycji Międzynarodowej C. Hartwig Warszawa SA	Przedsiębiorstwo Spedycji Międzynarodowej C. Hartwig Warszawa SA	Przedsiębiorstwo Spedycji Międzynarodowej C. Hartwig Warszawa SA
7	Spółki niezagrożone upadłością (funkcjonujące)	M&M Militzer & Münch Polska Sp. z o.o.	M&M Militzer & Münch Polska Sp. z o.o.	Trans-Petro-Color Sp. z o.o.
8		Przedsiębiorstwo Wielobranżowe Podkowa Sp. z o.o.	Polfrost Internationale Spedition Sp. z o.o.	Mostva Sp. z o.o.
9		Hellmann Worldwide Logistics Sp. z o.o.	Mexem Sp. z o.o.	DPD Polska Sp. z o.o.
10		Zasada Logistyka Sp. z o.o.	M&M air cargo service Polska SA	Przedsiębiorstwo Wielobranżowe Podkowa Sp. z o.o.
11		CAT Polska Sp. z o.o.	Charter Sp. z o.o.	VAN cargo SA
12		DSV Solutions Sp. z o.o.	DSV Solutions Sp. z o.o.	Solid Logistics Sp. z o.o.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Centralnego Ośrodka Informacji Gospodarczej oraz sprawozdań finansowych badanych spółek złożonych do Krajowego Rejestru Sądowego w Warszawie.



**Konrad Kolegowicz\***

**TENDENCJE ZMIAN WIELKOŚCI I KIERUNKÓW  
DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ DUŻYCH  
PRZEDSIĘBIORSTW W POLSCE W LATACH 1998–2011**

**1. WPROWADZENIE**

Jedną z najbardziej dostrzeganych cech polskiej gospodarki w okresie zapoczątkowanym zmianą ustroju politycznego, społecznego i gospodarczego od 1990 r. jest nieustannie zmieniająca się dynamika rozwoju poszczególnych dziedzin gospodarki powodująca dużą zmienność struktur gospodarczych i wzrost stopnia ich zróżnicowania. Analizy i oceny zmian wielkości i struktury działalności gospodarczej przedsiębiorstw dokonywana była i jest w różny sposób. Dlatego wyniki takich analiz i ocen mają różną wartość poznawczą i aplikacyjną. Celem większości takich analiz i ocen jest weryfikacja ogólnych prawidłowości zmian strukturalnych charakteryzujących rozwój przedsiębiorstw. Na ich podstawie potwierdza się, neguje lub koryguje zgodność rzeczywistych zmian analizowanych struktur z ogólnymi prawidłowościami zmian strukturalnych opisanych w literaturze ekonomicznej. Rzadziej przedmiotem analiz i ocen zmian wielkości i struktury działalności gospodarczej są współzależności między dynamiką zmian strukturalnych, a efektywnością, innowacyjnością i nowoczesnością struktur, których one dotyczą oraz zależnościami pomiędzy wyodrębnionymi w trakcie badań rodzajami struktur<sup>1</sup>.

Duża dynamika i zmienność struktur gospodarczych jest charakterystyczna dla tych spośród nich, które wyróżniają się pod względem charakteryzującej je

---

\* Dr inż., Adiunkt, Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

<sup>1</sup> Pogląd taki zaprezentowano w pracy: S. Kuznets, *Wzrost gospodarczy narodów, produkt i struktura produkcji*, PWN, Warszawa 1976.

dynamiki rozwoju<sup>2</sup>. W Polsce za taką strukturę powszechnie uznaje się zbiorowość dużych przedsiębiorstw. Przedsiębiorstwa te wyróżniają się nie tylko pod względem wielkości uzyskiwanych przychodów ze sprzedaży wytwarzanych przez nie wyrobów i usług, czy liczby osób pracujących, co stanowi kryterium ich kwalifikacji do dużych przedsiębiorstw w Polsce, ale także pod względem dynamiki tych przychodów oraz kilku innych wielkości będących charakterystykami ilościowymi ich rozwoju. Jest to zbiór przedsiębiorstw wielce zróżnicowanych pod względem cech ważnych dla charakterystyki rozwoju sektora przedsiębiorstw w gospodarce narodowej Polski, który jak wiadomo ma znaczący wpływ na stan gospodarki narodowej. Dlatego, wspomniane przedsiębiorstwa dla poznania tego stanu, stanowią interesujący obiekt badań<sup>3</sup>.

Pomiar kierunków zmian wielkości działalności gospodarczej ma głównie na celu określenie bezwzględnych i względnych różnic między udziałami poszczególnych składników struktury oraz sumarycznego efektu takich zmian w porównywanych momentach czasu tego samego lub wielu różnych obiektów. Poza tym chodzi w nim zazwyczaj o wskazanie kierunków przekształceń strukturalnych, obliczenie dynamiki (intensywności) zmian strukturalnych, wskazanie tych składników struktur, które w największym stopniu intensyfikują przemiany strukturalne. Na podstawie obliczeń mierników intensywności zmian strukturalnych można bardziej jednoznacznie i całościowo, niż przy pomocy tradycyjnego porównania wartości poszczególnych wskaźników struktury w czasie, ocenić stopień przekształcenia analizowanych struktur uwzględniając zmiany wartości wskaźników struktury odnoszących się do wszystkich jej składników<sup>4</sup>.

Ze względu na znaczący udział wspomnianych dużych przedsiębiorstw w gospodarce narodowej Polski interesująca jest odpowiedź na pytanie:

*Czy i jak duża jest dynamika i jakie są kierunki zmian liczby pracujących, wartości środków trwałych, nakładów inwestycyjnych i przychodów ze sprzedaży kształtujących i charakteryzujących rozwój tych przedsiębiorstw?*

Próba odpowiedzi na tak postawione pytania stanowi treść pracy zawierającej wyniki badań nad kierunkami i tendencjami przekształceń strukturalnych w dużych przedsiębiorstwach w Polsce po 1998 r.

---

<sup>2</sup> Przesłanki wyodrębniania warunków oraz czynników rozwoju gospodarczego, szczegółową ich charakterystykę i znaczenie w analizie i ocenie rozwoju gospodarczego na przykładzie przemysłu przedstawiono w pracy: S. Chomański, *Rozwój przemysłu w świecie*, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Kraków 1986, s. 12 i nast.

<sup>3</sup> Por.: S. Chomański (red.), *Dynamika i kierunki zmian wielkości i struktury sektora przedsiębiorstw w Polsce w latach 1990–2005*, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie – Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2010; P. Krzemiński, *Zmiany liczby i struktury jednostek gospodarczych w Polsce w latach 1991–2007*, [w:] *Prace z zakresu ekonomiki i organizacji przedsiębiorstw*, ZN UEK, Nr 836, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Kraków 2010, s. 179–194.

<sup>4</sup> B. Winiarski, *Polityka gospodarcza*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2006.

## **2. DYNAMIKA PRZEKSZTAŁCEN STRUKTURY LICZBY PRACUJĄCYCH, WARTOŚCI ŚRODKÓW TRWAŁYCH, NAKŁADÓW INWESTYCYJNYCH I PRZYCHODÓW ZE SPRZEDAŻY DUŻYCH PRZEDSIĘBIORSTW W POLSCE**

Grupą podmiotów, które poddane zostały analizie były przedsiębiorstwa duże. Obiektami analizy były zatem podmioty gospodarcze zakwalifikowane przez GUS do grupy przedsiębiorstw niefinansowych, zatrudniające ponad 249 osób. Do analizy zmian wielkości, dynamiki oraz struktury zmian dużych podmiotów gospodarczych wybrano, podobnie jak w przypadku małych i średnich przedsiębiorstw, cztery mierniki wielkości przedsiębiorstw. Do mierników tych zaliczono pracujących, wartość środków trwałych, nakłady inwestycyjne oraz wielkość przychodów ze sprzedaży. Każdy z mierników zaprezentowano w podziale na rodzaj (sekcje PKD) prowadzonej działalności gospodarczej w okresie od 1998 r. do 2011 r. W związku z wprowadzoną zmianą klasyfikacji PKD w 2007 r. zakres informacji dotyczących każdej z analizowanych mierników przedstawiono w dwóch następujących po sobie tabelach. Pierwsza z nich prezentuje analizę w okresie od 1998 do 2007 r. w podziale na sekcje według klasyfikacji PKD 2004, a druga w okresie od 2007 do 2011 r. według klasyfikacji PKD 2007. W artykule w związku z ograniczonym miejscem i chęcią kompleksowej prezentacji analizowanych mierników zamieszczono jedynie charakterystykę opisową wielkości bezwzględnych wybranych mierników oraz opisowo-tabelaryczno-graficzną ich zmian w postaci dynamiki.

Pierwszą poddaną analizie była liczba pracujących, która wyrażona jest w osobach. W okresie od 1998 r. do 2007 r. liczba pracujących zmniejszyła się z 3.037.034 do 2.573.600 i następnie wzrosła do 2.746.201 osób w 2011 r. W analizowanym okresie zaobserwować można wyraźne zmniejszenie liczby osób pracujących w latach 2002–2004. W 2003 r. odnotowano najmniejszą liczbę pracujących w całym analizowanym okresie (2.308.240). Najwięcej osób w całym analizowanym okresie pracowało w przedsiębiorstwach przetwórstwa przemysłowego. Łącznie w analizowanym okresie liczba osób pracujących zmniejszyła się o 684.453 pracujących. W okresie od 2007–2011 r. liczba osób pracujących nieznacznie się zmniejszyła (o 13.991 osób). W 9 sekcjach PKD odnotowano wzrost liczby pracujących. Największy wzrost w latach 2007–2011 odnotowano w dużych przedsiębiorstwach zajmujących się handlem hurtowym i detalicznym (+43.943). Natomiast największe zmniejszenie stanu zatrudnienia zaobserwowano w przetwórstwie przemysłowym o 111.442 pracujących. Zmiana klasyfikacji PKD nie zmieniła dominującej pozycji w liczbie osób pracujących w przedsiębiorstwach zajmujących się przetwórstwem przemysłowym (972.606).

Wyniki obliczeń dynamiki liczby pracujących w okresie od 1998 do 2011 roku przedstawiono w tab. 1 i 2.



Tabela 1

Dynamika pracujących w przedsiębiorstwach powyżej 249 osób według sekcji (PKD 2004) w Polsce w latach 1998–2007  
(w %, rok poprzedni = 100)

Sekcje	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2007/1998=100
Rolnictwo, łowiectwo i leśnictwo		81,74	107,89	86,10	96,86	94,68	96,35	98,59	100,84	
Rybołówstwo i rybactwo										
Górnictwo i kopalnictwo	86,03	90,70	93,81	96,09	97,61	94,75	97,81	97,55	96,02	59,60
Przetwórstwo przemysłowe	88,88	89,52	88,02	96,93	99,18	102,81	103,12	107,26	107,82	82,55
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, wodę	95,67	94,56	100,21	97,00	95,82	96,50	94,75	98,04	98,38	74,30
Budownictwo	90,60	86,90	78,12	77,89	91,12	104,17	107,52	120,50	109,21	64,34
Handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów mechanicznych, motocykli oraz artykułów użytku osobistego i domowego	112,10	107,20	97,29	108,60	105,33	109,05	110,56	114,06		
Hotele i restauracje	100,88	109,16	97,95	94,50	97,01	102,03	99,87	104,84	109,67	115,84
Transport, gospodarka magazynowa i łączność	94,95	94,68	90,60	93,86	98,42	97,21	99,24	102,38	101,47	75,40
Pośrednictwo finansowe	104,30	142,77	171,51	238,12	120,04	116,54	101,99	115,93	106,25	1068,76
Obsługa nieruchomości, wynajem, nauka i usługi związane z prowadzeniem działalności gospodarczej	98,28	124,87	105,68	101,53	105,64	104,09	107,15	107,61	113,11	188,83
Edukacja										
Ochrona zdrowia i opieka społeczna	7,94	100,94	108,67	98,36	89,25			109,49		
Pozostała działalność usługowa komunalna, społeczna i indywidualna	96,83	75,78	76,56	106,48	95,98	108,75	107,27	103,67	113,71	78,96
<b>Razem</b>	<b>90,57</b>	<b>94,02</b>	<b>92,02</b>	<b>97,34</b>	<b>99,64</b>	<b>101,19</b>	<b>103,48</b>	<b>106,47</b>	<b>91,41</b>	<b>77,46</b>

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych w: *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych*, GUS, Warszawa 2000, s. 30 i nast.; 2001, s. 31 i nast.; 2002, s. 32 i nast.; 2003, s. 34 i nast.; 2004, s. 36 i nast.; 2005, s. 36 i nast.; 2006, s. 37 i nast.; 2007, s. 37 i nast.; 2008, s. 37 i nast.; 2009, s. 49 i nast.

Tabela 2

Dynamika pracujących w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej 249 osób według sekcji (PKD 2007) w Polsce w latach 2007–2011  
(w %, rok poprzedni = 100)

Sekcje	2008	2009	2010	2011	2011/2007=100
Rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo	94,45	104,33	95,95	103,88	98,21
Górnictwo i wydobywanie	101,69	98,86	93,33	100,71	94,49
Przetwórstwo przemysłowe	97,03	88,55	103,51	100,88	89,72
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych	105,51	99,68	108,36	94,84	108,08
Dostawa wody; gospodarowanie ściekami i odpadami oraz działalność związana z rekultywacją	106,25	102,52	99,17	100,89	108,99
Budownictwo	91,04	96,41	97,35	106,20	90,75
Handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów samochodowych, włączając motocykle	110,65	97,76	100,02	102,85	111,27
Transport i gospodarka magazynowa	102,59	94,87	99,47	97,23	94,13
Działalność związana z zakwaterowaniem i usługami gastronomicznymi	110,25	97,34	96,25	104,42	107,86
Informacja i komunikacja	114,90	99,53	95,42	106,09	115,78
Działalność finansowa i ubezpieczeniowa	106,75	86,17	96,62	109,14	97,00
Działalność związana z obsługą rynku nieruchomości	98,00	92,47	117,23	107,36	114,05
Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna	200,19	49,12	106,75	103,51	108,65
Działalność w zakresie usług administrowania i działalność wspierająca	101,41	103,25	118,75	96,74	120,29
Edukacja					
Opieka zdrowotna i pomoc społeczna	131,62	115,16	124,75	130,75	247,23
Działalność związana z kulturą, rozrywką i rekreacją	108,52	104,53	96,97	90,78	99,86
Pozostała działalność usługowa					
<b>Razem</b>	<b>104,13</b>	<b>92,34</b>	<b>102,27</b>	<b>101,17</b>	<b>99,49</b>

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych w: *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych*, GUS, Warszawa 2009, s. 49 i nast.; 2010, s. 49 i nast.; 2011, s. 48 i nast.; 2012, s. 46 i nast.; 2013, s. 46 i nast.

Cały okres analizy podzielono na dwa podokresy ze względu na zmianę klasyfikacji PKD (1998–2007 i 2007–2011). Wskaźnik dynamiki liczby osób pracujących w okresie 1998–2007 w dużych przedsiębiorstwach wyniósł 77,46%. Jedynie w latach 2004–2006 liczba pracujących zwiększała się, na co wskazują wskaźniki dynamiki większe od 100. Analiza zmian w okresie od 1998 do 2007 r. wskazuje na bardzo duży wzrost liczby osób pracujących w przedsiębiorstwach zajmujących się pośrednictwem finansowym (1068%).

Wzrosty liczby osób pracujących odnotowano jeszcze w przedsiębiorstwach zajmujących się handlem hurtowym i detalicznym, hotelami i restauracjami oraz obsługą nieruchomości. Największe zmniejszenie liczby pracujących odnotowano w górnictwie i kopalnictwie (59,60%) oraz w budownictwie (64,34%). W całym okresie od 1998 do 2007 r. coroczne zmniejszanie liczby pracujących zaobserwowano w przedsiębiorstwach zajmujących się wytwarzaniem i zaopatrywaniem w energię elektryczną, gaz i wodę oraz górnictwem i kopalnictwem. W dużych przedsiębiorstwach zajmujących się pośrednictwem finansowym, obsługą nieruchomości oraz handlem hurtowym i detalicznym w całym okresie od 1998 do 2007 r. odnotowano coroczne wzrosty liczby pracujących. W okresie 2007–2011 liczba pracujących nieznacznie zmniejszyła się (99,49%) i z wyjątkiem 2009 roku liczba pracujących w dużych przedsiębiorstwach wzrastała corocznie (dynamika powyżej 100). W porównaniu do 2007 roku w 9 sekcjach odnotowano wzrost liczby pracujących, a w 7 ich zmniejszenie. Największy wzrost odnotowano w przedsiębiorstwach zajmujących się opieką zdrowotną i pomocą społeczną (247,23%) oraz działalnością w zakresie usług administrowania i działalności wspierającej (120,29%). W okresie od 2007 do 2011 r. jedynie w przedsiębiorstwach zajmujących się opieką zdrowotną i pomocą społeczną zaobserwowano coroczny wzrost liczby osób pracujących (dynamika o podstawie zmiennej powyżej 100). Największe przyrosty liczby pracujących we wszystkich sekcjach (dynamika o podstawie zmiennej) odnotowano w 2008 r. (zmniejszenie jedynie w 4 sekcjach) oraz w 2011 r. (zmniejszenie jedynie w 4 sekcjach).

Kolejnym miernikiem wielkości prowadzonej działalności gospodarczej i zarazem miernikiem struktury poddanym analizie była wartość środków trwałych dużych przedsiębiorstw. Wartość środków trwałych dużych przedsiębiorstw wzrosła z 285.642 mln zł do 628.999 mln zł w 2007 r. (+298.819 mln zł). Wartość środków trwałych w dużych przedsiębiorstwach wzrastała we wszystkich latach analizowanego okresu zarówno ogółem, jak i w przedsiębiorstwach wszystkich sekcji. Największą wartością środków trwałych w działalności gospodarczej dysponowały przedsiębiorstwa zajmujące się przetwórstwem przemysłowych oraz wytwarzaniem i zaopatrywaniem w energię elektryczną, gaz i wodę. Największy przyrost wartości środków trwałych odnotowano również w przedsiębiorstwach zakwalifikowanych do przetwórstwa przemysłowego oraz wytwarzania i zaopatrywania w energię elektryczną, gaz i wodę. Na pod-

stawie danych zawartych w tabeli stwierdzić można, że w okresie od 2007 do 2011 r. wartość środków trwałych dużych podmiotów wzrosła o 282.608 mln zł, osiągając w 2011 r. wartość 912.795 mln zł. We wszystkich sekcjach, z wyjątkiem budownictwa, odnotowano wzrost wartości środków trwałych w dużych podmiotach. W budownictwie zaobserwowano zmniejszenie ich wartości o 11.941 mln zł w porównaniu do 2007 r. Analiza zmian wartości środków trwałych w dużych przedsiębiorstwach budowlanych wskazuje na znaczące zmniejszenie ich wartości już w 2010 r. Największy wzrost wartości środków trwałych, w okresie od 2007 do 2011 r., dużych przedsiębiorstwach odnotowano w podmiotach zajmujących się wytwarzaniem i zaopatrywaniem w energię elektryczną, gaz i wodę (+107.571 mln zł).

W tab. 3 i 4 przedstawiono dynamikę zmian wartości środków trwałych w dużych przedsiębiorstwach kolejno w latach 1998–2007 według klasyfikacji PKD 2004 (tab. 3) i w latach 2007–2011 według klasyfikacji PKD 2007 (tab. 4).

Wartość środków trwałych w dużych przedsiębiorstwach zwiększyła się w porównaniu do 1998 roku o 220,20 %. Analiza zmian dynamiki wskazuje na sukcesywne, coroczne, wzrosty wartości środków trwałych w dużych podmiotach. Największą dynamikę w porównaniu do 1998 roku zaobserwowano w dużych przedsiębiorstwach zajmujących się pośrednictwem finansowym (738,71%) oraz handlem hurtowym i detalicznym (383,55%). Najmniejszy wzrost wartości środków trwałych nastąpił w dużych przedsiębiorstwach zajmujących się górnictwem i kopalnictwem (160,17%) oraz wytwarzaniem i zaopatrywaniem w energię elektryczną, gaz i wodę (182,25%). Zmniejszenie wartości środków trwałych nastąpiło: w rolnictwie i łowiectwie w latach 2000, 2001 i 2005, w przetwórstwie przemysłowym w 2001 r., w budownictwie w 2004 r., w hotelach i restauracjach w 2006 r., w transporcie i gospodarce magazynowej w 2004 r., w pośrednictwie finansowym w 2001, 2005 i 2006 r., w obsłudze nieruchomości w 2001, 2003 oraz 2005 r. W pozostałych latach odnotowano wzrost wartości środków trwałych.

W porównaniu do 2007 r. wartość środków trwałych zwiększyła się o 144,85. Największe przyrosty wartości środków trwałych zaobserwowano w podmiotach zajmujących się opieką zdrowotną i pomocą społeczną (382,77%), działalnością profesjonalną, naukową i techniczną (336,35%) oraz działalnością finansową i ubezpieczeniową (316,71%). W porównaniu do 2007 r. jedynie w dużych przedsiębiorstwach budowlanych wartość środków trwałych zmniejszyła się (61,75%). Redukcję wartości środków trwałych w dużych przedsiębiorstwach budowlanych odnotowano już w 2009 r. (96,84%). W przedsiębiorstwach pozostałych sekcji działalności gospodarczej w porównaniu do 2007 r. odnotowano wzrost wartości środków trwałych. Zmniejszenia wartości środków trwałych odnotowano również w przedsiębiorstwach handlowych w 2010 i 2011 r. oraz w przedsiębiorstwach zajmujących się rolnictwem i łowiectwem w 2008 i 2009 r.

Tabela 3

Dynamika wartości środków trwałych w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej 249 osób według sekcji (PKD 2004) w Polsce w latach 1998–2007 (w %, rok poprzedni = 100)

Sekcje	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2007/1998=100
Rolnictwo, łowiectwo i leśnictwo		96,58	94,74	125,41	108,97	102,85	83,92	102,19	126,06	
Rybołówstwo i rybactwo										
Górnictwo i kopalnictwo	98,28	104,04	108,08	109,73	100,93	109,62	111,56	103,93	102,97	160,17
Przetwórstwo przemysłowe	113,84	105,85	99,50	104,67	107,91	107,23	112,36	115,28	116,03	218,25
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, wodę	104,48	102,24	102,71	104,31	107,05	100,70	107,52	102,12	134,55	182,25
Budownictwo	123,10	102,34	101,85	100,54	110,50	95,59	103,17	128,72	152,77	276,44
Handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów mechanicznych, motocykli oraz artykułów użytku osobistego i domowego	123,21	126,76	113,08	116,77	116,10	104,40	119,80	113,05	113,31	383,55
Hotele i restauracje	117,03	116,57	103,48	113,14	120,74	107,01	106,07	97,87	134,38	287,90
Transport, gospodarka magazynowa i łączność	121,33	122,07	128,00	107,47	100,13	80,79	117,35	100,03	105,82	204,75
Pośrednictwo finansowe	127,52	123,31	98,06	203,07	140,11	200,61	76,43	96,56	113,73	738,71
Obsługa nieruchomości, wynajem, nauka i usługi związane z prowadzeniem działalności gospodarczej	109,64	115,78	90,86	113,26	97,82	160,59	86,45	115,37	112,29	229,83
Edukacja										
Ochrona zdrowia i opieka społeczna	18,05	103,35	99,34	112,04	99,15			126,05		
Pozostała działalność usługowa komunalna, społeczna i indywidualna	119,02	105,54	82,72	120,29	153,80	101,64	129,31	126,28	115,76	369,33
<b>Razem</b>	<b>115,59</b>	<b>109,70</b>	<b>106,64</b>	<b>107,97</b>	<b>105,82</b>	<b>103,46</b>	<b>108,76</b>	<b>108,46</b>	<b>116,79</b>	<b>220,20</b>

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych w: *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych*, GUS, Warszawa 2000, s. 46 i nast.; 2001, s. 46 i nast.; 2002, s. 46 i nast.; 2003, s. 48 i nast.; 2004, s. 48 i nast.; 2005, s. 48 i nast.; 2006, s. 50 i nast.; 2007, s. 50 i nast.; 2008, s. 50 i nast.; 2009, s. 62 i nast.

Tabela 4

Dynamika wartości środków trwałych w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej 249 osób według sekcji (PKD 2007) w Polsce w latach 2007–2011 (w %, rok poprzedni = 100)

Sekcje	2008	2009	2010	2011	2011/2007=100
Rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo	95,21	79,48	100,22	143,40	108,75
Górnictwo i wydobywanie	113,08	108,25	108,93	107,64	143,51
Przetwórstwo przemysłowe	110,71	105,20	105,26	106,78	130,91
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych	131,18	105,88	111,69	124,24	192,72
Dostawa wody; gospodarowanie ściekami i odpadami oraz działalność związana z rekultywacją	117,07	121,72	117,10	107,37	179,16
Budownictwo	112,09	96,84	43,72	130,12	61,75
Handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów samochodowych, włączając motocykle	129,01	107,53	99,54	95,23	131,50
Transport i gospodarka magazynowa	111,57	106,66	107,14	111,01	141,54
Działalność związana z zakwaterowaniem i usługami gastronomicznymi	127,96	92,90	100,92	123,56	148,23
Informacja i komunikacja	106,63	105,50	99,37	111,28	124,39
Działalność finansowa i ubezpieczeniowa	196,50	105,77	146,11	104,30	316,71
Działalność związana z obsługą rynku nieruchomości	95,57	89,33	105,91	121,40	109,77
Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna	96,87	94,17	579,30	63,64	336,35
Działalność w zakresie usług administrowania i działalność wspierająca	140,93	88,72	105,82	105,08	139,04
Edukacja					
Opieka zdrowotna i pomoc społeczna	199,82	132,58	111,02	130,14	382,77
Działalność związana z kulturą, rozrywką i rekreacją	96,63	117,61	101,10	90,93	104,48
Pozostała działalność usługowa					
<b>Razem</b>	<b>116,49</b>	<b>104,73</b>	<b>108,73</b>	<b>109,19</b>	<b>144,85</b>

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych w: *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych*, GUS, Warszawa 2009, s. 62 i nast.; 2010, s. 62 i nast.; 2011, s. 60 i nast.; 2012, s. 58 i nast.; 2013, s. 58 i nast.

Kolejnym miernikiem poddanym analizie była wartość nakładów inwestycyjnych ponoszonych przez duże przedsiębiorstwa w latach 1998–2007 według klasyfikacji PKD 2004 i w latach 2007–2011 według klasyfikacji PKD 2007. Wartość nakładów inwestycyjnych w dużych przedsiębiorstwach w porównaniu do 1998 r. wzrosła w 2007 r. o 26.337 mln zł. Najmniejszą wartość ponoszonych nakładów inwestycyjnych odnotowano w 2003 roku (41.912 mln zł) oraz w 2002 r. (42.412 mln zł). W okresie od 2001 r. do 2004 r. odnotowano znaczące zmniejszenie wartości ponoszonych nakładów inwestycyjnych przez duże przedsiębiorstwa. Nakłady inwestycyjne dużych przedsiębiorstw kształtowały się na najwyższym poziomie w całym analizowanym okresie i były 1,73 razy większe od nakładów inwestycyjnych w 2003 r. W porównaniu do 1998 r. we wszystkich sekcjach PKD odnotowano wzrost wartości ponoszonych nakładów inwestycyjnych. Największy wzrost nakładów inwestycyjnych odnotowano w dużych przedsiębiorstwach zajmujących się przetwórstwem przemysłowym (+11.699 mln zł). Również te przedsiębiorstwa ponosiły największe nakłady na inwestycje. W dużych przedsiębiorstwach przetwórstwa przemysłowego odnotowano w okresie 2000 i 2001 zmniejszenie wydatkowanych nakładów inwestycyjnych. W kolejnych latach następował wzrost wartości inwestycji w tej grupie przedsiębiorstw. Znaczące zmniejszenie wartości nakładów inwestycyjnych zaobserwowano również w dużych przedsiębiorstwach zajmujących się transportem i gospodarką magazynową w latach 2001–2003. W latach 2001–2003 w 5 sekcjach odnotowano zmniejszenie wartości nakładów inwestycyjnych. W okresie od 2007 r. do 2011 r. wartość nakładów inwestycyjnych wzrosła o 556 mln zł. Największą wartość nakładów inwestycyjnych duże przedsiębiorstwa poniosły w 2008 r. (86.515 mln zł). W latach 2009 i 2010 nastąpiło zmniejszenie wartości inwestycji w dużych podmiotach. W kolejnym roku wartość nakładów inwestycyjnych została zwiększona. W porównaniu do 2007 r. jedynie w 7 sekcjach PKD odnotowano wzrost wartości ponoszonych nakładów inwestycyjnych. Największy wzrost dotyczył przedsiębiorstw zakwalifikowanych do sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę (+6.850 mln zł) oraz transportu i gospodarki magazynowej (+3.759 mln zł). Największe zmniejszenie wartości nakładów inwestycyjnych zaobserwowano w dużych przedsiębiorstwach zajmujących się przetwórstwem przemysłowym (–6.788 mln zł) i działalnością finansową i ubezpieczeniową (–2.777 mln zł). W latach 2009 i 2010 można zaobserwować zmniejszenie wartości inwestycji w większości sekcji PKD. W analizowanym okresie jedynie w przedsiębiorstwach zajmujących się wytwarzaniem i zaopatrywaniem w energię elektryczną, gaz i wodę oraz opieką zdrowotną i pomocą społeczną zaobserwowano regularny (coroczny) wzrost wartości ponoszonych nakładów inwestycyjnych.

Tabela 5

Dynamika nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 249 osób według sekcji (PKD 2004) w Polsce w latach 1998–2007 (w %, rok poprzedni = 100)

Sekcje	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2007/1998=100
Rolnictwo, łowiectwo i leśnictwo		132,62	65,62	96,02	105,56	152,86	119,88	94,10	123,12	
Rybołówstwo i rybactwo										
Górnictwo i kopalnictwo	80,40	112,86	108,49	90,87	95,16	119,98	130,71	107,94	113,17	163,06
Przetwórstwo przemysłowe	97,18	87,80	82,35	106,99	112,82	118,05	107,86	112,21	131,07	158,83
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, wodę	105,02	89,41	107,77	94,40	94,46	94,69	105,14	112,44	138,72	140,11
Budownictwo	87,41	86,29	84,65	83,90	86,93	106,40	122,82	160,17	168,27	164,03
Handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów mechanicznych, motocykli oraz artykułów użytku osobistego i domowego	161,85	86,26	72,21	124,00	91,83	109,79	109,08	147,70		
Hotele i restauracje	122,99	101,10	47,66	94,53	131,98	51,88	167,50	92,53	362,17	215,30
Transport, gospodarka magazynowa i łączność	115,82	124,10	74,53	78,75	83,37	105,39	114,03	124,02	118,07	123,77
Pośrednictwo finansowe	159,04	124,57	123,23	92,42	114,48	88,53	132,77	1254,53	151,80	5782,11
Obsługa nieruchomości, wynajem, nauka i usługi związane z prowadzeniem działalności gospodarczej	168,62	204,46	74,57	128,23	94,75	99,56	100,52	119,88	169,81	636,38
Edukacja										
Ochrona zdrowia i opieka społeczna	28,67	110,77	85,61	88,80	126,29			118,58	186,94	124,75
Pozostała działalność usługowa komunalna, społeczna i indywidualna	101,83	127,50	83,89	87,67	116,41	91,18	128,97	119,57	238,49	372,73
<b>Razem</b>	<b>109,29</b>	<b>102,26</b>	<b>82,78</b>	<b>98,63</b>	<b>98,82</b>	<b>109,26</b>	<b>110,11</b>	<b>121,88</b>	<b>118,49</b>	<b>156,66</b>

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych w: *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych*, GUS, Warszawa 2000, s. 36 i nast.; 2001, s. 36 i nast.; 2002, s. 38 i nast.; 2003, s. 38 i nast.; 2004, s. 40 i nast.; 2005, s. 40 i nast.; 2006, s. 42 i nast.; 2007, s. 42 i nast.; 2008, s. 42 i nast.; 2009, s. 54 i nast.



Tabela 6

Dynamika nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 249 osób według sekcji (PKD 2007) w Polsce w latach 2007–2011 (w %, rok poprzedni = 100)

Sekcje	2008	2009	2010	2011	2011/2007=100
Rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo	90,53	68,89	164,93	144,12	148,25
Górnictwo i wydobywanie	126,10	98,94	93,67	133,11	155,56
Przetwórstwo przemysłowe	105,59	86,75	78,77	108,24	78,10
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych	125,99	104,40	121,87	109,96	176,26
Dostawa wody; gospodarowanie ściekami i odpadami oraz działalność związana z rekultywacją	140,73	137,87	115,54	55,27	123,91
Budownictwo	74,79	102,07	76,69	113,42	66,40
Handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów samochodowych, włączając motocykle	117,91	84,90	80,73	110,39	89,21
Transport i gospodarka magazynowa	105,70	86,45	117,79	143,71	154,68
Działalność związana z zakwaterowaniem i usługami gastronomicznymi	69,99	90,02	128,74	104,57	84,82
Informacja i komunikacja	105,04	84,69	89,01	107,31	84,97
Działalność finansowa i ubezpieczeniowa	12,23	353,07	22,79	119,78	11,78
Działalność związana z obsługą rynku nieruchomości	91,29	54,41	97,12	111,15	53,61
Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna	78,46	41,70	161,09	161,11	84,91
Działalność w zakresie usług administrowania i działalność wspierająca	125,01	65,17	102,92	104,94	88,00
Edukacja	175,37	54,41			
Opieka zdrowotna i pomoc społeczna	167,20	120,01	112,66	135,41	306,13
Działalność związana z kulturą, rozrywką i rekreacją	162,53	85,26	60,97	192,57	162,69
Pozostała działalność usługowa	79,72	122,22			
<b>Razem</b>	<b>106,78</b>	<b>90,20</b>	<b>93,50</b>	<b>111,80</b>	<b>100,69</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych w: *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych*, GUS, Warszawa 2009, s. 54 i nast.; 2010, s. 55 i nast.; 2011, s. 54 i nast.; 2012, s. 52 i nast.; 2013, s. 52 i nast.

W tab. 5 i 6 przedstawiono dynamikę zmian wartości nakładów inwestycyjnych w dużych przedsiębiorstwach w latach 1998–2007 według klasyfikacji PKD 2004 (tab. 5) i 2007–2011 według klasyfikacji PKD 2007 (tab. 6). W porównaniu do 1998 r. wartość nakładów inwestycyjnych zwiększyła się o 56,66%. W latach 2001–2003 nastąpiło zmniejszenie wartości ponoszonych nakładów inwestycyjnych przez duże podmioty. W kolejnych latach obserwowano wzrost ich wartości. W porównaniu do 1998 r. we wszystkich sekcjach PKD nastąpił wzrost wartości nakładów inwestycyjnych. Największą dynamikę wzrostu w porównaniu do 1998 r. zaobserwowano w przedsiębiorstwach zajmujących się pośrednictwem finansowym (5782%) oraz obsługą nieruchomości, wynajmem, nauką i usługami związanym z prowadzeniem działalności gospodarczej (636%). W latach 2001 i 2002 jedynie w 3 sekcjach odnotowano wzrost wartości inwestycji, lecz był on na niskim poziomie. W kolejnych latach 2003 i 2004 już w 6 sekcjach obserwowano wzrost nakładów inwestycyjnych. W latach 2005 i 2007 we wszystkich sekcjach nastąpił wzrost nakładów inwestycyjnych. Na podstawie danych w kolejnej tabeli (tab. 6) zaobserwować można praktycznie brak wzrostu nakładów inwestycyjnych dużych podmiotów (100,69%). W latach 2009 i 2010 nastąpiło zmniejszenie inwestycji w dużych przedsiębiorstwach. W porównaniu do 2007 r. jedynie w 7 sekcjach nastąpiło zwiększenie wartości inwestycji. W pozostałych sekcjach odnotowano zmniejszenie ich wartości. W 2009 r. jedynie w 6 sekcjach nastąpił wzrost inwestycji, a w 2010 w 8 sekcjach. W 2011 r. wzrostu wartości nakładów inwestycyjnych nie odnotowano jedynie w przedsiębiorstwach zajmujących się dostawą wody, gospodarowaniem ściekami i odpadami oraz działalnością rekultywacyjną (55,27%).

W 2007 r. wartość przychodów ze sprzedaży dużych przedsiębiorstw wynosiła 779.833 mln zł i była większa o 447.629 mln zł od wartości przychodów w 1998 r. W całym analizowanym okresie następował coroczny wzrost wartości przychodów ze sprzedaży. W porównaniu do 1998 r. we wszystkich sekcjach PKD nastąpił wzrost przychodów ze sprzedaży w dużych przedsiębiorstwach. Największy wzrost dotyczył przedsiębiorstw przetwórstwa przemysłowego (+274.163 mln zł). W całym analizowanym okresie we wszystkich sekcjach zaobserwowano regularny wzrost wartości osiąganych przychodów ze sprzedaży. Największą wartość przychodów w całym okresie od 1998 r. do 2007 r. osiągnęły przedsiębiorstwa zajmujące się przetwórstwem przemysłowym.

W porównaniu do 2007 r. (tab. 7) nastąpił wzrost wartości przychodów ze sprzedaży o 242.671 mln zł. W 2009 r. nastąpiło nieznaczne zmniejszenie wartości przychodów dużych przedsiębiorstw (−4.355 mln zł w porównaniu do 2008 r.). W tym roku w 7 sekcjach nastąpiło zmniejszenie wartości osiąganych przychodów ze sprzedaży.

Tabela 7

Dynamika przychodów ze sprzedaży przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 249 osób według sekcji (PKD 2004) w Polsce w latach 1998–2007 (w %, rok poprzedni = 100)

Sekcje	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2007/1998=100
Rolnictwo, łowiectwo i leśnictwo		106,36	94,89	100,17	107,06	111,84	104,30	103,59	121,76	
Rybołówstwo i rybactwo										
Górnictwo i kopalnictwo	98,13	109,79	100,34	99,73	97,03	129,45	104,88	110,48	100,99	158,45
Przetwórstwo przemysłowe	107,06	111,86	94,74	102,52	114,82	126,82	103,89	115,79	115,63	235,57
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, wodę	116,35	113,71	117,93	115,43	104,04	93,38	109,45	107,95	100,82	208,43
Budownictwo	119,12	96,28	92,68	92,59	94,64	107,27	114,72	131,86	132,31	199,96
Handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów mechanicznych, motocykli oraz artykułów użytku osobistego i domowego	142,97	127,15	112,80	107,64	142,00	97,62	112,73	111,27	134,27	515,35
Hotele i restauracje	112,92	100,29	92,49	95,49	108,63	108,57	135,98	107,61	119,86	206,88
Transport, gospodarka magazynowa i łączność	116,86	117,03	110,45	112,54	107,32	105,85	104,05	109,91	105,83	233,70
Posrednictwo finansowe	133,05	147,65	146,27	131,75	215,08	102,99	109,23	99,61	122,41	1116,78
Obsługa nieruchomości, wynajem, nauka i usługi związane z prowadzeniem działalności gospodarczej	122,35	124,32	111,39	97,70	107,56	112,61	117,33	110,12	123,72	320,48
Edukacja										
Ochrona zdrowia i opieka społeczna	18,42	111,41	131,08	109,48	99,31			128,82		
Pozostała działalność usługowa komunalna, społeczna i indywidualna	137,92	117,10	99,55	107,91	103,49	106,17	113,74	111,32	136,47	329,39
<b>Razem</b>	<b>111,33</b>	<b>112,19</b>	<b>100,23</b>	<b>104,77</b>	<b>110,97</b>	<b>117,13</b>	<b>105,99</b>	<b>113,98</b>	<b>113,99</b>	<b>234,75</b>

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych w: *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych*, GUS, Warszawa 2000, s. 36 i nast.; 2001, s. 36 i nast.; 2002, s. 36 i nast.; 2003, s. 36 i nast.; 2004, s. 38 i nast.; 2005, s. 38 i nast.; 2006, s. 40 i nast.; 2007, s. 40 i nast.; 2008, s. 40 i nast.; 2009, s. 52 i nast.

Tabela 8

Dynamika przychodów ze sprzedaży przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 249 osób według sekcji (PKD 2007) w Polsce w latach 2007–2011 (w %, rok poprzedni = 100)

Sekcje	2008	2009	2010	2011	2011/2007=100
Rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo	94,29	103,20	102,81	128,31	128,38
Górnictwo i wydobywanie	112,69	95,08	115,39	121,54	150,26
Przetwórstwo przemysłowe	101,23	98,74	110,80	115,32	127,73
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych	121,28	105,45	104,12	103,91	138,38
Dostawa wody; gospodarowanie ściekami i odpadami oraz działalność związana z rekultywacją	118,11	113,97	108,92	100,71	147,65
Budownictwo	112,00	101,83	105,43	126,60	152,24
Handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów samochodowych, włączając motocykle	144,77	90,26	105,25	97,16	133,63
Transport i gospodarka magazynowa	107,41	94,44	107,46	108,36	118,11
Działalność związana z zakwaterowaniem i usługami gastronomicznymi	130,80	101,16	101,64	108,37	145,75
Informacja i komunikacja	119,09	99,94	100,97	104,71	125,83
Działalność finansowa i ubezpieczeniowa	119,55	88,04	140,13	112,48	165,91
Działalność związana z obsługą rynku nieruchomości	99,28	89,35	134,20	141,42	168,35
Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna	89,95	108,34	102,08	104,36	103,81
Działalność w zakresie usług administrowania i działalność wspierająca	135,71	101,98	121,05	109,73	183,85
Edukacja					
Opieka zdrowotna i pomoc społeczna	152,61	127,71	117,12	132,70	302,89
Działalność związana z kulturą, rozrywką i rekreacją	131,40	100,40	91,68	81,60	98,70
Pozostała działalność usługowa					
<b>Razem</b>	<b>107,05</b>	<b>99,48</b>	<b>108,72</b>	<b>113,17</b>	<b>131,03</b>

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych w: *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych*, GUS, Warszawa 2009, s. 52 i nast.; 2010, s. 53 i nast.; 2011, s. 52 i nast.; 2012, s. 50 i nast.; 2013, s. 50 i nast.

W porównaniu do 2007 r. we wszystkich sekcjach PKD odnotowano wzrost wartości osiąganych przychodów ze sprzedaży. Największy przyrost przychodów ze sprzedaży dotyczył dużych przedsiębiorstw zajmujących się przetwórstwem przemysłowym (+130.582 mln zł).

Wyniki obliczeń dynamiki wartości przychodów ze sprzedaży w dużych przedsiębiorstwach w latach 1998–2007 według klasyfikacji PKD 2004 zamieszczono w tab. 7, natomiast w latach 2007–2011 według klasyfikacji PKD 2007 (tab. 8).

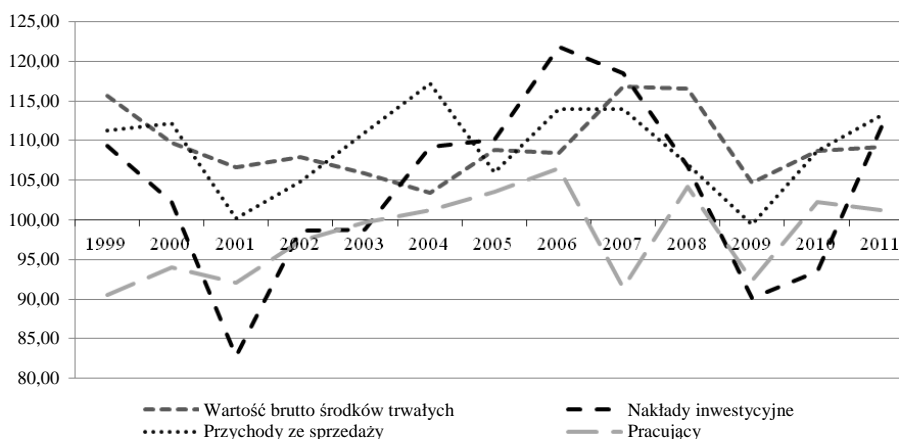
W 2007 r. w porównaniu do 1998 r. wskaźnik dynamiki wartości przychodów ze sprzedaży ogółem w przedsiębiorstwach dużych wyniósł 234,75%. Wartość dynamiki przychodów ze sprzedaży w okresie od 1998 r. do 2007 r. kształtowała się na poziomie większym od 100, co oznacza regularny wzrost wartości przychodów w tej grupie przedsiębiorstw. W porównaniu do 1998 r. we wszystkich sekcjach PKD odnotowano wzrost wartości przychodów. Największa wartość dynamiki dotyczyła dużych przedsiębiorstw zajmujących się pośrednictwem finansowym (1116,78%) oraz handlem hurtowym i detalicznym (515,35%). W latach 2000–2003 przedsiębiorstwa budowlane zmniejszyły wartość osiąganych przychodów ze sprzedaży oraz górnictwo i kopalnictwo w 2002 i 2003 r.

W porównaniu do 2007 roku (tab. 7) dynamika wartości przychodów dużych przedsiębiorstw wyniosła 131,03%. W 2009 r., podobnie jak w przypadku nakładów inwestycyjnych, przychody dużych przedsiębiorstw zmniejszyły się do poziomu 99,48% przychodów 2008 r., co miało wpływ na zmniejszenie wartości osiąganych przychodów ze sprzedaży w 7 sekcjach PKD (górnictwo i wydobywanie, przetwórstwo przemysłowe, handel hurtowy i detaliczny, transport i gospodarka magazynowa, informacja i komunikacja, działalność finansowa i ubezpieczeniowa, działalność związana z obsługą rynku nieruchomości). W 2011 r. zmniejszenie przychodów ze sprzedaży dotyczyło jedynie przedsiębiorstw zajmujących się handlem hurtowym i detalicznym.

### **3. TENDENCJE I KIERUNKI ZMIAN DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ DUŻYCH PRZEDSIĘBIORSTW W POLSCE**

W celu prezentacji zmian i ukazania tendencji dotyczącej dynamiki wybranych mierników obliczone wartości wskaźników dynamiki zaprezentowanych w tabelach 1–8 przedstawiono w formie wykresu (rys. 1) oraz w postaci map (mapy 1–8). Na rys. 1 przedstawiono porównanie dynamiki ogółem czterech analizowanych mierników. Na podstawie graficznej ilustracji zaobserwować można dwa okresy zmniejszenia dynamiki wzrostu czterech wybranych mierników: jest to 2001 i 2009 r. W 2001 r. zaobserwować można zmniejszenie liczby pracujących oraz nakładów inwestycyjnych, a w 2009 r. zmniejszenie wartości

objęło już trzy mierniki (przychody ze sprzedaży, nakłady inwestycyjne oraz liczbę pracujących). W całym okresie analizy jedynie wartość środków trwałych cechowała się regularnym wzrostem (wartość dynamiki powyżej 100%), a wartość dynamiki przychodów ze sprzedaży jedynie w 2009 r. osiągnęła poziom niższy od 100% (99,48%). W pozostałych latach przychody ze sprzedaży cechowały się wzrostem. Ilustracja graficzna dynamiki zmian analizowanych mierników pozwala na stwierdzenie, że najgłębsze zmiany wartości w całym analizowanym okresie dotyczyły nakładów inwestycyjnych (największa amplituda zmian) oraz liczby osób pracujących. Na podstawie ilustracji graficznej zaobserwować można trend wzrostowy liczby osób pracujących oraz nakładów inwestycyjnych.



Rys. 1. Dynamika zmian wartości ogółem wybranych mierników dużych przedsiębiorstw w Polsce w latach 1998–2011 (w %, rok poprzedni = 100)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych w tab. 1–8.

Dane dotyczące dynamiki zmian analizowanych mierników zawarte w tabelach 1–8 zaprezentowano w postaci graficznych map, gdzie kolor  przyporządkowany został wartości współczynnika dynamiki wynoszącej powyżej 100% (oznaczając przyrost wartości miernika w stosunku do roku poprzedniego). Komórki w których występuje kolor szary wskazują na wartość dynamiki danego miernika poniżej 100% (zmniejszenie wartości miernika). Na podstawie graficznej ilustracji przedstawionej na mapach 1 i 2 obrazujących zmiany dynamiki liczby osób pracujących w dużych przedsiębiorstwach w Polsce stwierdzić można, że w okresie od 1998 do 2007 r. regularny wzrost liczby pracujących odnotowano w przedsiębiorstwach zajmujących się pośrednictwem finansowym oraz obsługą nieruchomości, wynajmem, nauką i usługami związanymi z prowadzeniem działalności gospodarczej.

SEKCJE	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ROLNICTWO, ŁOWIECTWO I LEŚNICTWO									
RYBOLÓWSTWO I RYBACTWO									
GÓRNICCTWO I KOPALNICTWO									
PRZETWÓRSTWO PRZEMYSŁOWE									
WYTWARZANIE I ZAOPATRYWANIE W ENERGIĘ ELEKTRYCZNĄ, GAZ, BUDOWNICTWO									
HANDEL HURTOWY I DETALICZNY; NAPRAWA POJAZDÓW									
HOTELE I RESTAURACJE									
TRANSPORT, GOSPODARKA MAGAZYNOWA I ŁĄCZNOŚĆ									
POŚREDNICTWO FINANSOWE									
OBŚLUGA NIERUCHOMOŚCI, WYNAJEM, NAUKA I USŁUGI									
EDUKACJA									
OCHRONA ZDROWIA I OPIEKA SPOŁECZNA									
POZOSTAŁA DZIAŁALNOŚĆ USŁUGOWA KOMUNALNA,									
	wartość dynamiki poniżej 100%								
	wartość dynamiki powyżej 100%								

Mapa 1. Mapa dynamiki pracujących w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej 249 osób według sekcji (PKD 2004) w Polsce w latach 1998–2007

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w tab. 1.

SEKCJE	2008	2009	2010	2011
ROLNICTWO, LEŚNICTWO, ŁOWIECTWO I RYBACTWO				
GÓRNICCTWO I WYDOBYWANIE				
PRZETWÓRSTWO PRZEMYSŁOWE				
WYTWARZANIE I ZAOPATRYWANIE W ENERGIĘ				
DOSTAWA WODY; GOSPODAROWANIE SCIEKAMI I				
BUDOWNICTWO				
HANDEL HURTOWY I DETALICZNY; NAPRAWA				
TRANSPORT I GOSPODARKA MAGAZYNOWA				
DZIAŁALNOŚĆ ZWIĄZANA Z ZAKWATEROWANIEM I				
INFORMACJA I KOMUNIKACJA				
DZIAŁALNOŚĆ FINANSOWA I UBEZPIECZENIOWA				
DZIAŁALNOŚĆ ZWIĄZANA Z OBSŁUGĄ RYNKU				
DZIAŁALNOŚĆ PROFESJONALNA, NAUKOWA I TECHNICZNA				
DZIAŁALNOŚĆ W ZAKRESIE USŁUG ADMINISTROWANIA I				
EDUKACJA				
OPIEKA ZDROWOTNA I POMOC SPOŁECZNA				
DZIAŁALNOŚĆ ZWIĄZANA Z KULTURĄ, ROZRYWKĄ I				
POZOSTAŁA DZIAŁALNOŚĆ USŁUGOWA				
	wartość dynamiki poniżej 100%			
	wartość dynamiki powyżej 100%			

Mapa 2. Mapa dynamiki pracujących w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej 249 osób według sekcji (PKD 2007) w Polsce w latach 2007–2011

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w tab. 2.

W okresie od 2004 do 2007 r. wzrost liczby osób pracujących odnotowano również w dużych przedsiębiorstwach zajmujących się przetwórstwem przemysłowym, budownictwem oraz pozostałą działalnością usługową komunalną, społeczną i indywidualną. W przedsiębiorstwach zakwalifikowanych do sekcji handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów mechanicznych i motocykli jedynie w 2001 r. zaobserwowano zmniejszenie liczby osób w nich pracujących. Okres 2004 do 2008 r. (mapa 1 i 2) cechuje się zwiększaniem liczby pracujących w dużych przedsiębiorstwach. Na podstawie danych zawartych na mapie 2 zauważyć można, że w 2009 r. odnotowano zmniejszenie liczby osób pracujących praktycznie we wszystkich sekcjach PKD (wzrost jedynie w 5 sekcjach). W 2011 r. odnotowano wzrost liczby pracujących w 12 sekcjach.

Wartość dynamiki środków trwałych dużych przedsiębiorstw kształtowała się na wyższym poziomie niż liczby osób pracujących. W okresie od 1998 do 2007 r. coroczny wzrost wartości środków trwałych w dużych przedsiębiorstwach odnotowano w podmiotach zajmujących wytwarzaniem i zaopatrywaniem w energię elektryczną, gaz i wodę oraz handlem hurtowym i detalicznym, naprawą pojazdów mechanicznych, motocykli oraz artykułów użytku osobistego. W latach 2007 do 2011 dynamika wartości środków trwałych kształtowała się na poziomie większym od 100 w przedsiębiorstwach zajmujących się górnictwem i wydobywaniem, przetwórstwem przemysłowym, wytwarzaniem i zaopatrywaniem w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych, dostawą wody i gospodarowaniem ściekami i odpadami, transportem i gospodarką magazynową, działalnością finansową i ubezpieczeniową oraz opieką zdrowotną i pomocą społeczną. W latach 2010 i 2011 odnotowano zmniejszenie wartości środków trwałych w dużych przedsiębiorstwach zakwalifikowanych do handlu hurtowego i detalicznego, naprawy pojazdów mechanicznych, motocykli oraz artykułów użytku osobistego.

Analiza zmian dynamiki nakładów inwestycyjnych dużych przedsiębiorstw wskazuje na brak sekcji PKD 2004, które cechowały się regularnym wzrostem wartości inwestycji. Na podstawie ilustracji graficznej przedstawionej na mapie 5 stwierdzić można, że okres 2001–2004 cechował się zmniejszaniem wartości nakładów inwestycyjnych w większości sekcji PKD. Na uwagę zasługuje wzrost wartości nakładów inwestycyjnych od 2002 r. przedsiębiorstw przetwórstwa przemysłowego oraz od 2004 roku przedsiębiorstw górnictwa i kopalnictwa i budownictwa. W okresie od 2007 do 2011 r. regularny (coroczny) wzrost wartości nakładów inwestycyjnych dużych przedsiębiorstw zaobserwowano w przedsiębiorstwach zajmujących się wytwarzaniem i zaopatrywaniem w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych oraz opieką zdrowotną i pomocą społeczną. W 2011 r. wzrost nakładów inwestycyjnych odnotowano we wszystkich sekcjach PKD z wyjątkiem przedsiębiorstw zajmujących się dostawą wody, gospodarowaniem ściekami i odpadami oraz działalnością związaną z rekultywacją.



SEKCJE	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ROLNICTWO, ŁOWIECTWO I LEŚNICTWO									
RYBOŁÓWSTWO I RYBACTWO									
GÓRNICTWO I KOPALNICTWO									
PRZETWÓRSTWO PRZEMYSŁOWE									
WYTWARZANIE I ZAOPATRYWANIE W ENERGIĘ ELEKTRYCZNĄ, GAZ, WODĘ									
BUDOWNICTWO									
HANDEL HURTOWY I DETALICZNY; NAPRAWA POJAZDÓW									
HOTELE I RESTAURACJE									
TRANSPORT, GOSPODARKA MAGAZYNOWA I ŁĄCZNOŚĆ									
POŚREDNICTWO FINANSOWE									
OBSLUGA NIERUCHOMOŚCI, WYNAJEM, NAUKA I USŁUGI									
EDUKACJA									
OCHRONA ZDROWIA I OPIEKA SPOŁECZNA									
POZOSTAŁA DZIAŁALNOŚĆ USŁUGOWA KOMUNALNA,									
	wartość dynamiki poniżej 100%								
	wartość dynamiki powyżej 100%								

Mapa 3. Mapa dynamiki wartości środków trwałych przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 249 osób według sekcji (PKD 2004) w Polsce w latach 1998–2007

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w tab. 3.

SEKCJE	2008	2009	2010	2011
ROLNICTWO, LEŚNICTWO, ŁOWIECTWO I RYBACTWO				
GÓRNICTWO I WYDOBYWANIE				
PRZETWÓRSTWO PRZEMYSŁOWE				
WYTWARZANIE I ZAOPATRYWANIE W ENERGIĘ ELEKTRYCZNĄ, GAZ, DOSTAWA WODY; GOSPODAROWANIE ŚCIEKAMI I				
BUDOWNICTWO				
HANDEL HURTOWY I DETALICZNY; NAPRAWA POJAZDÓW				
TRANSPORT I GOSPODARKA MAGAZYNOWA				
DZIAŁALNOŚĆ ZWIĄZANA Z ZAKWATEROWANIEM I				
INFORMACJA I KOMUNIKACJA				
DZIAŁALNOŚĆ FINANSOWA I UBEZPIECZENIOWA				
DZIAŁALNOŚĆ ZWIĄZANA Z OBSŁUGĄ RYNKU				
DZIAŁALNOŚĆ PROFESJONALNA, NAUKOWA I TECHNICZNA				
DZIAŁALNOŚĆ W ZAKRESIE USŁUG ADMINISTRACYJNYCH I				
EDUKACJA				
OPIEKA ZDROWOTNA I POMOC SPOŁECZNA				
DZIAŁALNOŚĆ ZWIĄZANA Z KULTURĄ, ROZRYWKĄ I				
POZOSTAŁA DZIAŁALNOŚĆ USŁUGOWA				
	wartość dynamiki poniżej 100%			
	wartość dynamiki powyżej 100%			

Mapa 4. Mapa dynamiki wartości środków trwałych przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 249 osób według sekcji (PKD 2007) w Polsce w latach 2007–2011

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w tab. 4.

SEKCJE	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ROLNICTWO, ŁOWIECTWO I LEŚNICTWO									
RYBOŁÓWSTWO I RYBACTWO									
GÓRNICTWO I KOPALNICTWO									
PRZETWÓRSTWO PRZEMYSŁOWE									
WYTWARZANIE I ZAOPATRYWANIE W ENERGIĘ ELEKTRYCZNĄ, GAZ,									
BUDOWNICTWO									
HANDEL HURTOWY I DETALICZNY; NAPRAWA POJAZDÓW									
HOTELE I RESTAURACJE									
TRANSPORT, GOSPODARKA MAGAZYNOWA I ŁĄCZNOŚĆ									
POŚREDNICTWO FINANSOWE									
OBŚLUGA NIERUCHOMOŚCI, WYNAJEM, NAUKA I USŁUGI									
EDUKACJA									
OCHRONA ZDROWIA I OPIEKA SPOŁECZNA									
POZOSTAŁA DZIAŁALNOŚĆ USŁUGOWA KOMUNALNA,									
	wartość dynamiki poniżej 100%								
	wartość dynamiki powyżej 100%								

Mapa 5. Mapa dynamiki nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 249 osób według sekcji (PKD 2004) w Polsce w latach 1998–2007

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w tab. 5.

SEKCJE	2008	2009	2010	2011
ROLNICTWO, LEŚNICTWO, ŁOWIECTWO I RYBACTWO				
GÓRNICTWO I WYDOBYWANIE				
PRZETWÓRSTWO PRZEMYSŁOWE				
WYTWARZANIE I ZAOPATRYWANIE W ENERGIĘ				
DOSTAWA WODY; GOSPODAROWANIE ŚCIEKAMI I I				
BUDOWNICTWO				
HANDEL HURTOWY I DETALICZNY; NAPRAWA				
TRANSPORT I GOSPODARKA MAGAZYNOWA				
DZIAŁALNOŚĆ ZWIĄZANA Z ZAKWATEROWANIEM I				
INFORMACJA I KOMUNIKACJA				
DZIAŁALNOŚĆ FINANSOWA I UBEZPIECZENIOWA				
DZIAŁALNOŚĆ ZWIĄZANA Z OBSŁUGĄ RYNKU				
DZIAŁALNOŚĆ PROFESJONALNA, NAUKOWA I TECHNICZNA				
DZIAŁALNOŚĆ W ZAKRESIE USŁUG ADMINISTROWANIA I				
EDUKACJA				
OPIEKA ZDROWOTNA I POMOC SPOŁECZNA				
DZIAŁALNOŚĆ ZWIĄZANA Z KULTURĄ, ROZRYWKĄ I				
POZOSTAŁA DZIAŁALNOŚĆ USŁUGOWA				
	wartość dynamiki poniżej 100%			
	wartość dynamiki powyżej 100%			

Mapa 6. Mapa dynamiki nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 249 osób według sekcji (PKD 2007) w Polsce w latach 2007–2011

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w tab. 6.

Zmiany wartości dynamiki przychodów ze sprzedaży w latach 1998–2007 zaprezentowane w graficznej postaci na mapach 7 i 8 wskazują na coroczny wzrost ich wartości jedynie w przedsiębiorstwach zajmujących się transportem, gospodarką magazynową i łącznością. W latach 2001–2003 w przedsiębiorstwach budowlanych odnotowano zmniejszanie się wartości przychodów ze sprzedaży, a w przedsiębiorstwach zajmujących się górnictwem i kopalnictwem w 1999, 2002 i 2003 r. Również w przedsiębiorstwach przetwórstwa przemysłowego w 2001 r. zaobserwowano zmniejszenie. W latach 2007–2011 (mapa 8) coroczny wzrost wartości osiąganych przychodów ze sprzedaży odnotowano w przedsiębiorstwach zajmujących się wytwarzaniem i zaopatrywaniem w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych, dostawą wody, gospodarowaniem ściekami i odpadami oraz działalnością związaną z rekultywacją, budownictwem oraz działalnością w zakresie usług administrowania i działalnością wspierającą. Podobnie, jak w przypadku liczby pracujących i nakładów inwestycyjnych w 2009 r. zaobserwowano zmniejszenie wartości osiąganych przychodów ze sprzedaż w większości sekcji PKD.

SEKCJE	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ROLNICTWO, ŁOWIECTWO I LEŚNICTWO									
RYBOLÓWSTWO I RYBACTWO									
GÓRNICTWO I KOPALNICTWO									
PRZETWÓRSTWO PRZEMYSŁOWE									
WYTWARZANIE I ZAOPATRYWANIE W ENERGIĘ ELEKTRYCZNĄ, GAZ,									
BUDOWNICTWO									
HANDEL HURTOWY I DETALICZNY; NAPRAWA POJAZDÓW									
HOTELE I RESTAURACJE									
TRANSPORT, GOSPODARKA MAGAZYNOWA I ŁĄCZNOŚĆ									
POŚREDNICTWO FINANSOWE									
OBSŁUGA NIERUCHOMOŚCI, WYNAJEM, NAUKA I USŁUGI									
EDUKACJA									
OCHRONA ZDROWIA I OPIEKA SPOŁECZNA									
POZOSTAŁA DZIAŁALNOŚĆ USŁUGOWA KOMUNALNA									

	wartość dynamiki poniżej 100%
	wartość dynamiki powyżej 100%

Mapa 7. Mapa dynamiki przychodów ze sprzedaży przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 249 osób według sekcji (PKD 2004) w Polsce w latach 1998–2007

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w tab. 7.

SEKCJE	2008	2009	2010	2011
ROLNICTWO, LEŚNICTWO, ŁOWIECTWO I RYBACTWO	...	...	...	...
GÓRNICCTWO I WYDOBYWANIE	...	...	...	...
PRZETWÓRSTWO PRZEMYSŁOWE	...	...	...	...
WYTWARZANIE I ZAOPATRYWANIE W ENERGIĘ ELEKTRYCZNĄ, GAZ, DOSTAWA WODY; GOSPODAROWANIE SCIEKAMI I	...	...	...	...
BUDOWNICTWO	...	...	...	...
HANDEL HURTOWY I DETALICZNY; NAPRAWA POJAZDÓW	...	...	...	...
TRANSPORT I GOSPODARKA MAGAZYNOWA	...	...	...	...
DZIAŁALNOŚĆ ZWIĄZANA Z ZAKWATEROWANIEM I	...	...	...	...
INFORMACJA I KOMUNIKACJA	...	...	...	...
DZIAŁALNOŚĆ FINANSOWA I UBEZPIECZENIOWA	...	...	...	...
DZIAŁALNOŚĆ ZWIĄZANA Z OBSŁUGĄ RYNKU	...	...	...	...
DZIAŁALNOŚĆ PROFESJONALNA, NAUKOWA I TECHNICZNA	...	...	...	...
DZIAŁALNOŚĆ W ZAKRESIE USŁUG ADMINISTROWANIA I	...	...	...	...
EDUKACJA	...	...	...	...
OPIEKA ZDROWOTNA I POMOC SPOŁECZNA	...	...	...	...
DZIAŁALNOŚĆ ZWIĄZANA Z KULTURĄ, ROZRYWKĄ I	...	...	...	...
POZOSTAŁA DZIAŁALNOŚĆ USŁUGOWA	...	...	...	...

...	wartość dynamiki poniżej 100%
...	wartość dynamiki powyżej 100%

Mapa 8. Mapa dynamiki przychodów ze sprzedaży przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 249 osób według sekcji (PKD 2007) w Polsce w latach 2007–2011

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w tab. 8.

#### 4. PODSUMOWANIE

Podsumowując wyniki analizy i oceny zmian liczby oraz dynamiki działalności gospodarczej dużych przedsiębiorstw w Polsce latach 1998–2011 można stwierdzić, że:

- w analizowanym okresie czasu liczba osób pracujących w nich zmieniała się nieznacznie,
- nie można wskazać przedsiębiorstw, które w całym analizowanym okresie cechowały się wzrostem wybranych mierników (działalności gospodarczej),
- w latach 2001–2003 oraz w 2009 r. odnotowano zmniejszenie liczby pracujących, wartości nakładów inwestycyjnych dużych przedsiębiorstw,
- nie zaobserwowano zależności zmian pomiędzy analizowanymi miernikami,
- w całym okresie objętym analizą zaobserwowano tendencję wzrostu w dynamice nakładów inwestycyjnych i liczby pracujących,
- zaobserwowano od 2009 r. zmniejszanie wartości nakładów inwestycyjnych i liczby pracujących w przedsiębiorstwach zajmujących się budownictwem,

- wartość dynamiki powyżej 100 praktycznie w całym analizowanym okresie w przedsiębiorstwach zajmujących się wytwarzaniem i zaopatrywaniem w energię elektryczną, gaz, gorącą wodę i parę wodną,
- zaobserwowane zmiany dynamiki analizowanych mierników wskazywać mogą na niską intensywność przekształceń ich struktury,
- brak możliwości wskazania jednoznacznych tendencji zmian.

Interesujące byłoby dokonanie szczegółowej analizy zmian strukturalnych dużych pomiotów oraz porównanie zaobserwowanych zmian działalności gospodarczej dużych przedsiębiorstw w Polsce do grupy małych i średnich pomiotów. Wymaga to jednak bardziej szczegółowej analizy i oceny zmian wielkości i struktury działalności gospodarczej dużych przedsiębiorstw, w której użyte powinny być także inne poza tymi, które wykorzystano w pracy mierniki działalności gospodarczej dużych przedsiębiorstw.

#### BIBLIOGRAFIA

- Chomątowski S., *Rozwój przemysłu w świecie*, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Kraków 1986.
- Chomątowski S. (red.), *Dynamika i kierunki zmian wielkości i struktury sektora przedsiębiorstw w Polsce w latach 1990–2005*, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie – Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2010.
- Krzemiński P., *Zmiany liczby i struktury jednostek gospodarczych w Polsce w latach 1991–2007*, [w:] *Prace z zakresu ekonomiki i organizacji przedsiębiorstw*, ZN UEK, Nr 836, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Kraków 2010, s. 179–194.
- Kuznets S., *Wzrost gospodarczy narodów, produkt i struktura produkcji*, PWN, Warszawa 1976.
- Winiarski B., *Polityka gospodarcza*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2010.

Konrad Kolegowicz

#### TRENDS AND DIRECTIONS OF CHANGES IN THE BUSINESS OF LARGE ENTERPRISES IN POLAND IN THE YEARS 1998–2011

This paper presents the results of the research in the dynamics of changes in the economic activities of large enterprises in Poland. On that base is done the attempt of the assess trends and changes in the number of employees, assets, capital expenditures and revenues for the realization of the overall objectives of structural changes in the economy. Results of the research of dynamics of the analyzed measures do not allow for a clear indication of the direction of change. The results show the need for a detailed study of the structural changes and the level of concentration and deconcentration of large enterprises in Poland.

**Key words:** large enterprises, trends of development, number of employees, fixed assets, investment outlays, total revenue.

**Paweł Krzemiński\***

## **DYNAMIKA I KIERUNKI ZMIAN DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ PODMIOTÓW ŚREDNICH W POLSCE W LATACH 1998–2011**

### **1. WPROWADZENIE**

Podmioty zatrudniające 49–250 pracujących według kryterium wielkości klasyfikowane są przez Główny Urząd Statystyczny w Polsce jako przedsiębiorstwa średnie. Powszechnie zalicza się je także do grupy małych i średnich przedsiębiorstw (MSP). Podmioty te posiadają istotny udział oraz stanowią ważny element struktury podmiotowej gospodarki, bowiem rozwój MSP przyczynia się do rozwoju gospodarczego i społecznego kraju. Jednak rozwój nie tylko MSP, ale przedsiębiorstw wszystkich klas wielkości uzależniony jest od sprzyjających, jak i niesprzyjających warunków i czynników otoczenia, w których funkcjonują<sup>1</sup>. Dlatego też struktura podmiotowa i przedmiotowa gospodarki polskiej, poszczególne jej dziedziny i podmioty decydujące o rozwoju gospodarczym Polski zostały poddane po 1990 r. procesom prywatyzacji, restrukturyzacji i dostosowań. Podstawowymi celami przekształceń strukturalnych gospodarki polskiej, były (są nadal) m. in.<sup>2</sup>:

- wzrost konkurencyjności produktów i usług,
- przeciwdziałanie niskiej wydajności pracy,

---

\* Dr, Adiunkt, Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

<sup>1</sup> Szerzej: S. Chomański (red.), *Dynamika i kierunki zmian wielkości i struktury sektora przedsiębiorstw w Polsce w latach 1990–2005*, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie – Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2009, s. 31–36.

<sup>2</sup> A. Karpiński, S. Paradysz, J. Ziemecki, *Zmiany struktury gospodarki polskiej do roku 2010. Polska na tle Unii Europejskiej*, Elipsa, Warszawa 1999, s. 34 i nast.; A. Karpiński, *Restrukturyzacja gospodarki w Polsce i na świecie*, PWE, Warszawa 1986, s. 58–60.

- wzrost efektywności ekonomicznej przedsiębiorstw, poprzez alokację zasobów w sektory działalności gospodarczej o wysokiej stopie zwrotu (sektory wysokiej produktywności),
- unowocześnienie przedsiębiorstw poprzez wdrażanie nowych technik i technologii, organizacji, produktów,
- wykorzystanie procesów przemian strukturalnych w przewyżczeniu niekorzystnego wpływu pogarszania się ogólnych warunków rozwoju,
- przyspieszenie wzrostu ekonomicznego.

Problematyka i uwarunkowania rozwoju przedsiębiorstw w literaturze przedmiotu są szeroko opisywane zarówno na gruncie teoretycznym, jak i praktycznym<sup>3</sup>. Zdecydowanie mniej uwagi i opracowań koncentruje się na badaniu zmian strukturalnych działalności przedsiębiorstw w Polsce oraz kierunków tych zmian z uwzględnieniem badań przekrojowych (klas wielkości, rodzajów prowadzonej działalności, form własności, itd.)<sup>4</sup>. Uzasadnia to prowadzenie tego

<sup>3</sup> Por. np.: Z. Pierścioneck, *Strategie rozwoju firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1996; J. Machaczka, *Zarządzanie rozwojem organizacji. Czynniki, modele, strategia, diagnoza*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa–Kraków 1998; A. Stabryła, *Zarządzanie strategiczne w teorii i praktyce firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa–Kraków 2000; M. Starczevska-Krzysztożek, *Bariery rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw*, Biuro Analiz Sejmowych, Indos, Warszawa 2008, nr 4.

<sup>4</sup> Por.: S. Chomątoński (red.), *Dynamika i kierunki zmian...*, op. cit.; S. Chomątoński, *Zmiany wielkości ekonomicznych charakteryzujących i kształtujących strukturę i stopień wykorzystania potencjału gospodarczego po 1990 roku*, [w:] A. Jaki, J. Kaczmarek, T. Rojek (red.), *Restrukturyzacja – Teoria i praktyka w obliczu nowych wyzwań*, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie – Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2011, s. 569–588; P. Krzemiński, *Zmiany liczby i struktury jednostek gospodarczych w Polsce w latach 1991–2007*, [w:] *Prace z zakresu ekonomiki i organizacji przedsiębiorstw*, ZN UEK, Nr 836, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Kraków 2010, s. 179–194; P. Krzemiński, *Zmiany liczby podmiotów i nakładów inwestycyjnych z uwzględnieniem struktury własnościowej w ochronie zdrowia i opiece społecznej w Polsce w latach 1995–2005*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008, s. 247–259; K. Kolegowicz, W. Szymła, *Kierunki rozwoju działalności gospodarczej 500 największych przedsiębiorstw w Polsce*, [w:] J. Pyka (red.), *Nowoczesność przemysłu usług. Współczesne wyzwania i uwarunkowania rozwoju przemysłu i usług*, TNOiK O/Katowice, Katowice 2010, s. 64–78; B. Haus, *Koncentracja i dekoncentracja działalności gospodarczej*, [w:] *Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Integracja i dezintegracja*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, nr 928, Wrocław 2002, s. 339–346; S. Chomątoński, K. Kolegowicz, *Zmiany stopnia koncentracji działalności gospodarczej małych, średnich oraz dużych przedsiębiorstw w Polsce w latach 2007–2010*, [w:] R. Borowiecki, A. Jaki (red.), *Dylematy współczesnych przedsiębiorstw w procesie restrukturyzacji. Dywersyfikacja, integracja, rozwój*, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie – Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2011, s. 679–700; K. Kolegowicz, *Zmiany poziomu koncentracji działalności gospodarczej największych przedsiębiorstw w Polsce w latach 1998–2008*, [w:] R. Borowiecki, A. Jaki (red.), *Restrukturyzacja w obliczu nowych wyzwań gospodarczych. Zarządzanie, strategia, analiza*, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie – Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2010, s. 727–746; P. Krzemiński, *Zmiany poziomu koncentracji działalności usługowej w zakresie ochrony zdrowia i opieki społecznej w Polsce w latach 2001–2007*, [w:] A. Jaki, J. Kaczmarek, T. Rojek (red.), *Restrukturyzacja – Teoria i praktyka...*, op. cit.,

typu badań w nadziei, że ich wyniki przyczynią się do lepszego poznania rezultatów procesów realizowanych w okresie transformacji systemu gospodarczego. Mogą one bowiem stworzyć podstawy do oceny efektów przekształceń strukturalnych w gospodarce polskiej. Należy jednak wskazać, że próba odpowiedzi na pytania dotyczące stopnia realizacji celów przekształceń gospodarczych, a w tym kierunków dokonujących się zmian i osiągniętych efektów w aspekcie prowadzonych procesów prywatyzacji, restrukturyzacji i dostosowawczych polskich przedsiębiorstw nie jest łatwa.

Ocenę efektów przekształceń strukturalnych przedsiębiorstw w Polsce mierzonych stopniem realizacji celów polityki strukturalnej można dokonać między innymi na podstawie analizy wyników pomiaru<sup>5</sup>:

- zmiany wielkości działalności gospodarczej przedsiębiorstw,
- zmiany struktury działalności gospodarczej przedsiębiorstw
- zmian nowoczesności rodzajów struktur sektora przedsiębiorstw,
- zmian poziomu innowacyjności i stopnia nowoczesności podmiotów,
- zmian wielkości i struktury wartości dodanej brutto,

z uwzględnieniem analitycznych przekrojów strukturalnych, tj. klas wielkości, rodzajów prowadzonej działalności gospodarczej, form własności, form prawno-organizacyjnych, itd. W pierwszej kolejności wynikiem takich analiz jest zwykle wyodrębnienie składników struktury o rosnącej lub malejącej tendencji zmian, a następnie pomiar i analiza intensywności zmian strukturalnych. Użyte metody mają zatem na celu ilościowe określenie nie tylko wielkości zmian wartości poszczególnych składników struktury, ale także stopień przekształceń strukturalnych badanych obiektów w analizowanych okresach czasu.

Ze względu na ograniczone ramy publikacji w opracowaniu przedstawiono wyniki analizy zmian wielkości działalności gospodarczej przedsiębiorstw na podstawie wielkości ekonomicznych charakteryzujących ilościowy rozwój przedsiębiorstw zatrudniających 50–249 osób. Analizę przeprowadzono za pomocą mierników, które wyrażają potencjał wytwórczy, charakteryzujących nakłady poniesione w celu zwiększenia potencjału wytwórczego oraz prezentujących wielkość efektów prowadzonej działalności gospodarczej. Tak więc do opisu zmian wielkości działalności gospodarczej przedsiębiorstw średnich w Polsce oraz kierunków i tendencji tych zmian w latach 1998–2011 użyte zostały: liczba osób pracujących, wartość środków trwałych, nakładów inwestycyjnych i przychodów ze sprzedaży.

---

s. 639–653; S. Chomątowski, *Dekoncentracja działalności gospodarczej przedsiębiorstw w Polsce*, [w:] R. Borowiecki, A. Jaki (red.), *Restrukturyzacja w obliczu nowych wyzwań...*, *op. cit.*, s. 699–726.

<sup>5</sup> K. Kolegowiec, W. Szymła, *Kierunki rozwoju działalności...*, *op. cit.*, s. 66–67.



## 2. DYNAMIKA ZMIAN LICZBY PRACUJĄCYCH W PRZEDSIĘBIORSTWACH ŚREDNICH W POLSCE W LATACH 1998–2011

W analizie i ocenie zmian wielkości działalności przedsiębiorstw w pierwszej kolejności brane są pod uwagę produkcja<sup>6</sup> i zatrudnienie. Zmiany te są bowiem następstwem ograniczenia przede wszystkim produkcji i zatrudnienia w przedsiębiorstwach i dziedzinach gospodarki o przestarzałych technikach i technologiach wytwarzania. W wyniku tego zmniejsza się popyt na ich wyroby i usługi przy jednoczesnym przyspieszeniu tempa rozwoju w tych przedsiębiorstwach i dziedzinach gospodarki, których wzrost jest efektem stosowania nowoczesnych technik i technologii wytwarzania i zapotrzebowania na ich wyroby i usługi. Zatem w pierwszej kolejności analiza kierunków i tendencji zmian działalności gospodarczej podmiotów średniej wielkości w gospodarce polskiej została zbadana z wykorzystaniem liczby osób pracujących.

W 1998 r. w podmiotach średnich pracowało łącznie 1.416.633 osób, natomiast w 2007 r. liczba ta wzrosła do 1.546.563 osób. W latach 1998–2007 pod względem liczby osób pracujących zdecydowanie dominowały przedsiębiorstwa sekcji przetwórstwo przemysłowe (640.395 osób w 1998 r.). W 2011 r. liczba ta wynosiła 1.580.066 osób, z czego najwięcej, bo 653.004 osób było zatrudnionych także w przedsiębiorstwach przetwórstwa przemysłowego.

W tab. 1 przedstawiono dynamikę zmian liczby osób pracujących w przedsiębiorstwach zatrudniających od 50 do 249 osób w latach 1998–2007 zgodnie z przyjętą przez GUS klasyfikacją PKD 2004, natomiast w tab. 2 analogiczne dane za lata 2007–2011 zgodnie z dokonanymi przez GUS zmianami i przyjętą klasyfikacją PKD 2007.

W 2007 r. w porównaniu do 1998 r. (tab. 1) wskaźnik dynamiki liczby osób pracujących ogółem w przedsiębiorstwach średniej wielkości wynosił 109,17%, co oznaczało wzrost liczby osób pracujących ogółem w przedsiębiorstwach tej klasy wielkości o +9,17%, tj. 129.910 osób. Wśród analizowanych sekcji działalności gospodarczej w latach 1998–2007 największym poziomem wskaźnika dynamiki liczby pracujących w 2007 r. w porównaniu do 1998 r. charakteryzowały się sekcje: hotele i restauracje (144,36%, wzrost liczby pracujących o 6.394), pośrednictwo finansowe (132,78%, wzrost o 1.450), transport, gospodarka magazynowa i łączność (131,70%, wzrost o 19.365) oraz obsługa nieruchomości, wynajem, nauka i usługi związane z prowadzeniem działalności gospodarczej (122,24%, wzrost o 29.483). Z kolei w podmiotach przetwórstwa przemysłowego wskaźnik ten był mniejszy (113,07%), jednak ze względu na dużą liczbę pracujących w tej sekcji działalności gospodarczej podmiotów średnich przyrost liczby osób pracujących był duży (wzrost o 83.710 osób).

<sup>6</sup> Analizę kierunków i tendencji zmian przychodów ze sprzedaży, jako wielkości pochodnej od zrealizowanej (sprzedanej) produkcji przedstawiono w dalszej części opracowania.

Tabela 1

Dynamika liczby osób pracujących w przedsiębiorstwach zatrudniających od 50 do 249 osób według sekcji (PKD 2004) w Polsce w latach 1998–2007 (w %, rok poprzedni = 100)

Sekcje	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2007/1998=100
Rolnictwo, łowiectwo i leśnictwo		77,91	89,42	90,13	89,24	96,34	95,94	102,91	101,25	
Rybołówstwo i rybactwo						96,00				
Górnictwo i kopalnictwo	108,35	98,03	94,77			93,66	89,55	109,56	108,56	95,34
Przetwórstwo przemysłowe	102,98	100,12	97,48	98,40	103,92	102,49	102,11	101,80	103,26	113,07
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, wodę	103,85	101,79	100,64			97,10	99,05	102,40	102,07	103,57
Budownictwo	103,63	96,85	83,76	88,01	87,83	96,72	103,25	108,00	108,63	76,13
Handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów mechanicznych, motocykli oraz artykułów użytku osobistego i domowego	104,13	98,25	93,88	98,55	102,26	101,98	103,62	102,69	108,92	114,38
Hotele i restauracje	93,86	103,78	102,60	99,05	95,18	109,20	110,92			144,36
Transport, gospodarka magazynowa i łączność	102,05	99,85	96,45	106,38	108,41	103,29	101,05	101,36	109,84	131,70
Pośrednictwo finansowe	123,40	100,79	86,51	87,94	128,32	101,30	119,67	108,60	83,07	132,78
Obsługa nieruchomości, wynajem, nauka i usługi związane z prowadzeniem działalności gospodarczej	103,68	103,85	100,77	98,10	102,47	102,35	101,66	104,95	102,64	122,24
Edukacja										
Ochrona zdrowia i opieka społeczna	45,04	129,64	164,83	103,07	123,74			103,12		
Pozostała działalność usługowa komunalna, społeczna i indywidualna	83,68	86,56	97,56	98,98	107,73	99,74	105,43	104,87	104,96	87,23
Ogółem	<b>104,67</b>	<b>99,01</b>	<b>95,59</b>	<b>93,30</b>	<b>106,38</b>	<b>100,12</b>	<b>103,70</b>	<b>101,85</b>	<b>104,99</b>	<b>109,17</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych w: *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych*, GUS, Warszawa 2000, s. 30 i nast.; 2001, s. 31 i nast.; 2002, s. 32 i nast.; 2003, s. 34 i nast.; 2004, s. 36 i nast.; 2005, s. 36 i nast.; 2006, s. 37 i nast.; 2007, s. 37 i nast.; 2008, s. 37 i nast.; 2009, s. 49 i nast.

Tabela 2

Dynamika liczby osób pracujących w przedsiębiorstwach zatrudniających od 50 do 249 osób według sekcji (PKD 2007) w Polsce w latach 2007–2011 (w %, rok poprzedni = 100)

Sekcje	2008	2009	2010	2011	2011/2007=100
Rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo	88,83	94,22	98,34	94,77	78,00
Górnictwo i wydobywanie	101,35	103,84	93,62	105,66	104,12
Przetwórstwo przemysłowe	96,17	99,04	99,31	99,91	94,50
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych	102,39	95,72	90,44	102,70	91,04
Dostawa wody; gospodarowanie ściekami i odpadami oraz działalność związana z rekultywacją	100,70	103,75	107,73	103,90	116,95
Budownictwo	106,80	101,03	99,13	96,32	103,03
Handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów samochodowych, włączając motocykle	102,35	102,28	98,29	94,85	97,60
Transport i gospodarka magazynowa	102,68	109,20	100,02	103,71	116,32
Działalność związana z zakwaterowaniem i usługami gastronomicznymi	113,51	106,39	108,48	103,13	135,10
Informacja i komunikacja	115,77	102,99	99,39	98,27	116,46
Działalność finansowa i ubezpieczeniowa	112,61	127,33	113,41	116,98	190,23
Działalność związana z obsługą rynku nieruchomości	99,55	101,21	97,90	101,30	99,92
Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna	105,23	104,92	97,14	103,19	110,66
Działalność w zakresie usług administrowania i działalność wspierająca	111,94	103,99	94,05	106,08	116,14
Edukacja					
Opieka zdrowotna i pomoc społeczna	101,49	113,06	115,87	107,72	143,22
Działalność związana z kulturą, rozrywką i rekreacją	133,62	108,95	90,33	118,59	155,95
Pozostała działalność usługowa					
Ogółem	<b>100,34</b>	<b>101,99</b>	<b>98,84</b>	<b>99,58</b>	<b>100,72</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych w: *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych*, GUS, Warszawa 2009, s. 49 i nast.; 2010, s. 49 i nast.; 2011, s. 48 i nast.; 2012, s. 46 i nast.; 2013, s. 46 i nast.

W budownictwie wskaźnik dynamiki liczby pracujących w 2007 r. w porównaniu do 1998 r. wynosił 76,13%, w górnictwie i kopalnictwie 95,34%, a w pozostałej działalności usługowej, komunalnej, społecznej i indywidualnej 87,23%, co oznaczało, że w sekcjach tych odnotowano zmniejszenie liczby pracujących kolejno o -23,87% (46.986 pracujących), -4,66% (523 pracujących) i -12,77% (5.224 pracujących). Zmniejszenie o 16.814 liczby osób pracujących odnotowano także w sekcji rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo (wskaźnik dynamiki w 2007 r. w porównaniu do 1999 r. wynosił 53,97%).

W 2011 r. w porównaniu do 2007 r. wskaźnik dynamiki liczby osób pracujących ogółem w podmiotach średnich wynosił 100,72%, co oznaczało wzrost liczby pracujących ogółem o +0,72%, tj. 11 313 osób (tab. 2). Najwyższy wskaźnik dynamiki w 2011 r. w porównaniu do 2007 r. odnotowano w sekcjach: działalność finansowa i ubezpieczeniowa (190,23%, wzrost o 5.873 pracujących), działalność związana z kulturą, rozrywką i rekreacją (155,95%, wzrost o 1.769) oraz opieka zdrowotna i pomoc społeczna (143,22%, wzrost o 9.650).

Zmniejszenie liczby osób pracujących w 2011 r. w porównaniu do 2007 r. charakteryzowane wskaźnikiem dynamiki mniejszym od 100 odnotowano w sekcjach: rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo (78,00% w 2011 r., zmniejszenie o 4.145 pracujących), wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych (91,04%, zmniejszenie o 2.113 pracujących), przetwórstwo przemysłowe (94,5%, zmniejszenie o 38.007 pracujących), handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów samochodowych, włączając motocykle (97,6%, zmniejszenie o 7.382 pracujących). Należy zauważyć, że w okresie obejmującym lata 2007–2011 zmniejszenie liczby pracujących odnotowano w sekcjach: rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo oraz przetwórstwie przemysłowym (tendencja spadkowa od 2007 r.).

### **3. DYNAMIKA ZMIAN WARTOŚCI ŚRODKÓW TRWAŁYCH W PRZEDSIĘBIORSTWACH ŚREDNICH W POLSCE W LATACH 1998–2011**

Istotnym czynnikiem wytwórczym decydującym o dynamice i kierunkach rozwoju każdego przedsiębiorstwa są aktywa trwałe. W połączeniu z zasobami ludzkimi decydują o dynamice wzrostu i strukturze uzyskiwanych efektów z prowadzonej działalności gospodarczej.

W 1998 r. wartość środków trwałych ogółu przedsiębiorstw średniej wielkości wynosiła 113.718,10 mln zł, natomiast w 2007 r. 281.084,00 mln zł. W latach 1998–2007 pod względem wartości środków trwałych dominowały przedsiębiorstwa dwóch sekcji działalności gospodarczej, a mianowicie zajmujących się obsługą nieruchomości, wynajmem, nauką i usługami związanymi z prowadzeniem działalności gospodarczej (52.135,03 mln zł w 1998 r.) oraz przedsiębiorstwa przetwórstwa przemysłowego (22.969,15 mln zł).

Tabela 3

Dynamika środków trwałych w przedsiębiorstwach zatrudniających od 50 do 249 osób według sekcji (PKD 2004) w Polsce w latach 1998–2007 (w %, rok poprzedni = 100)

Sekcje	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2007/1998=100
Rolnictwo, łowiectwo i leśnictwo		95,81	97,58	105,90	91,49	104,02	107,63	110,70	123,17	
Rybołówstwo i rybactwo						106,94				
Górnictwo i kopalnictwo	209,87	61,24	75,94			105,75	95,55	108,29	117,76	210,96
Przetwórstwo przemysłowe	126,68	114,42	115,05	106,72	106,21	108,74	103,99	111,76	114,42	273,35
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, wodę	137,43	110,77	121,77			139,24	111,27	98,93	228,69	803,37
Budownictwo	134,29	121,92	96,06	53,22	80,97	95,48	110,59	121,26	126,54	109,82
Handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów mechanicznych, motocykli oraz artykułów użytku osobistego i domowego	202,41	104,98	98,49	83,47	91,91	112,99	103,28	114,17	108,02	231,06
Hotele i restauracje	117,16	130,28	117,21	125,76	115,02	155,73	102,13			534,48
Transport, gospodarka magazynowa i łączność	123,24	99,37	106,44	188,51	107,84	100,46	62,47	94,31	121,93	191,24
Pośrednictwo finansowe	179,22	101,51	75,38	79,39	154,71	114,89	108,65	132,56	134,09	373,79
Obsługa nieruchomości, wynajem, nauka i usługi związane z prowadzeniem działalności gospodarczej	107,78	107,02	104,77	103,48	104,59	102,50	105,67	106,81	120,23	181,93
Edukacja										
Ochrona zdrowia i opieka społeczna	45,16	115,53	133,41	138,78	167,62			111,89		
Pozostała działalność usługowa kulturalna, społeczna i indywidualna	94,73	124,28	113,36	106,45	112,58	117,71	114,92	121,13	100,01	262,09
Ogółem	<b>130,53</b>	<b>108,28</b>	<b>104,88</b>	<b>93,12</b>	<b>114,40</b>	<b>108,45</b>	<b>103,22</b>	<b>107,67</b>	<b>129,87</b>	<b>247,18</b>

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych w: *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych*, GUS, Warszawa 2000, s. 46 i nast.; 2001, s. 46 i nast.; 2002, s. 46 i nast.; 2003, s. 48 i nast.; 2004, s. 48 i nast.; 2005, s. 48 i nast.; 2006, s. 50 i nast.; 2007, s. 50 i nast.; 2008, s. 50 i nast.; 2009, s. 62 i nast..

Tabela 4

Dynamika środków trwałych w przedsiębiorstwach zatrudniających od 50 do 249 osób według sekcji (PKD 2007) w Polsce w latach 2007–2011 (w %, rok poprzedni = 100)

Sekcje	2008	2009	2010	2011	2011/2007=100
Rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo	104,11	99,87	102,51	115,54	123,15
Górnictwo i wydobywanie	115,48	107,45	85,75	101,77	108,29
Przetwórstwo przemysłowe	103,79	111,13	107,35	106,25	131,55
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych	39,88	91,36	84,65	131,72	40,63
Dostawa wody; gospodarowanie ściekami i odpadami oraz działalność związana z rekultywacją	115,99	119,53	121,20	107,35	180,38
Budownictwo	122,77	117,03	123,53	97,83	173,64
Handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów samochodowych, włączając motocykle	111,49	106,30	100,73	110,27	131,64
Transport i gospodarka magazynowa	126,23	99,17	107,89	112,49	151,92
Działalność związana z zakwaterowaniem i usługami gastronomicznymi	98,69	128,73	107,13	117,81	160,35
Informacja i komunikacja	120,61	120,57	108,59	82,84	130,81
Działalność finansowa i ubezpieczeniowa	49,64	122,85	112,17	106,91	73,14
Działalność związana z obsługą rynku nieruchomości	90,88	91,18	93,74	113,48	88,15
Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna	369,82	133,19	30,06	128,26	189,90
Działalność w zakresie usług administrowania i działalność wspierająca	94,59	172,31	94,35	95,23	146,44
Edukacja					
Opieka zdrowotna i pomoc społeczna	96,03	169,78	120,34	129,37	253,81
Działalność związana z kulturą, rozrywką i rekreacją	194,50	133,09	95,51	128,71	318,22
Pozostała działalność usługowa					
Ogółem	<b>92,90</b>	<b>109,88</b>	<b>96,99</b>	<b>109,13</b>	<b>108,04</b>

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych w: *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych*, GUS, Warszawa 2009, s. 62 i nast.; 2010, s. 62 i nast.; 2011, s. 60 i nast.; 2012, s. 58 i nast.; 2013, s. 58 i nast.

W latach 2007–2011 najwyższą wartość środków trwałych posiadały przedsiębiorstwa przetwórstwa przemysłowego (78.686,40 mln zł w 2011 r.) oraz działalności związanej z obsługą rynku nieruchomości (54.413,45 mln zł).

W tab. 3 i 4 przedstawiono dynamikę zmian wartości środków trwałych w podmiotach średnich w latach 1998–2007 według klasyfikacji PKD 2004 (tab. 3) i w latach 2007–2011 według klasyfikacji PKD 2007 (tab. 4).

W 2007 r. w porównaniu do 1998 r. wskaźnik dynamiki wartości środków trwałych ogółem w przedsiębiorstwach średnich wynosił 247,18%. Przyrost wartości środków trwałych ogółem w analizowanej grupie przedsiębiorstw wynosił 167.365,90 mln zł (tab. 3). Wśród analizowanych sekcji działalności gospodarczej w latach 1998–2007 największy poziom wskaźnika dynamiki analizowanej wielkości ekonomicznej w okresie 1998–2007 charakteryzował sekcje: wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, wodę (803,37%, wzrost o 42.873,65 mln zł), hotele i restauracje (534,48%, wzrost o 3.211,12 mln zł) oraz pośrednictwo finansowe (373,79%, wzrost o 10.976,38 mln zł). Znaczny przyrost wartości środków trwałych odnotowano także w przedsiębiorstwach przetwórstwa przemysłowego (wskaźnik dynamiki 273,35% i 39.817,72 mln zł), oraz zajmujących się obsługą nieruchomości, wynajmem, nauką i usługami związanymi z prowadzeniem działalności gospodarczej (181,93% i 42.712,90 mln zł).

Najmniejszy wskaźnik dynamiki zmian wartości środków trwałych odnotowano w budownictwie (109,82%, przyrost wartości o 708,95 mln zł). W żadnej sekcji działalności gospodarczej podmiotów średniej wielkości w latach 1998–2007 nie odnotowano zmniejszenia wartości analizowanej wielkości ekonomicznej.

Dynamika zmian wartości środków trwałych ogółem w przedsiębiorstwach średniej wielkości w okresie 2007–2011 wynosiła 108,04% (tab. 4). Największa dynamika wartości środków trwałych charakteryzowała stan majątkowy przedsiębiorstw prowadzących działalność związaną z kulturą, rozrywką i rekreacją (318,22%, przyrost wartości o 1.052,83 mln zł) oraz opiekę zdrowotną i pomoc społeczną (253,81%, 1.689,37 mln zł). Znaczny przyrost wartości środków trwałych odnotowano też w przedsiębiorstwach przetwórstwa przemysłowego (18.871,42 mln zł).

Zmniejszenie analizowanej wartości w okresie 2008–2011 r. miało miejsce w przedsiębiorstwach sekcji: wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych (wskaźnik dynamiki 40,63%, zmniejszenie wartości o 24.318,79 mln zł), działalność finansowa i ubezpieczeniowa (wskaźnik dynamiki 73,14% i zmniejszenie wartości o 9.131,37 mln zł), działalność związana z obsługą rynku nieruchomości (88,15% i 7.315,55 mln zł).

#### 4. DYNAMIKA ZMIAN WARTOŚCI NAKŁADÓW INWESTYCYJNYCH W PRZEDSIĘBIORSTWACH ŚREDNICH W POLSCE W LATACH 1998–2011

Nakłady inwestycyjne są ponoszone na nabycie (w tym zakup), wytworzenie dla własnych potrzeb środków trwałych, na środki trwałe w budowie, ulepszenie własnych środków, ulepszenie w obcych środkach trwałych oraz inne nakłady związane z budową środków trwałych. Decydują one o liczbie miejsc pracy i stopniu ich wyposażenia technicznego, a także determinują rozwój przedsiębiorstwa. Efektem ponoszonych nakładów inwestycyjnych są zmiany wielkości i struktury zatrudnienia oraz wielkości i struktury wytwarzanych wyrobów i usług. Analizując kierunki i tendencje zmian dynamiki wartości nakładów inwestycyjnych zauważalne różnice w poszczególnych sekcjach działalności gospodarczej PKD umożliwiają wskazanie tych rodzajów działalności gospodarczej, które inwestowały najwięcej. Analiza ta pozwala więc na wskazanie preferowanych kierunków inwestowania w działalności gospodarczej.

W 1998 r. wartość nakładów inwestycyjnych ogółem przedsiębiorstw średnich wynosiła 17.952,15 mln zł, natomiast w 2007 r. 32.546,71 mln zł. W 2011 r. wartość nakładów inwestycyjnych ogółem przedsiębiorstw średniej wielkości wynosiła 30.364,48 mln zł. W latach 2007–2011 podobnie jak w latach poprzednich najwięcej inwestowały przedsiębiorstwa przetwórstwa przemysłowego (10.044,82 mln zł), a najmniej sekcji: edukacja (9,15 mln zł w 2009 r.) oraz działalność związana z kulturą, rozrywką i rekreacją (70,13 mln zł w 2011 r.).

Dynamikę zmian wartości nakładów inwestycyjnych w przedsiębiorstwach średnich w latach 1998–2007 według klasyfikacji PKD 2004 przedstawia tab. 5, natomiast w latach 2007–2011 według klasyfikacji PKD 2007 tab. 6.

W okresie 1998–2007 wskaźnik dynamiki wartości nakładów inwestycyjnych ogółem w średnich przedsiębiorstwach wynosił 181,30%. Oznaczało to wzrost wartości nakładów inwestycyjnych ogółem w przedsiębiorstwach tej klasy wielkości o +81,30%, tj. o 14.594,56 mln zł (tab. 5). W latach 1998–2007 największa dynamika analizowanej wielkości ekonomicznej charakteryzującej rozwój działalności gospodarczej przedsiębiorstw zatrudniających od 50–249 osób wystąpiła w podmiotach ochrony zdrowia i opieki społecznej (521,31%, przyrost wartości o 162,33 mln zł) oraz podmiotach zajmujących się wytwarzaniem i zaopatrywaniem w energię elektryczną, gaz, wodę (485,13%, przyrost o 1.594,70 mln zł). Znaczny wzrost wartości nakładów inwestycyjnych w 2007 r. w porównaniu do ich wartości w 1998 r. odnotowano także w podmiotach przetwórstwa przemysłowego (228,14%, przyrost o 6.461,06 mln zł).

Zmniejszenie analizowanej wartości odnotowano w sekcji budownictwo (wskaźnik dynamiki wynosił 69,58%, zmniejszenie wartości nakładów inwestycyjnych o 802,13 mln zł).



Tabela 5

Dynamika nakładów inwestycyjnych w przedsiębiorstwach zatrudniających od 50 do 249 osób według sekcji (PKD 2004) w Polsce w latach 1998–2007 (w %, rok poprzedni = 100)

Sekcje	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2007/1998=100
Rolnictwo, łowiectwo i leśnictwo		94,91	109,26	100,14	113,90	116,25	108,48	108,99	117,38	
Rybołówstwo i rybactwo						77,56				
Górnictwo i kopalnictwo	82,41	63,40	61,75			139,91	103,12	132,79	153,24	125,44
Przetwórstwo przemysłowe	124,49	98,80	78,59	110,67	124,19	127,43	95,87	115,60	121,60	228,14
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, wodę	163,53	123,12	108,05			101,30	115,95	106,15	120,28	485,13
Budownictwo	109,64	70,97	48,39	83,42	74,83	109,19	132,41	136,11	150,44	69,58
Handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów mechanicznych, motocykli oraz artykułów użytku osobistego i domowego	116,61	91,29	73,01	85,35	112,02	136,44	121,58	87,82	128,09	138,67
Hotele i restauracje	171,65	90,65	82,50	86,81	177,61	92,99	60,87			255,54
Transport, gospodarka magazynowa i łączność	71,61	97,99	74,31	118,14	92,36	190,17	71,07	125,12	120,53	115,96
Pośrednictwo finansowe	208,55	78,03	58,81	59,72	55,48	97,36	174,46	350,57	112,90	213,13
Obsługa nieruchomości, wynajem, nauka i usługi związane z prowadzeniem działalności gospodarczej	131,40	137,46	71,62	106,18	54,45	110,29	116,80	139,91	157,13	211,79
Edukacja										
Ochrona zdrowia i opieka społeczna	64,73	132,36	99,45	237,07	121,82			112,66	170,42	521,31
Pozostała działalność usługowa kulturalna, społeczna i indywidualna	84,35	95,85	184,07	63,91	91,63	174,70	165,42	60,83	155,12	237,60
<b>Ogółem</b>	<b>125,33</b>	<b>96,48</b>	<b>73,25</b>	<b>90,93</b>	<b>106,88</b>	<b>125,54</b>	<b>107,11</b>	<b>120,90</b>	<b>129,55</b>	<b>181,30</b>

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych w: *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych*, GUS, Warszawa 2000, s. 36 i nast.; 2001, s. 36 i nast.; 2002, s. 38 i nast.; 2003, s. 38 i nast.; 2004, s. 40 i nast.; 2005, s. 40 i nast.; 2006, s. 42 i nast.; 2007, s. 42 i nast.; 2008, s. 42 i nast.; 2009, s. 54 i nast.

Tabela 6

Dynamika nakładów inwestycyjnych w przedsiębiorstwach zatrudniających od 50 do 249 osób według sekcji (PKD 2007) w Polsce w latach 2007–2011 (w %, rok poprzedni = 100)

Sekcje	2008	2009	2010	2011	2011/2007=100
Rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo	117,60	55,22	124,51	140,95	113,97
Górnictwo i wydobywanie	100,41	82,08	104,11	96,24	82,59
Przetwórstwo przemysłowe	98,68	81,93	93,57	119,87	90,67
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych	98,18	52,07	110,19	173,03	97,47
Dostawa wody; gospodarowanie ściekami i odpadami oraz działalność związana z rekultywacją	127,84	173,88	103,47	77,98	179,36
Budownictwo	88,60	88,13	121,18	108,11	102,30
Handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów samochodowych, włączając motocykle	109,81	86,61	90,26	102,64	88,11
Transport i gospodarka magazynowa	98,03	95,65	101,26	118,59	112,60
Działalność związana z zakwaterowaniem i usługami gastronomicznymi	173,50	82,00	169,30	89,81	216,33
Informacja i komunikacja	151,07	80,28	121,57	87,24	128,63
Działalność finansowa i ubezpieczeniowa	30,72	52,99	166,59	184,89	50,14
Działalność związana z obsługą rynku nieruchomości	81,15	117,85	88,70	80,43	68,22
Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna	65,44	176,70	57,53	118,11	78,57
Działalność w zakresie usług administrowania i działalność wspierająca	52,30	99,69	117,63	163,61	100,34
Edukacja					
Opieka zdrowotna i pomoc społeczna	90,73	124,28	122,95	144,72	200,63
Działalność związana z kulturą, rozrywką i rekreacją	158,49	128,30	37,18	116,30	87,93
Pozostała działalność usługowa	115,42	54,74			
Ogółem	<b>90,77</b>	<b>91,01</b>	<b>100,12</b>	<b>112,80</b>	<b>93,29</b>

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych w: *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych*, GUS, Warszawa 2009, s. 54 i nast.; 2010, s. 55 i nast.; 2011, s. 54 i nast.; 2012, s. 52 i nast.; 2013, s. 52 i nast.

W okresie 2007–2011 wskaźnik dynamiki wartości nakładów inwestycyjnych ogółem w przedsiębiorstwach średniej wielkości wynosił 93,29%. Wartość nakładów inwestycyjnych zmalała o 2.183,51 mln zł (tab. 6).

Dynamika nakładów inwestycyjnych w przedsiębiorstwach prowadzących działalność gospodarczą związaną z zakwaterowaniem i usługami gastronomicznymi wynosiła 216,33% (przyrost wartości o 237,75 mln zł), opieką zdrowotną i pomocą społeczną 200,63% (przyrost wartości o 250,60 mln zł), dostawą wody, gospodarowaniem ściekami i odpadami oraz działalnością związaną z rekultywacją 179,36% (przyrost wartości o 1.107,02 mln zł).

W okresie 2007–2011 wartość nakładów inwestycyjnych zmalała w 8 sekcjach działalności gospodarczej średnich przedsiębiorstw, a w szczególności w: działalności finansowej i ubezpieczeniowej; działalności związanej z obsługą rynku nieruchomości oraz w działalności profesjonalnej, naukowej i technicznej.

#### **5. DYNAMIKA ZMIAN WARTOŚCI PRZYCHODÓW ZE SPRZEDAŻY W PRZEDSIĘBIORSTWACH ŚREDNICH W POLSCE W LATACH 1998–2011**

Wraz ze zmianami wielkości i struktury zatrudnienia współwystępują zmiany uzyskiwanych efektów z całości kształtu działalności w postaci przychodów ze sprzedaży. Analizując kierunki i tendencje zmian wielkości dynamiki wartości przychodów ze sprzedaży zauważyć można różnice w poszczególnych sekcjach działalności gospodarczej PKD. Wskaźniki dynamiki umożliwiają wskazanie tych rodzajów działalności gospodarczej, które osiągają najwyższe i rosnące wartości przychodów ze sprzedaży.

W 1998 r. wartość przychodów ze sprzedaży w badanych przedsiębiorstwach średniej wielkości wynosiła 122.429,40 mln zł, natomiast w 2007 r. 310.211,20 mln zł. W okresie tym najwyższa wartość przychodów ze sprzedaży została osiągnięta w przedsiębiorstwach przetwórstwa przemysłowego (62.315,39 mln zł w 1998 r. i 164.405,50 mln zł w 2007 r.). W 2011 r. wartość przychodów ze sprzedaży ogółem przedsiębiorstw średniej wielkości wynosiła 393.552,12 mln zł, z czego najwyższą wartość odnotowano w sekcji przetwórstwo przemysłowe (194.564,25 mln zł w 2011 r.).

Dynamikę zmian wartości przychodów ze sprzedaży w średnich przedsiębiorstwach w latach 1998–2007 według klasyfikacji PKD 2004 charakteryzują wyniki obliczeń zamieszczone w tab. 7, natomiast w latach 2007–2011 według klasyfikacji PKD 2007 w tab. 8.

W 2007 r. w porównaniu do 1998 r. wskaźnik dynamiki wartości przychodów ze sprzedaży ogółem w przedsiębiorstwach średnich wynosił 253,38%. Oznaczało to wzrost wartości przychodów ze sprzedaży ogółem w przedsiębiorstwach tej klasy wielkości o +153,38%, tj. o 187.781,80 mln zł (tab. 7).

Tabela 7

Dynamika przychodów ze sprzedaży w przedsiębiorstwach zatrudniających od 50 do 249 osób według sekcji (PKD 2004) w Polsce w latach 1998–2007 (w %, rok poprzedni = 100)

Sekcje	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2007/1998=100
Rolnictwo, łowiectwo i leśnictwo		107,16	97,66	95,18	89,88	107,28	98,91	108,45	122,20	
Rybołówstwo i rybactwo						92,53				
Górnictwo i kopalnictwo	157,07	92,54	88,77			110,31	88,46	122,90	134,54	254,68
Przetwórstwo przemysłowe	117,69	118,54	107,09	104,94	115,88	116,18	101,23	109,22	113,05	263,83
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, wodę	134,21	119,25	126,78			172,07	96,25	110,34	122,22	461,66
Budownictwo	121,98	107,86	91,74	87,10	91,55	112,27	113,99	125,49	123,26	190,54
Handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów mechanicznych, motocykli oraz artykułów użytku osobistego i domowego	127,23	110,79	98,41	105,06	105,29	108,91	116,32	112,43	112,07	244,91
Hotele i restauracje	112,87	120,82	105,39	106,81	112,57	131,16	110,44			385,70
Transport, gospodarka magazynowa i łączność	106,12	120,22	106,61	126,00	129,45	112,62	102,08	111,35	124,72	354,15
Posrednictwo finansowe	156,90	77,46	89,16	49,83	137,59	120,41	112,34	139,39	99,38	139,20
Obsługa nieruchomości, wynajem, nauka i usługi związane z prowadzeniem działalności gospodarczej	129,71	114,09	105,42	92,10	113,29	106,89	104,62	115,51	109,58	230,39
Edukacja										
Ochrona zdrowia i opieka społeczna	73,81	155,54	144,33	114,45	139,64			113,94		
Pozostała działalność usługowa komunalna, społeczna i indywidualna	87,52	105,59	105,54	100,67	118,46	113,52	119,52	106,32	107,09	179,68
<b>Ogółem</b>	<b>122,29</b>	<b>114,15</b>	<b>103,98</b>	<b>95,80</b>	<b>117,93</b>	<b>115,11</b>	<b>104,37</b>	<b>111,83</b>	<b>115,00</b>	<b>253,38</b>

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych w: *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych*, GUS, Warszawa 2000, s. 36 i nast.; 2001, s. 36 i nast.; 2002, s. 36 i nast.; 2003, s. 36 i nast.; 2004, s. 36 i nast.; 2005, s. 38 i nast.; 2006, s. 40 i nast.; 2007, s. 40 i nast.; 2008, s. 40 i nast.; 2009, s. 52 i nast.

Tabela 8

Dynamika przychodów ze sprzedaży w przedsiębiorstwach zatrudniających od 50 do 249 osób według sekcji (PKD 2007) w Polsce w latach 2007–2011 (w %, rok poprzedni = 100)

Sekcje	2008	2009	2010	2011	2011/2007=100
Rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo	91,42	100,71	110,42	110,07	111,90
Górnictwo i wydobywanie	106,12	101,45	105,22	123,42	139,80
Przetwórstwo przemysłowe	99,40	100,44	107,37	114,92	123,19
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych	45,93	102,58	114,59	98,50	53,17
Dostawa wody; gospodarowanie ściekami i odpadami oraz działalność związana z rekultywacją	115,41	98,72	118,46	114,56	154,63
Budownictwo	124,51	97,59	97,24	112,03	132,37
Handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów samochodowych, włączając motocykle	114,93	107,45	102,23	97,31	122,85
Transport i gospodarka magazynowa	102,24	111,14	105,49	118,43	141,95
Działalność związana z zakwaterowaniem i usługami gastronomicznymi	110,21	111,06	107,09	119,00	155,98
Informacja i komunikacja	119,89	97,35	105,45	97,27	119,71
Działalność finansowa i ubezpieczeniowa	98,16	114,29	122,18	107,05	146,73
Działalność związana z obsługą rynku nieruchomości	106,85	106,03	107,25	109,35	132,86
Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna	119,59	97,95	107,02	101,61	127,37
Działalność w zakresie usług administrowania i działalność wspierająca	135,10	102,69	105,19	124,17	181,22
Edukacja					
Opieka zdrowotna i pomoc społeczna	113,98	134,00	118,71	111,32	201,83
Działalność związana z kulturą, rozrywką i rekreacją	175,75	122,33	64,81	168,11	234,24
Pozostała działalność usługowa					
Ogółem	<b>104,81</b>	<b>101,90</b>	<b>105,13</b>	<b>112,26</b>	<b>126,05</b>

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych w: *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych*, GUS, Warszawa 2009, s. 52 i nast.; 2010, s. 53 i nast.; 2011, s. 52 i nast.; 2012, s. 50 i nast.; 2013, s. 50 i nast.

Wśród analizowanych sekcji działalności gospodarczej w latach 1998–2007 największym poziomem wskaźnika dynamiki analizowanej wartości w 2007 r. w porównaniu do 1998 r. charakteryzowały się sekcje: wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, wodę (461,66%, przyrost wartości o 12.421,82 mln zł), hotele i restauracje (385,70%, przyrost wartości o 1.431,61 mln zł), transport, gospodarka magazynowa i łączność (354,15%, przyrost wartości o 15.369,79 mln zł). Znaczny wzrost wartości przychodów ze sprzedaży w 2007 r. w porównaniu do 1998 r. odnotowano także w sekcji przetwórstwo przemysłowe (263,83%, przyrost wartości przychodów ze sprzedaży o 102.090,11 mln zł).

W latach 2007–2011 wskaźnik dynamiki zmian wartości przychodów ze sprzedaży ogółem w przedsiębiorstwach średniej wielkości wynosił 126,05%, a więc wartość ta uległa zwiększeniu o 81.341,07 mln zł (tabela 8).

Najwyższy poziom wskaźnika dynamiki w 2011 r. w porównaniu do 2007 r. odnotowano w sekcjach: działalność związana z kulturą, rozrywką i rekreacją (234,24%, przyrost wartości o 2.097,02 mln zł), opieka zdrowotna i pomoc społeczna (201,83%, przyrost o 2.029,65 mln zł), działalność w zakresie usług administrowania i działalność wspierająca (181,22% i przyrost o 5.117,60 mln zł).

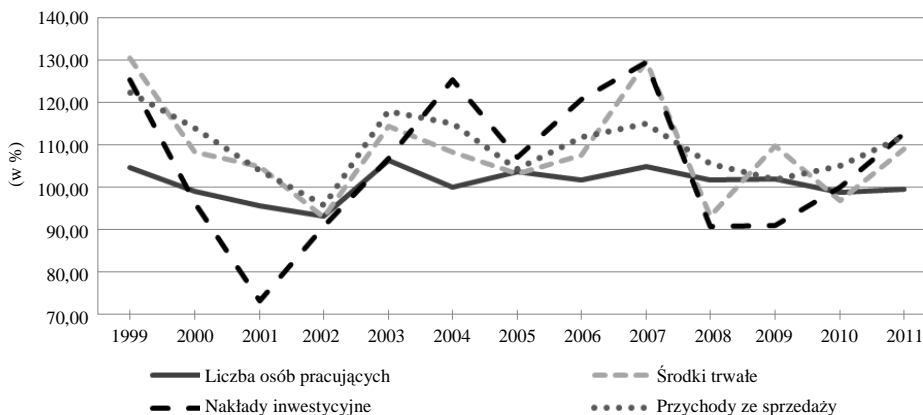
Znaczący wzrost wartości przychodów ze sprzedaży w 2011 r. w porównaniu do 2007 r. odnotowano w przetwórstwie przemysłowym (123,19%, przyrost o 36.622,59 mln zł) oraz w budownictwie (132,37%, przyrost o 13.936,99 mln zł).

Przychody ze sprzedaży w latach 2007–2011 zmalały w przedsiębiorstwach sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych (wskaźnik dynamiki 53,17%, a zmniejszenie ich wartości 6.308,67 mln zł).

## 6. PODSUMOWANIE

W latach 1998–2011 dynamika o podstawie zmiennej analizowanych wielkości ekonomicznych charakteryzujących ilościowy rozwój średnich przedsiębiorstw w gospodarce polskiej wskazuje na zmniejszenie liczby osób pracujących w podmiotach tej klasy wielkości w okresie 2000–2002 oraz 2010–2011, środków trwałych w 2002 r., 2008 r. i 2010 r., nakładów inwestycyjnych w okresie 2000–2002 oraz 2008–2009 i przychodów ze sprzedaży w 2002 r.

Pomimo tego, że intensywność zmian analizowanych wielkości ekonomicznych przedsiębiorstw zatrudniających 50–249 osób była różna (rys. 1) należy wskazać, że wszystkie analizowane wielkości ekonomiczne wzrosły (wskaźnik dynamiki w 2011 r. w porównaniu do 1998 r. wynosił kolejno dla: liczby pracujących 111,54%, środków trwałych 268,08%, nakładów inwestycyjnych 169,14% i przychodów ze sprzedaży 321,45%).



Rys. 1. Dynamika liczby osób pracujących, środków trwałych, nakładów inwestycyjnych oraz przychodów ze sprzedaży ogółem w przedsiębiorstwach zatrudniających od 50 do 249 osób według sekcji (PKD 2004) w Polsce w latach 1998–2007 (w %, rok poprzedni = 100).

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych w tab. 1–8.

Analizując intensywność i kierunki zmian wielkości ekonomicznych poszczególnych sekcji działalności gospodarczej podmiotów średniej klasy wielkości można wskazać te rodzaje działalności, które wykazywały tendencje rozwojowe charakteryzowane ilościowym wzrostem przyjętych miar stopnia rozwoju.

Biorąc zatem pod uwagę liczbę osób pracujących, ich wzrost z okresu na okres występował w przedsiębiorstwach sekcji przetwórstwa przemysłowego (w latach 1999–2000 i 2003–2007), opieki zdrowotnej i pomocy społecznej (2000–2011), a także transportu i gospodarki magazynowej (2002–2011) oraz działalności związanej z obsługą rynku nieruchomości (1999–2001, 2003–2007, 2009 i 2011). W przypadku wartości środków trwałych ich systematyczny przyrost w analizowanym okresie obserwowano w przedsiębiorstwach sekcji przetwórstwa przemysłowego (1999–2011), opieki zdrowotnej i pomocy społecznej (2000–2011), a także hoteli i restauracji (1999–2005) i działalności związanej z zakwaterowaniem i gastronomią (2009–2011), obsługi nieruchomości, wynajmu, nauki i usług związanych z prowadzeniem działalności gospodarczej (1999–2007). Względnie systematyczny przyrost nakładów inwestycyjnych występował w przedsiębiorstwach sekcji: opieki zdrowotnej i pomocy społecznej (2002–2007, 2009–2011), rolnictwa, łowiectwa i leśnictwa (2001–2008, 2010–2011), a także wytwarzania i zaopatrywania w energię elektryczną, gaz, wodę (1999–2007, 2010–2011). W końcu analizując uzyskiwane efekty z całokształtu działalności gospodarczej w postaci przychodów ze sprzedaży względnie stały ich przyrost z okresu na okres można zauważyć w przedsiębiorstwach przetwórstwa przemysłowego (1999–2011), opieki zdrowotnej i pomocy społecznej (2000–2011) i dodatkowo w przedsiębiorstwach prowadzących działalność gospodar-

czą zaliczaną do sekcji: hotele i restauracje (1999–2005) i działalności związanej z zakwaterowaniem i gastronomią (2008–2011), transport i gospodarka magazynowa (1999–2011), działalność związana z obsługą rynku nieruchomości (1999–2001, 2003–2011).

Zidentyfikowane kierunki inwestowania w latach 1998–2011 w poszczególnych sekcjach działalności gospodarczej przedsiębiorstw średniej wielkości mogą sprzyjać unowocześnieniu tych sekcji, a także mogą sprzyjać w tworzeniu i zwiększaniu liczby nowych miejsc pracy. Jednak przeznaczenie nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw średnich w Polsce w analizowanym okresie nie były trwale ukierunkowane o czym świadczy zmienna dynamika nakładów inwestycyjnych o podstawie ruchomej. Względnie stały kierunek ponoszenia coraz większych nakładów inwestycyjnych, zwiększania środków trwałych i liczby osób pracujących przy jednoczesnym wzroście przychodów ze sprzedaży w porównaniu do okresu poprzedniego można zaobserwować w analizowanych latach przedsiębiorstw średniej wielkości jedynie w podmiotach przetwórstwa przemysłowego oraz ochrony zdrowia i opieki społecznej (1998–2007) i opieki zdrowotnej i pomocy społecznej (2007–2011).

Podsumowując należy też podkreślić, że artykuł nie wyczerpuje tematu, jak też nie prezentuje w pełni wyników analizy i oceny, a także analitycznych przekrojów stanowiąc prezentację jedynie części wyników prowadzonych badań.

## BIBLIOGRAFIA

- Chomątowski S., *Dekoncentracja działalności gospodarczej przedsiębiorstw w Polsce*, [w:] R. Borowiecki, A. Jaki (red.), *Restrukturyzacja w obliczu nowych wyzwań gospodarczych. Zarządzanie, strategia, analiza*, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie – Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2010.
- Chomątowski S. (red.), *Dynamika i kierunki zmian wielkości i struktury sektora przedsiębiorstw w Polsce w latach 1990–2005*, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie – Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2009.
- Chomątowski S., Kolegowicz K., *Zmiany stopnia koncentracji działalności gospodarczej małych, średnich oraz dużych przedsiębiorstw w Polsce w latach 2007–2010*, [w:] R. Borowiecki, A. Jaki (red.), *Dylematy współczesnych przedsiębiorstw w procesie restrukturyzacji. Dywersyfikacja, integracja, rozwój*, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie – Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2011.
- Chomątowski S., *Zmiany wielkości ekonomicznych charakteryzujących i kształtujących strukturę i stopień wykorzystania potencjału gospodarczego po 1990 roku*, [w:] A. Jaki, J. Kaczmarek, T. Rojek (red.), *Restrukturyzacja – Teoria i praktyka w obliczu nowych wyzwań*, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie – Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2011.
- Działalność przedsiębiorstw niefinansowych*, GUS, Warszawa 2000–2013.
- Haus B., *Koncentracja i dekoncentracja działalności gospodarczej*, [w:] *Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Integracja i dezintegracja*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, nr 928, Wrocław 2002.
- Karpiński A., Paradysz S., Ziemecki J., *Zmiany struktury gospodarki polskiej do roku 2010. Polska na tle Unii Europejskiej*, Elipsa, Warszawa 1999.



- Karpiński A., *Restrukturyzacja gospodarki w Polsce i na świecie*, PWE, Warszawa 1986.
- Kolegowiec K., Szymła W., *Kierunki rozwoju działalności gospodarczej 500 największych przedsiębiorstw w Polsce*, [w:] J. Pyka (red.), *Nowoczesność przemysłu usług. Współczesne wyzwania i uwarunkowania rozwoju przemysłu i usług*, TNOiK O/Katowice, Katowice 2010.
- Kolegowiec K., *Zmiany poziomu koncentracji działalności gospodarczej największych przedsiębiorstw w Polsce w latach 1998–2008*, [w:] R. Borowiecki, A. Jaki (red.), *Restrukturyzacja w obliczu nowych wyzwań gospodarczych. Zarządzanie, strategia, analiza*, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie – Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2010.
- Krzemiński P., *Zmiany liczby i struktury jednostek gospodarczych w Polsce w latach 1991–2007*, [w:] *Prace z zakresu ekonomiki i organizacji przedsiębiorstw*, ZN UEK, Nr 836, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Kraków 2010.
- Krzemiński P., *Zmiany liczby podmiotów i nakładów inwestycyjnych z uwzględnieniem struktury własnościowej w ochronie zdrowia i opiece społecznej w Polsce w latach 1995–2005*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008.
- Krzemiński P., *Zmiany poziomu koncentracji działalności usługowej w zakresie ochrony zdrowia i opieki społecznej w Polsce w latach 2001–2007*, [w:] A. Jaki, J. Kaczmarek, T. Rojek (red.), *Restrukturyzacja – Teoria i praktyka w obliczu nowych wyzwań*, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie – Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2011.
- Machaczka J., *Zarządzanie rozwojem organizacji. Czynniki, modele, strategia, diagnoza*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa–Kraków 1998.
- Pierściołek Z., *Strategie rozwoju firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1996.
- Stabryła A., *Zarządzanie strategiczne w teorii i praktyce firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa–Kraków 2000.
- Starczewska-Krzysztożek M., *Bariery rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw*, Biuro Analiz Sejmowych, Indos, Warszawa 2008, nr 4.

Paweł Krzemiński

#### THE DYNAMIC AND THE DIRECTION OF CHANGES IN POLISH MEDIUM-SIZED ENTERPRISES IN 1998–2011

The subjective and objective structure of Polish economy in its various branches, as well as the entities determining its development have undergone the privatization, restructuring and adjustment processes since 1990. However, relatively few studies focus on both business' structural changes and the direction of Polish enterprises' development, including cross-sectional studies (class size, business types, ownerships forms, etc). Therefore, it is justified to carry out such research in hope, that the outcomes will create fundamentals for a better understanding of processes carried out during the economic system's transformation phase and a basis for evaluation of Polish economy's structural development results. The assessment of structural transformation policy's goals accomplishment can be measured on the basis of current companies sizes and business activities. Firstly, the outcomes of such analysis are divided into individual components of the structure according to the ascending or descending trends. That is followed by the measurement and analysis of the intensity of structural changes. Designed methods aim at specifying not only the quantitative amount of changes in every individual element of the whole structure, but also in the level of transformation in studied objectives during analyzed periods. This paper presents the analysis of outcomes of changes in the medium-sized companies, i.e. Employing

---

50–249 employees in 1998–2011, by the use of metrics, which express the production potential and characterize the expenditures incurred in order to increase the productivity. The indicators also present the effectiveness of the business activities according to their size. The changes in medium-sized enterprises are described with such measures, as the number of employees, the value of assets, the value of investments and the value of sales. On the basis of the analysis of volume changes, the directions and trends in the sizes of polish medium-sized companies during the analyzed period of time can be established.

**Key words:** medium enterprises, trends of development, number of employees, fixed assets, investment outlays, total revenue.



**Anna Kwiecien\***  
**Katarzyna Żak\*\***

## **BUDOWANIE RELACJI W STRUKTURACH SIECIOWYCH W PROCESIE TWORZENIA WARTOŚCI KLIENTA I PRZEDSIĘBIORSTWA**

### **1. WSTĘP**

Współcześnie obserwuje się odchodzenie od charakterystycznej w epoce przemysłowej struktury organizacyjnej w kierunku struktury sieciowej opartej na relacjach.

Powstanie relacji międzyorganizacyjnych jest zgodne z ogólną tendencją rynkową opisywaną w literaturze, w której podkreśla się, że w miejsce transakcji na rynku, wchodzi relacje. Szerzej pojmowane wzajemne relacje, rozumiane jako więzi z klientami i partnerami, w których cele stron osiągnęte są przez obustronną wymianę i realizację poczynionych obietnic.

Nadrzędnym celem funkcjonowania pozostaje nadal tworzenie wartości. Zmieniają się jednak sposoby jej kreacji. Wynika to z potrzeby ciągłego dostosowywania się do warunków otoczenia oraz z faktu, że samodzielna realizacja wszystkich funkcji wewnątrz przedsiębiorstwa jest praktycznie niemożliwa. Wyznaczają je potrzeby i postawy klientów, które wymagają specjalizacji, kompetencji w kluczowych dziedzinach działalności dla firmy i właściwych relacji.

W świetle takich założeń celem niniejszego opracowania jest zaprezentowanie relacji jako istotnego elementu struktur sieciowych warunkującego kreowanie wartości, ze szczególnym uwzględnieniem relacji z klientami.

### **2. TWORZENIE WARTOŚCI – KONCEPTUALIZACJA PROBLEMU**

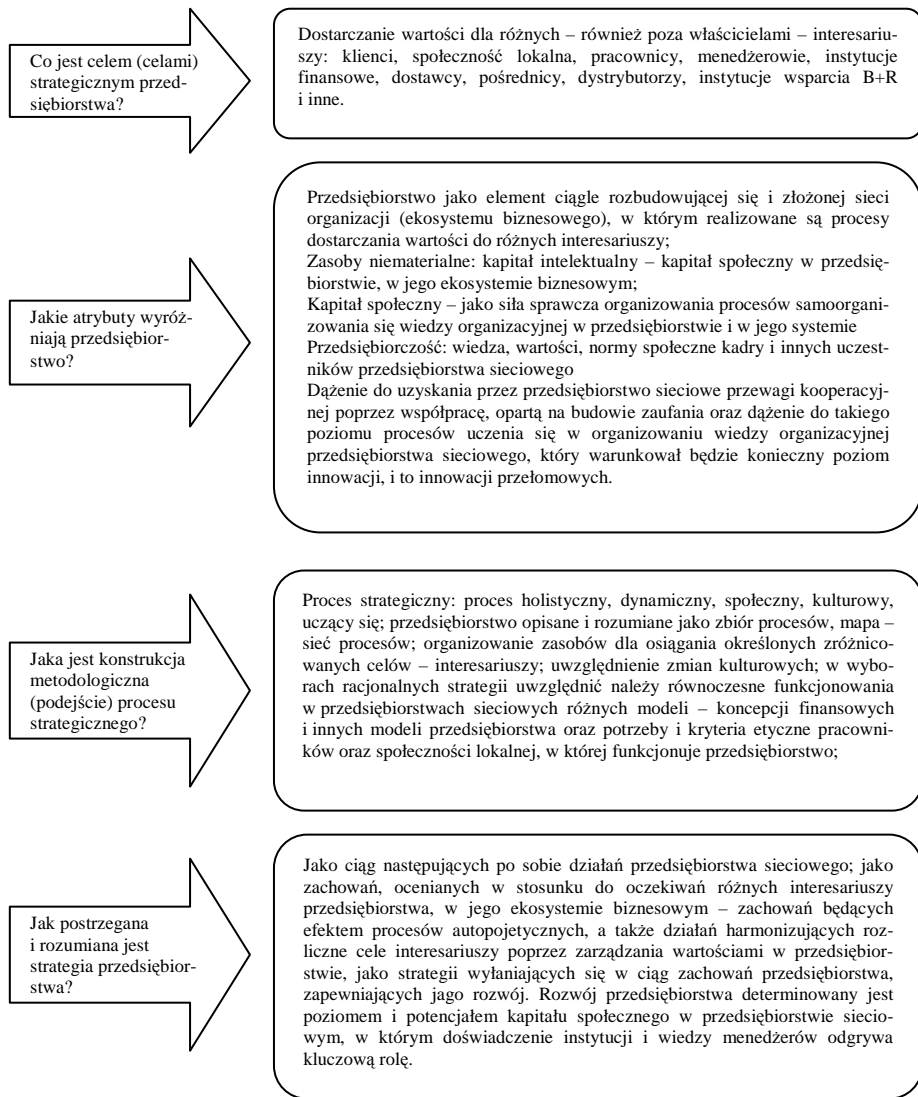
Procesy składające się na funkcjonowanie współczesnych organizacji gospodarczych przebiegają w warunkach dużej zmienności i niepewności otoczenia. W takich warunkach zmienia się filozofia myślenia o biznesie i determinan-

---

\* Doktor, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach.

\*\* Doktor, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach.

tach jego sukcesu. Jednym z zasadniczych celów strategicznych współczesnego przedsiębiorstwa jest wzrost jego wartości, co znajduje odzwierciedlenie w nowym paradygmacie zarządzania strategicznego (zob. rys. 1).



Rys. 1 Elementy nowego paradygmatu zarządzania strategicznego

Źródło: opracowanie własne na podstawie B. Woźniak-Sobczak (red.), *Instrumenty zarządzania przedsiębiorstwem przez finanse*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2010, s. 18–19.

Koncepcja kreowania wartości ma już swoją dość długą historię<sup>1</sup>. Punktem wyjścia dla niniejszego artykułu jest założenie, iż zarządzanie przez wartość zawiera zasady, propozycje i rozwiązania w zakresie kreowania relacji oraz podejmowania strategicznych i operacyjnych decyzji, których celem jest maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa dla właścicieli oraz innych interesariuszy, takich jak: klienci, pracownicy, dostawcy, wierzyciele, społeczności lokalne oraz społeczeństwa (zob. tab. 1). W konsekwencji oznacza to, iż maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy jest niemożliwa bez uwzględnienia korzyści osiągniętych przez pozostałych interesariuszy<sup>2</sup>.

Tabela 1

Wartość dodana dla poszczególnych grup interesariuszy

Grupa interesariuszy	Wniesiony wkład	Oczekiwana wartość dodana
Menedżerowie	Umiejętności, wiedza, talent, czas	Sprawiedliwy dochód, dobre warunki pracy
Akcjonariusze	Kapitał finansowy	Maksymalizacja zwrotu z kapitału
Pracownicy	Czas, wiedza, umiejętności	Pewny dochód, dobre warunki pracy
Kredytodawcy	Pożyczki, instrumenty dłużne, środki finansowe,	Zwrot kapitału i oprocentowania środków
Klienci	Dochód	Wartość pieniądza w jakości produktu lub usługi
Dostawcy	Zasoby potrzebne do uzyskania produktu finalnego	Sprawiedliwa cena, monopol dostawy
Społeczności lokalne	Infrastruktura, ulgi, przestrzeń	Jakość życia mieszkańców, miejsca pracy dla społeczności lokalnej
Państwo	Infrastruktura regulacyjna konkurencji rynkowej, budowa potencjału wzrostowego kraju	Równe warunki konkurencji, wzrost zamożności obywateli

Źródło: B. Dobiegała-Korona, A. Herman (red), *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2006, s. 269, [za:] C. W. L. Hill, T. M. Jones, *Stakeholder – Agency Theory*, „Journal of Management Studies” 1992, Vol. 2.

Mamy więc do czynienia z koniecznością zapewnienia zgodnej koegzystencji i budowania trwałej równowagi między różnymi interesami jednostek, grup, organizacji, lokalnych i centralnych organów administracji. Podstawą tzw. kapitalizmu grup interesu jest przekonanie, że przedsiębiorstwo jest integralną częścią społeczeństwa, a nie jego oddzielną częścią, dążącą wyłącznie do realizacji celów ekonomicznych. Jak pisze P. Drucker (...) *wolne przedsiębiorstwo działa-*

<sup>1</sup> Fundamentów koncepcji *Value Based Management* można poszukiwać w pracach takich autorów jak: A. Marshall, M. Miller, H. Modiglianeg, W. Skarp, F. Black, M. Scholes, Jansen, W. Meckling, A. Rapaport, T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, G. B. Stewart, R. S. Kaplan, D. P. Norton, L. Edvisson, M.S. Malone; por. A. Szablowski, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie”, październik 2006, nr 1.

<sup>2</sup> M. Jerzemska, *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002, s. 31.

jące w warunkach wolności ekonomicznej nie może istnieć tylko dlatego, że jest dobre dla biznesu; sens jego istnienia polega na tym, że jest potrzebne społeczeństwu<sup>3</sup>.

### 3. PRZESŁANKI TWORZENIA RELACJI

Intencje tworzenia sieci relacji mogą być różne, choć można stwierdzić, że wszystkie one bezpośrednio lub pośrednio wpływają na kształtowanie wartości. Jednym z wyznaczników tworzenia relacji może być stwierdzenie, że współczesna gospodarka wymaga nastawienia kooperacyjnego, które należy rozumieć jako wspólne, zespołowe działanie, u podstaw którego leży możliwość znacznego obniżenia kosztów i zwiększenia efektywności działania<sup>4</sup>. Można również powiedzieć, że podstawową przyczyną nawiązywania relacji jest dążenie do wzrostu rentowności działania. Oznacza to, że przez współpracę firmy mogą właśnie aktywnie ograniczać koszty działalności, dzielić ryzyko, pozyskiwać wyjątkową wiedzę, uzyskać dostęp do rynków zbytu oraz transferu technologii<sup>5</sup>.

W obecnych czasach samodzielna realizacja wszystkich funkcji wewnątrz przedsiębiorstwa jest praktycznie niemożliwa. Znaczenia nabiera specjalizacja, kompetencje w kluczowych dziedzinach działalności dla firmy i właściwe relacje. Chcąc produkować wysokiej jakości produkt lub świadczyć wysokiej jakości usługi firmy muszą zawierać sojusze i współpracować z innymi podmiotami będącymi specjalistami w danej dziedzinie. Oznacza to, że muszą tworzyć relacje, to bowiem pozwala poprawiać innowacyjność i konkurencyjność firmy. Ponadto sukces sieci determinowany jest bardzo wysoką specjalizacją, wzajemnym zaufaniem partnerów, kulturą pracy, rygorystycznym zarządzaniem kosztami oraz szybkością i efektywnością wymiany zasobów w ramach sieci<sup>6</sup>.

W literaturze dostrzec można wiele różnych przykładów motywów nawiązywania współpracy, wśród nich najczęściej wymieniane są: obniżenie kosztów, zwiększenie efektywności wykorzystania zasobów, uatrakcyjnienie własnej oferty, możliwość wejścia na nowe rynki, obniżenie ryzyka, uzyskanie dostępu do nowych technologii, wzrost innowacyjności itp.<sup>7</sup> Słusznym podsumowaniem w tej kwestii może być stwierdzenie J. Niemczyka<sup>8</sup>, który, istotę strategii sieci dostrzega w kształtowaniu innowacyjnych układów współpracy, dzięki którym

<sup>3</sup> P. F. Drucker, *Myśli przewodnie Druckera*, MTBiznes, Warszawa 2002, s. 34.

<sup>4</sup> D. Nowak, *Zarządzanie międzyorganizacyjnymi relacjami kooperacyjnymi w przedsiębiorstwach przemysłowych*, Wydawnictwo UE w Poznaniu, Poznań 2012, s. 5.

<sup>5</sup> M. Bengtsson, S. Kock, *Coopetition in Business Networks – to Cooperate and Compete Simultaneously*, „Industrial Marketing Management” 2000, Vol. 14, No. 3, s. 411–426.

<sup>6</sup> J. Brilman, *Nowoczesne koncepcje i metody zarządzania*, PWE, Warszawa 2002, s. 431.

<sup>7</sup> Szerzej na ten temat: D. Nowak, *op. cit.*, s. 164 i n.

<sup>8</sup> J. Niemczyk, *Wyróżniki, budowa i zachowania strategiczne układów outsourcingowych*, AE, Wrocław 2006.

możliwe staje się przejmowanie wartości dodanej z tytułu uczestnictwa w takich układach (sieciach) współpracy. Chęć pozyskania szeroko rozumianej wartości dodanej, pochodzącej z różnych źródeł, wyraża ogólną intencję tworzenia relacji.

Ponadto sieci relacji i kontaktów mogą stanowić podwójne źródło przewagi konkurencyjnej. Po pierwsze, sieci można traktować jako nielimitowany i niezależny zasób, kreujący wartość sam w sobie. Po drugie, jako środek ułatwiający dostęp do nielimitowanych, wartościowych zasobów i umiejętności. Sieć relacji stanowi więc źródło kreacji niekopiowalnych, generujących wartość zasobów<sup>9</sup>. Jest ona również zasobem unikatowym i specyficznym, gdyż wyrosłym z osobistych kontaktów przedstawicieli przedsiębiorstwa i ukształtowanym w sposób odpowiadający jego konkretnym potrzebom.

#### 4. RELACJE JAKO ELEMENT STRUKTUR SIECIOWYCH

Obecnie relacje (więzi relacyjne) stanowią podstawę formowania i funkcjonowania sieci międzyorganizacyjnych<sup>10</sup>.

Pojęcie relacja dotyczy pewnego wzorca wzajemnych zachowań przedsiębiorstw w określonym czasie. Należy je postrzegać jako oddziaływania przyjmujące bardziej uporządkowane i utrwalone formy, obejmujące względnie trwałe transakcje, przepływy zasobów oraz inne kontakty powstające między dwoma lub większą liczbą organizacji oraz między daną organizacją (organizacjami) i jej otoczeniem.

Można wyróżnić cztery podstawowe kategorie relacji przedsiębiorstwa z innymi podmiotami rynkowymi:

- relacje pionowe wsteczne (z dostawcami) – ze wszystkimi podmiotami, które zapewniają przedsiębiorstwu niezbędne czynniki produkcji,
- relacje pionowe frontalne (z nabywcami) – z klientami lub pośrednikami zajmującymi się dystrybucją,
- bezpośrednie relacje poziome (z graczami branżowymi) – z innymi podmiotami z tej samej branży, którzy są lub mogą być konkurentami danej firmy,
- pośrednie relacje poziome (z graczami spoza branży) – z dostawami dóbr komplementarnych lub substytucyjnych, bazując na formie aliansu lub rywalizacji.

Przy czym podział relacji na bezpośrednie i pośrednie nie jest oczywisty.

<sup>9</sup> E. Głuszek, *Zarządzanie zasobami niematerialnymi przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo AE we Wrocławiu, Wrocław 2004, s. 242.

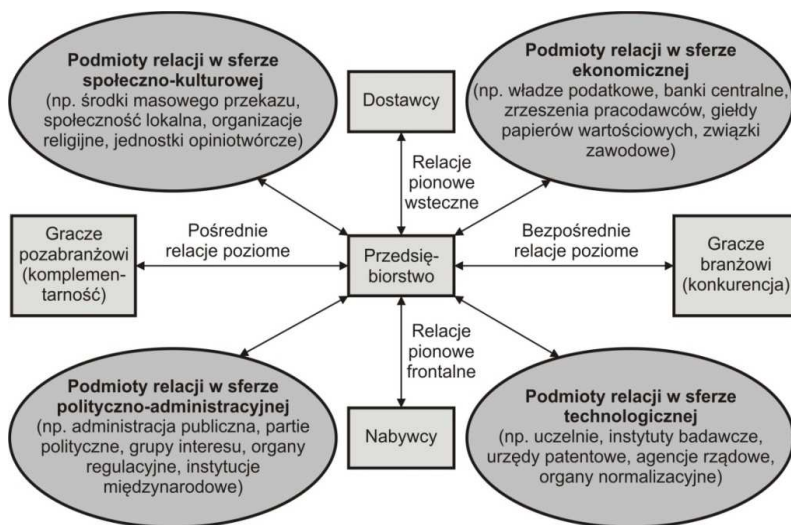
<sup>10</sup> Por. M. Brzeziński, *Organizacja i sterowanie produkcją*, Placet, Warszawa 2002, s. 281; R. Błażlak, *Struktury sieciowe a innowacyjność przedsiębiorstw*, [w:] K. Owczałek (red.), *Klasy w gospodarce regionu*, Monografie Politechniki Łódzkiej, Łódź 2010, s. 30; M. Górczyński, W. Pander, P. Koć, *Tworzenie związków kooperacyjnych między MSP oraz MSP i instytucjami otoczenia biznesowego*, PARP, Warszawa 2006, s. 16



Ogół relacji jakie można wyróżnić na współczesnych rynkach przedstawia rys. 2.

Odpowiednio zbudowane i wykorzystane relacje tworzą kapitał relacyjny postrzegany jako niematerialny element aktywów firmy, na które składa się wartość wszystkich stosunków przedsiębiorstwa z różnymi podmiotami otoczenia.

Kapitał relacyjny przedsiębiorstwa, zwany również zewnętrznym kapitałem strukturalnym, określa stopień i zakres powiązania przedsiębiorstwa z kontrahentami oraz stopień rozpoznania rynku zarówno zaopatrzenia, jak i zbytu<sup>11</sup>. W skład tego kapitału wchodzi struktury służące do utrzymania właściwych relacji z otoczeniem obejmujące: system rekrutacji, sieci sprzedaży, projekty badawczo-rozwojowe, bazy klientów, markę, reputację, partnerstwo strategiczne itp.<sup>12</sup>



Rys. 2. Przedsiębiorstwo i jego sieć relacji

Źródło: B. De Wit, R. Meyer, *Synteza strategii*, PWE, Warszawa 2007, s. 219.

Ponadto składają się nań zewnętrzne relacje organizacji:

– jej sieć: dostawców, dystrybutorów, organizacji hobbystycznych. Analiza sieci powiązań organizacji powinna koncentrować się w szczególności na intensywności i rozległości kontaktów, jakie organizacja posiada i jakie są istotne dla

<sup>11</sup> U niektórych autorów kapitał relacyjny traktowany jest jako sieć relacji zewnętrznych i wewnętrznych przedsiębiorstwa, por. J. S. Kardas, *Budowanie relacji w zarządzaniu zasobami ludzkimi*, Wydawnictwo Studia Emka, Warszawa 2009. Jednakże w kontekście organizacji sieciowych większe znaczenie przypisuje się relacjom międzyorganizacyjnym – wewnętrznym dla sieci.

<sup>12</sup> A. Górlaczyk, *Leif Edvinsson na konferencji Skandii*, <http://ceo.cxo.pl/news/39471/Leif.Edvinsson.na.konferencji.Skandii.html>

jej funkcjonowania. Warto zwrócić też uwagę, czy powiązania te wykorzystywane są w najlepszy możliwy sposób; czy sieć daje organizacji dostęp do dodatkowych kompetencji, zasobów finansowych, mediów itp.?

– marka: podstawowymi aspektami badanymi w tym obszarze są podejście, preferencje, reputacja itp. Ważnymi pytaniami definiującymi poziom tych czynników mogą być: czy firma jest dobrze znana, czy grupa docelowa organizacji darzy ją wysokim zaufaniem, czy rynek postrzega firmę jako mającą silną przewagę konkurencyjną?;

– klienci: stanowią oni nie tylko bezpośrednie źródło generowania strumieni pieniężnych, ale też są jednym z najważniejszych źródeł przewagi konkurencyjnej. Czy klienci postrzegają firmę jako ich strategicznego dostawcę, czy raczej jako partnera? Czy klienci firmy decydują o jej wizerunku wśród jej konkurentów? Czy klienci są lojalni i na jak długi okres? Czy firma ma bliskie relacje ze swoimi klientami? Warto także dodać, że im więcej wie ona o swoich klientach oraz im silniejsze relacje udało jej się nawiązać z klientami tym trudniej będzie im podjąć decyzję o odejściu<sup>13</sup>.

W tym miejscu warto podkreślić, że w przypadku sieci trzeba w specyficznym sposób podejść do rozróżniania relacji wewnętrznych i zewnętrznych.

W typowej organizacji relacje wewnętrzne dotyczą przede wszystkim wszelkich relacji pracowników danej firmy, zaś zewnętrzne dotyczyć mogą innych podmiotów – dostawców, kooperantów itp. oraz klientów. Jeśli jednak weźmiemy pod uwagę, że struktura sieciowa rozumiana jest jako zespół podmiotów i względnie trwałych więzi między nimi, to automatycznie musimy dokonać pewnej redefinicji podziału relacji.

W przypadku omawiania relacji w sieci przyjmujemy, że relacje międzyorganizacyjne, ale z podmiotami wchodzącymi w skład sieci i współtworzącymi ją, stanowią również relacje wewnętrzne, zaś jako zewnętrzne przyjmujemy relacje z ostatecznymi klientami spoza sieci.

## 5. TWORZENIE RELACJI Z KLIENTAMI JAKO DETERMINANTA WZROSTU WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA

C. K. Prahalad i V. Ramaswamy zwracają uwagę na szczególną rolę klientów we współtworzeniu wartości firmy. Istota tego procesu polega na interakcjach pomiędzy nimi, budowaniu doświadczenia<sup>14</sup>.

Perspektywa spojrzenia na klienta z punktu widzenia firmy i samego klienta na przedsiębiorstwo jest odmienna. Z punktu widzenia firmy, klienci są cennym

<sup>13</sup> P. Hofman-Bang, H. Martin, *IC Rating na tle innych metod oceny kapitału intelektualnego*, <http://www.e-mentor.edu.pl/artukul/index/numer/11/id/193>

<sup>14</sup> C. K. Prahalad, V. Ramaswamy, *Przyszłość konkurencji*, PWE, Warszawa 2005, s. 65–67.

zasobem, podstawą egzystencji i głównym źródłem wartości gdyż generują zyski i gotówkę, niezbędną dla egzystencji i rozwoju przedsiębiorstwa, zapewniają realizację celów wszystkich grup interesu/pracowników, właścicieli, dostawców, wierzycieli, władz lokalnych i budżetu państwa, a także tworzą warunki dla bezpiecznego obrotu i wzrostu gospodarczego.

Natomiast z perspektywy spojrzenia samego klienta podstawowe pytania dotyczą przede wszystkim wartości, jakie klient nabywa zakupując określone produkty i/lub usługi. To właśnie zrozumienie wartości postrzeganych przez klienta i jemu dostarczanych, może być trwałym źródłem przewagi konkurencyjnej we współczesnych warunkach konkurencji.

Identyfikacja wartości dostarczanych docelowym klientom i określonym segmentom rynku staje się jednym z największych wyzwań strategicznych firmy. Obecnie firmy konkurują wartościami oferowanymi klientom, a ściślej pakietem korzyści dla klienta. C. K. Prahalad i V. Ramaswamy stwierdzają, że przyszłość konkurencji wiąże się całkowicie z nowym podejściem do tworzenia wartości, opartym na współtworzeniu wartości przez klientów firmy. Istota klienta, jako współtwórcy wartości przedsiębiorstwa, wiąże się z odejściem od oddzielenia funkcji zarządzania produkcją od funkcji konsumpcji oraz traktowania rynku, jako forum wymiany wartości między firmą i klientem. Ta ścisła współpraca pomiędzy klientami i przedsiębiorstwem musi być oparta na zaangażowaniu obu stron w budowanie wartości, a wartość przedsiębiorstwa będzie rosła wraz ze wzrostem doświadczeń współtworzenia.

Zasadniczą kwestią dotyczącą współtworzenia wartości przez klientów jest określenie tego, co klienci wnoszą do przedsiębiorstwa – jakie strumienie generowane do przedsiębiorstwa przez klientów tworzą jego wartość. Wartość klienta można określić w dwojaki sposób. W wąskim znaczeniu wartość klienta ograniczana jest do rentowności transakcji lub rentowności w cyklu życia klienta w firmie. Jednak współcześnie coraz częściej wymagane jest szersze spojrzenie na klienta – z perspektywy wszystkich strumieni kreowanych przez niego do firmy oraz dążenie do wyceny tych strumieni. W takim znaczeniu do strumieni wartości wnoszonych przez klienta należy zaliczyć: pieniądze, dobra, czynności, czas, informację, status, uczucia i emocje oraz przyciągnięcie nowych klientów<sup>15</sup>.

Wymienione strumienie mają swoją wymierną wartość, która znajduje swoje odzwierciedlenie w wartości klienta oraz wartości przedsiębiorstwa. Strumienie pieniężne zapewniają przedsiębiorstwu bieżącą zdolność finansową, zaś informacje, budowa wizerunku zapewniają rekonfigurację zasobów przedsiębiorstwa w dłuższym okresie, ograniczając ryzyko dotyczące kierunków inwestycji i źródeł wzrostu wartości przedsiębiorstwa.

---

<sup>15</sup> B. Dobięgała-Korona, *Wartość klienta czy wartość dla klienta?*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie”, październik 2006, nr 1.

Krytycznym elementem kreowania wartości klienta oraz wartości przedsiębiorstwa jest określenie wartości dla klientów. Jedno z podejść mówi, że jest to różnica między przewidywaną oceną wszystkich korzyści, jakie może otrzymać klient a nakładem, jaki musi on ponieść, aby te korzyści skosztować. Przy czym dąży się do maksymalizacji korzyści i minimalizacji kosztów<sup>16</sup>. Według P. Doyle'a tworzenie wartości dla klienta musi koncentrować się na trzech kwestiach<sup>17</sup>:

- klient wybiera dostawcę, który w jego odczuciu oferuje mu największą wartość;
- klienta nie motywuje sam produkt, ale możliwość zaspokojenia potrzeby;
- bardziej korzystne jest budowanie długookresowych relacji niż koncentrowanie się na pojedynczych transakcjach.

Współczesne kreowanie wartości dla klienta wykracza daleko poza koncepcję tzw. „4P”. Kompleksowe podejście do tworzenia wartości dla klienta obejmuje więc<sup>18</sup>:

- wartość funkcji – dopasowanie produktu do indywidualnych potrzeb i oczekiwań;
- wartość formy – klient uczestniczy w wyborze kształtu, wielkości, stylistyce, wyposażeniu, określa warunki wygody użytkowania produktu;
- wartość czasu – dostępność oferty w czasie wygodnym dla klienta lub kiedy go potrzebuje;
- wartość miejsca – dostarczenie produktów do miejsca odpowiadającego wygodzie zakupu lub gdzie klient go potrzebuje;
- wartość posiadania – różnicowanie sposobów przenoszenia prawa do użytkowania produktu ze sprzedawcy lub producenta na nabywcę;
- wartość komunikacji – dostosowanie informacji o ofercie, warunkach użytkowania produktu, warunków nabywania do indywidualnych potrzeb klienta oraz rozstrzyganie wątpliwości klienta, kiedy je ma;
- wartość edukacji – edukacja klientów w celu lepszego wykorzystania funkcji produktu;
- wartość doświadczenia – doznania klientów w okresach przed nabyciem i w trakcie eksploatacji produktu.

Model wartości dla klienta można zbudować na klasycznej koncepcji struktury produktu autorstwa Th. Lewitta i rozwiniętej przez Ph. Kotlera oraz koncepcji L. de Chernatony'ego i M. McDonalda<sup>19</sup>. Model ten przedstawia cztery poziomy wartości dla klienta, na których rozgrywa się współczesna konkurencja

<sup>16</sup> Ph. Kotler, *Marketing*, Gebethner & Ska, Warszawa 1994, s. 33.

<sup>17</sup> P. Doyle, *Marketing wartości*, Felberg SJA, Warszawa 2003, s. 85.

<sup>18</sup> B. Dobięgała-Korona, T. Doligalski (red.), *Zarządzanie wartością klienta. Pomiar i strategie*, Poltext, Warszawa 2010, s. 26–27.

<sup>19</sup> Por. J. Altkorna (red.), *Podstawy marketingu*, Instytut Marketingu, Kraków 2006, s. 114–118 oraz Ph. Kotler, *op. cit.*, s. 400–401.

między przedsiębiorstwami i ich sieciami. Są to: wartość podstawowa, wartość dodatkowa, wartość poszerzona o obsługę klienta, wartość oparta na relacjach (zob. tab. 2).

Przeprowadzone badania wskazują, że w przypadku wielu produktów i usług aż 80% (według innych danych 70%) wartości postrzeganej przez klienta związane jest z takimi elementami produktu jak usługi, marka czy stworzone przez przedsiębiorstwo relacje z klientami. Z drugiej strony, koszty tworzenia i dostarczania klientom tych dodatkowych korzyści stanowią około 20% (odpowiednio – 30%) kosztów wytwarzania samego produktu<sup>20</sup>.

Tabela 2

Model wartości dla klienta

Poziom wartości dla klienta	Charakterystyka	Narzędzia kreacji wartości
Wartość podstawowa	Określa podstawową korzyść, jaką otrzymuje klient za daną cenę. Konkurencję na tym poziomie wartości spotyka się coraz rzadziej (np. na rynkach dóbr masowych).	Cena produktu.
Wartość dodatkowa	Obejmuje dodatkowe korzyści dla klienta wynikające z dodatkowych funkcji produktu. Konkurencja na tym poziomie wartości jest obecnie spotykana najczęściej. W konkurowaniu coraz mniejszą rolę odgrywa cena, a firmy starają się dostosować oferowaną wartość do zróżnicowanych potrzeb i oczekiwań klientów	Opcje funkcji do wyboru przez klienta, wzornictwo, opakowanie, produkty i usługi komplementarne, warunki gwarancji, warunki płatności itp.
Wartość poszerzona o obsługę klienta	Obejmuje wartość podstawową i dodatkową poszerzoną o obsługę klienta. Usługi te towarzyszą produktowi w całym jego cyklu życia u klienta, będąc źródłem dodatkowych korzyści, ale i kosztów, które musi ponieść klient, aby z nich skorzystać	Usługi poprzedzające sprzedaż, towarzyszące sprzedaży i następujące po sprzedaży np. projektowanie, doradztwo, dostawa, serwis
Wartość oparta na relacjach	Jest to poziom wartości, w którym pojawiają się korzyści i koszty związane z relacjami, które wiążą klienta z przedsiębiorstwem, pośrednikami w kanałach dystrybucji oraz z innymi klientami.	Marka produktu, wizerunek i reputacja firmy, relacje klienta z firmą, wizerunek i reputacja kanałów dystrybucji, relacje klienta z kanałami dystrybucji, relacje między samymi klientami.

Źródło: opracowanie własne na podstawie M. Szymura-Tyc, *Marketing we współczesnych procesach tworzenia wartości dla klienta i przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo AE Katowice, Katowice 2006, s. 80–83.

Wyróżnienie czterech poziomów wartości dla klienta pozwala na ukierunkowanie aktywności przedsiębiorstwa na te obszary, które dotyczą kreowania wartości na poziomie wartości dodatkowej poszerzonej o obsługę klienta i rela-

<sup>20</sup> Zob. L. de Chernatony, M. McDonald, *Creating Powerful Brands*, Batterworth Heineman, Oxford 1994, s. 5.

cje wiążące klienta z przedsiębiorstwem i jego partnerami. W konsekwencji pozawala to skuteczniej budować przewagę konkurencyjną przedsiębiorstwa na danym rynku.

We współczesnej gospodarce mamy do czynienia z sytuacją, w której relacje między przedsiębiorstwami przybierają postać od klasycznie rozumianej konkurencji po szeroko zakrojoną współpracę. Granice przedsiębiorstw nie są wyraźnie określone, gdyż przepływ informacji w czasie rzeczywistym rozmywa ich ramy organizacyjne. Uważa się, że wartość dla klienta tworzona przez sieć przedsiębiorstw powstaje dzięki stworzeniu dostępu do informacji, rynku i technologii, możliwości podziału ryzyka oraz efektywności skali i zakresu działania, dzielenia się wiedzą, większej efektywności transakcji, uczestnictwa klientów w kształtowaniu wartości.

## 6. PODSUMOWANIE

Współczesny biznes skupia się na planowaniu, tworzeniu i pielęgnowaniu relacji z klientami i partnerami biznesowymi. Coraz mniej uwagi przywiązuje się do jednorazowej transakcji, a znaczenia nabiera budowanie partnerskich relacji. One bowiem pozwalają na zaspokojenie potrzeb wymagających klientów, a także na obniżenie kosztów, zwiększenie efektywności wykorzystania zasobów, obniżenie ryzyka, czy też uzyskanie dostępu do nowych technologii. To wszystko warunkuje kreację wartości współczesnych firm w turbulentnym i wymagającym otoczeniu.

Nowoczesne przedsiębiorstwo (sieć) powinno budować własną, niepowtarzalną mapę wartości dla klientów, obejmującą zbiór i kolejność priorytetów, ponieważ klienci oczekują indywidualnej obsługi. Wartości dla klienta mogą być poszerzane, doskonalone i różnicowane w ofertach dla grup oraz indywidualnych klientów. Przedsiębiorstwo (sieć przedsiębiorstw) powinno kreować taki zestaw wartości, aby zaspokoić potrzeby swoich klientów, a tym samym wyróżnić się na tle konkurentów.

## BIBLIOGRAFIA

- Altkorna J. (red), *Podstawy marketingu*, Instytut Marketingu, Kraków 2006.
- Bengtsson M., Kock S., *Coopetition in Business Networks – to Cooperate and Compete Simultaneously*, „Industrial Marketing Management” 2000, Vol.14, No. 3.
- Błażlak R., *Struktury sieciowe a innowacyjność przedsiębiorstw*, [w:] K. Owczarek (red.), *Klasy w gospodarce regionu*, Monografie Politechniki Łódzkiej, Łódź 2010.
- Brilman J., *Nowoczesne koncepcje i metody zarządzania*, PWE, Warszawa 2002.
- Brzeziński M., *Organizacja i sterowanie produkcją*, Placet, Warszawa 2002.

- de Chernatony L., McDonald M., *Creating Powerful Brands*, Batterworth Heineman, Oxford 1994.
- Dobiegała-Korona B., Doligalski T. (red.), *Zarządzanie wartością klienta. Pomiar i strategię*, Poltext, Warszawa 2010.
- Dobiegała-Korona B., Herman A. (red.), *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2006.
- Dobiegała-Korona B., *Wartość klienta czy wartość dla klienta?*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie”, październik 2006, nr 1.
- Doyle P., *Marketing wartości*, Felberg SJA, Warszawa 2003.
- Drucker P. F., *Myśli przewodnie Druckera*, MTBiznes, Warszawa 2002.
- Głuszek E., *Zarządzanie zasobami niematerialnymi przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo AE we Wrocławiu, Wrocław 2004.
- Górlaczyk A., *Leif Edvinsson na konferencji Skandii*, <http://ceo.cxo.pl/news/39471/Leif.Edvinsson.na.konferencji.Skandii.html>
- Górzyński M., Pander W., Koć P., *Tworzenie związków kooperacyjnych między MSP oraz MSP i instytucjami otoczenia biznesowego*, PARP, Warszawa 2006.
- Hill C. W. L., Jones T. M., *Stakeholder – Agency Theory*, „Journal of Management Studium” 1992, Vol. 2.
- Hofman-Bang P., Martin H., *IC Rating na tle innych metod oceny kapitału intelektualnego*, <http://www.e-mentor.edu.pl/artukul/index/numer/11/id/193>
- Jerzemska M., *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002.
- Kardas J. S., *Budowanie relacji w zarządzaniu zasobami ludzkimi*, Wydawnictwo Studia Emka, Warszawa 2009.
- Kotler Ph., *Marketing*, Gebethner & Ska, Warszawa 1994.
- Niemczyk J., *Wyróżniki, budowa i zachowania strategiczne układów outsourcingowych*, AE, Wrocław 2006.
- Nowak D., *Zarządzanie międzyorganizacyjnymi relacjami kooperacyjnymi w przedsiębiorstwach przemysłowych*, Wydawnictwo UE w Poznaniu, Poznań 2012.
- Prahalad C. K., Ramaswamy V., *Przyszłość konkurencji*, PWE, Warszawa 2005.
- Szablewski A., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie”, październik 2006, nr 1.
- Szymura-Tyc M., *Marketing we współczesnych procesach tworzenia wartości dla klienta i przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo AE Katowice, Katowice 2006.
- Woźniak-Sobczak B. (red.), *Instrumenty zarządzania przedsiębiorstwem przez finanse*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2010.

Anna Kwiecień,  
Katarzyna Żak

#### **BUILDING RELATIONSHIPS THE NETWORK STRUCTURES IN THE PROCESS OF CREATING VALUE CUSTOMER AND COMPANY**

The modern business is focused on planning, developing and nurturing relationships with clients and business partners. Less and less attention is paid to a single transaction, and the most importance is a building of partnerships. Because they allow you to meet the needs of demanding customers, as well as to reduce costs, increase resource efficiency, reduce risk, or to gain access to new technologies. It all determines the creation of today's businesses in turbulent and challenging environment.

Modern enterprise /network/ should build their own unique map value for customers, including the collection and the order of priority, because customers expect personalized service. Customer value can be expanded, improved and differentiated in offers for groups and individual clients. Company /business network/ should create a set of values to meet the needs of its customers, and thus stand out from competitors.

**Key words:** relations, network structures, client, customer value, value based management.





## ZADŁUŻENIE SPÓLEK ODPLATNIE KORZYSTAJĄCYCH Z PRZEDSIĘBIORSTW PAŃSTWOWYCH

### 1. WSTĘP

Zasadniczym celem artykułu jest przedstawienie wyników diagnozy stopnia zadłużenia spółek odpłatnie korzystających z przedsiębiorstw państwowych.

Funkcjonowanie i rozwój spółek odpłatnie korzystających z przedsiębiorstw państwowych w ramach prywatyzacji bezpośredniej ze względu na ich pracowniczy charakter<sup>1</sup> i skalę powstawania<sup>2</sup> jest istotne dla realizacji nie tylko ekonomicznych, ale również społecznych celów procesu przekształceń własnościowych. Preferencyjne warunki kapitałowe tworzenia tych podmiotów<sup>3</sup>, przy ograniczonych zasobach finansowych pracowników<sup>4</sup> prywatyzowanych bezpośrednio przedsiębiorstw państwowych, wydaje się uzasadnione, choć decydują

---

\* Mgr, Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 90–214, ul. Rewolucji 1905 r. nr 41.

<sup>1</sup> Udział kapitałowy pracowników w spółce odpłatnie korzystającej z przedsiębiorstwa państwowego może wynieść 100%, przez co tę ścieżkę prywatyzacji bezpośredniej uznaje się za najbardziej pracowniczo zorientowaną metodę przekształceń własnościowych. – por. *Ustawa z dnia 30 sierpnia 1996 roku o komercjalizacji i prywatyzacji*, DzU 2002, nr 171, poz. 1397, z późn. zm., art. 51 ust. 1 pkt 4, ust 2; B. Błażczyk, *Zjawisko wtórnej prywatyzacji – zmiany struktury własnościowej przedsiębiorstw państwowych*, [w:] M. Bałtowski (red.), *Przedsiębiorstwa sprywatyzowane w gospodarce polskiej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 193.

<sup>2</sup> W latach 1990–2011 powstało 1530 spółek odpłatnie korzystających z przedsiębiorstw państwowych (spółki pracownicze). – zob. *Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych w 2011 r.*, GUS, Warszawa 2012, s. 16, 42.

<sup>3</sup> Zob. *Ustawa z dnia 30 sierpnia 1996 roku o komercjalizacji i prywatyzacji*, op. cit., art. 51 ust. 1 pkt 3.

<sup>4</sup> Zob. J. Gajdka, *Formy przekształceń własnościowych*, [w:] *Organizacyjne aspekty przekształceń własnościowych przedsiębiorstw państwowych*, Materiały konferencyjne, Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierowania Oddział w Łodzi, Łódź 1990, s. 16; S. T. Surdykowska, *Prywatyzacja*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1996, s. 40.

o ich niskiej aktywności inwestycyjnej<sup>5</sup>. Co więcej, negatywny wpływ na zaangażowanie inwestycyjne spółek odpłatnie korzystających z przedsiębiorstw państwowych wywiera zobowiązanie wobec Skarbu Państwa<sup>6</sup>, które pomimo zaliczania opłat dodatkowych do kosztów finansowych i spłaty rat kapitałowych z bieżących dochodów<sup>7</sup> jest dla nich nadmiernym obciążeniem<sup>8</sup>.

Operacjonalizując cel pracy sformułowano główną hipotezę badawczą stanowiącą, iż poziom zadłużenia spółek odpłatnie korzystających z przedsiębiorstw państwowych jest nadal nadmierny, choć wykazuje tendencję malejącą. Weryfikacja postawionej hipotezy badawczej została przeprowadzona wśród spółek odpłatnie korzystających z przedsiębiorstw państwowych z województwa mazowieckiego, które zawarły umowę ze Skarbem Państwa w latach 2000–2005. Analiza bazowała na danych ze sprawozdań finansowych tych podmiotów za okres od roku następującego po momencie prywatyzacji do roku 2010.

## 2. WARUNKI ODDANIA PRZEDSIĘBIORSTW PAŃSTWOWYCH DO ODPLATNEGO KORZYSTANIA

Oddanie przedsiębiorstwa państwowego do odpłatnego korzystania jest jedną z trzech ścieżek prywatyzacji bezpośredniej. Prywatyzacji bezpośredniej przez oddanie przedsiębiorstwa państwowego do odpłatnego korzystania<sup>9</sup> mogą podlegać podmioty, które łącznie spełniają dwie przesłanki<sup>10</sup>:

<sup>5</sup> Zob. M. Jarosz, M. Kozak, *Ekonomiczna i społeczna kondycja spółek pracowniczych w latach 1991–1994. Konkluzje*, [w:] M. Jarosz (red.), *Blaski i cienie spółek pracowniczych 1991–1994*, Instytut Studiów Politycznych Polskiej Akademii Nauk, Warszawa 1995, s. 118, 120, 122.

<sup>6</sup> Por. E. Bojar, M. Sosińska-Wit, Z. Żminda, *Leasing pracowniczy a restrukturyzacja przedsiębiorstw*, Politechnika Lubelska, Lublin 2003, s. 95, 110–111; E. Wrońska, *Strategie finansowe spółek pracowniczych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2004, s. 130, 134–135.

<sup>7</sup> Por. P. Kozarzewski, *Prywatyzacja bezpośrednia: stan prawny*, [w:] M. Jarosz (red.), *Prywatyzacja bezpośrednia. Inwestorzy. Menedżerowie. Pracownicy*, Instytut Studiów Politycznych Polskiej Akademii Nauk, Warszawa 1998, s. 25; H. Sobolewski, *Determinanty i procedury przekształceń własnościowych. Dwie dekady prywatyzacji*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2011, s. 95.

<sup>8</sup> Por. W. Karpińska-Mizielińska, T. Sumga, *Zmiany stosunków własnościowych w procesie tworzenia strategii gospodarczych*, Instytut Rozwoju i Studiów Strategicznych, Warszawa 1994, s. 18; W. Karpińska-Mizielińska, T. Sumga, *Zmiany relacji własnościowych i ich wpływ na poprawę efektywności gospodarowania w długim okresie*, Instytut Rozwoju i Studiów Strategicznych, Warszawa 1997, s. 117–118.

<sup>9</sup> Przesłanki, które powinno spełnić przedsiębiorstwo państwowe do dnia 15.01.2003 r., dotyczyły wszystkich ścieżek prywatyzacji bezpośredniej. – zob. *Ustawa z dnia 5 grudnia 2002 roku o zmianie ustawy o zasadach wykonywania uprawnień przysługujących Skarbowi Państwa, ustawy o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych oraz niektórych innych ustaw*, DzU 2002, nr 240, poz. 2055 z późn. zm., art. 2 pkt 14, art. 25.

<sup>10</sup> Zob. *Ustawa z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji*, op. cit., art. 39 ust. 2.

– wartość sprzedanych towarów i usług w roku poprzedzającym rok wydania zarządzenia o prywatyzacji bezpośredniej nie jest wyższa od równowartości w złotych kwoty 6 mln euro,

– wysokość funduszy własnych w dniu 31 grudnia roku poprzedzającego rok wydania zarządzenia o prywatyzacji bezpośredniej nie jest wyższa od równowartości w złotych kwoty 2 mln euro<sup>11</sup>.

Oddanie przedsiębiorstwa państwowego do odpłatnego korzystania może nastąpić na rzecz spółki, jeżeli łącznie spełnione zostaną cztery warunki<sup>12</sup>:

– do spółki przystąpiła ponad połowa ogólnej liczby pracowników przedsiębiorstwa,

– akcjonariuszami są wyłącznie osoby fizyczne,

– opłacony kapitał zakładowy spółki nie jest mniejszy niż 20% wysokości funduszu założycielskiego i funduszu przedsiębiorstwa w dniu, na który został sporządzony bilans za rok obrotowy poprzedzający rok wydania zarządzenia o prywatyzacji bezpośredniej,

– co najmniej 20% akcji zostało objętych przez osoby niezatrudnione w prywatyzowanym przedsiębiorstwie<sup>13</sup>.

Oddanie przedsiębiorstwa państwowego do odpłatnego korzystania następuje w drodze umowy zawartej między Skarbem Państwa a przejmującym na okres nieprzekraczający 15 lat<sup>14</sup>. W umowie strony mogą postanowić, że<sup>15</sup>:

– po upływie okresu, na który została zawarta umowa i spełnieniu warunków w niej określonych zostanie przeniesione na przejmującego prawo własności przedsiębiorstwa<sup>16</sup>,

– po upływie okresu, na który została zawarta umowa przejmujący ma prawo nabycia przedsiębiorstwa, przy czym ustalenie ceny następuje po zakończeniu okresu jej obowiązywania,

<sup>11</sup> Równowartość w złotych kwoty euro obliczana jest według kursu kupna ogłaszanego przez Narodowy Bank Polski na dzień 31 grudnia roku poprzedzającego rok wydania zarządzenia o prywatyzacji bezpośredniej.

<sup>12</sup> Zob. *Ustawa z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji*, op. cit., art. 51 ust. 1.

<sup>13</sup> Minister właściwy do spraw Skarbu Państwa może wyrazić zgodę na oddanie przedsiębiorstwa do odpłatnego korzystania na rzecz spółki niespełniającej warunku dotyczącego objęcia co najmniej 20% akcji przez osoby w nim niezatrudnione. – zob. *Ustawa z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji*, op. cit., art. 51 ust. 2.

<sup>14</sup> Do dnia 15.01.2003 r. umowa między Skarbem Państwa a przejmującym była zawierana na okres nieprzekraczający 10 lat. – zob. *Ustawa z dnia 5 grudnia 2002 roku o zmianie ustawy o zasadach wykonywania uprawnień przysługujących Skarbowi Państwa, ustawy o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych oraz niektórych innych ustaw*, op. cit., art. 2 pkt 15.

<sup>15</sup> Zob. *Ustawa z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji*, op. cit., art. 52 ust. 2.

<sup>16</sup> Strony umowy mogą postanowić, że własność przedsiębiorstwa może być przeniesiona przed upływem okresu, na który umowa została zawarta, zaś pozostała część należności zostanie zapłacona w ratach. Stopa procentowania niespłaconej części należności nie może być niższa od wskaźnika wzrostu cen dóbr inwestycyjnych ogłaszanego co kwartał przez Prezesa Głównego Urzędu Statystycznego. – zob. *Ustawa z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji*, op. cit., art. 52 ust. 3, 4.

– po upływie 2 lat od dnia zawarcia umowy akcje spółki w podwyższonym kapitale zakładowym mogą objąć osoby prawne.

Podstawę ustalania należności<sup>17</sup> za korzystanie z przedsiębiorstwa państwowego stanowi określona w umowie jego wartość<sup>18</sup>. W umowach, w których przewiduje się przeniesienie na przejmującego prawa własności przedsiębiorstwa<sup>19</sup>, należność za korzystanie z niego nie może być niższa<sup>20</sup> od sumy<sup>21</sup>:

– rat kapitałowych – iloraz wartości przedsiębiorstwa i liczby kwartałów, na jaką zawarto umowę<sup>22</sup>,

– odpłat dodatkowych – iloczyn wartości przedsiębiorstwa pomniejszonej o zapłacone raty kapitałowe i ustalonego w umowie oprocentowania<sup>23</sup>.

Rata należności obliczana jest zatem według następującego wzoru:

$$RN = RK + OD = \frac{WP}{LK} + \frac{(WP - ZRK)}{4} \times SP$$

gdzie:

*RN* – rata należności,

*RK* – rata kapitałowa,

*OD* – opłata dodatkowa,

*WP* – wartość przedsiębiorstwa,

*LK* – liczba kwartałów,

*ZRK* – zapłacone raty kapitałowe,

*SP* – stopa procentowa.

<sup>17</sup> W przepisach prawa regulujących oddanie przedsiębiorstwa państwowego do odpłatnego korzystania mowa jest o „należności”, choć dla przejmującego jest to „zobowiązanie”. Wynika to z faktu, iż ustawodawca rozpatruje zagadnienie z punktu widzenia Skarbu Państwa, a nie przejmującego przedsiębiorstwo państwowe do odpłatnego korzystania.

<sup>18</sup> Zob. *Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 14 grudnia 2004 r. w sprawie warunków spłaty należności za korzystanie z przedsiębiorstwa*, DzU 2004, nr 269, poz. 2667, §3.

<sup>19</sup> W umowach nieprzewidujących przeniesienia na przejmującego prawa własności przedsiębiorstwa należność za korzystanie z niego obejmuje wyłącznie opłaty dodatkowe. – zob. *Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 14 grudnia 2004 r. w sprawie warunków spłaty należności za korzystanie z przedsiębiorstwa*, *op. cit.*, §5.

<sup>20</sup> W ramach pomocy publicznej udzielanej w procesach prywatyzacji istnieje możliwość zwolnienia z części opłat dodatkowych przypadających do zapłaty na podstawie umowy oraz zmian jej postanowień poprzez odroczenie terminu spłaty rat kapitałowych i opłat dodatkowych, których termin płatności jeszcze nie upłynął lub rozłożenie na raty tych, których termin płatności już upłynął. – zob. *Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 25 kwietnia 2006 r. w sprawie pomocy publicznej udzielanej w procesach prywatyzacji*, DzU 2006, nr 84, poz. 580.

<sup>21</sup> Zob. *Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 14 grudnia 2004 r. w sprawie warunków spłaty należności za korzystanie z przedsiębiorstwa*, *op. cit.*, §4 ust. 1.

<sup>22</sup> Zob. *ibidem*, § 4 ust. 2.

<sup>23</sup> Zob. *ibidem*, § 4 ust. 3.

Stopa oprocentowania niespłaconej części wartości przedsiębiorstwa<sup>24</sup> nie może być mniejsza niż<sup>25</sup> stopa referencyjna<sup>26</sup> ustalana okresowo przez Komisję Europejską dla Polski. Od dnia 01.07.2008 r. Komisja Europejska nie ogłasza jednak stopy referencyjnej, lecz stopę bazową, którą dla otrzymania stopy referencyjnej należy powiększyć o odpowiednią marżę<sup>27</sup>. Wysokość marży zależy od ratingu danego przedsiębiorstwa oraz od oferowanego poziomu zabezpieczeń<sup>28</sup> (zob. tab. 1).

Tabela 1

Wysokość marży w punktach bazowych

Wyszczególnienie		Poziom zabezpieczeń		
		wysoki	standardowy	niski
Kategoria ratingu	wysoki	60	75	100
	dobry	75	100	220
	zadawalający	100	220	400
	niski	220	400	650
	zły	400	650	1000

Źródło: Komunikat Komisji w sprawie zmiany metody ustalania stóp referencyjnych i dyskontowych, DzU C 14/02 z 19.1.2008, s. 8.

<sup>24</sup> Przed przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej stopa oprocentowania niespłaconej części wartości przedsiębiorstwa stanowiła ½ aktualnej stopy oprocentowania kredytu lombardowego ustalonej przez Prezesa Narodowego Banku Polskiego. – zob. *Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 16 października 1997 r. w sprawie szczegółowych zasad ustalania należności za korzystanie z przedsiębiorstwa, sposobu zabezpieczenia nie spłaconej części należności oraz warunków oprocentowania nie spłaconej należności*, DzU 1997, nr 130, poz. 855, §3 ust. 1 pkt 2.

<sup>25</sup> Przyjęcie stopy oprocentowania niespłaconej części wartości przedsiębiorstwa mniejszej niż stopa referencyjna Komisji Europejskiej, która odzwierciedla stopę rynkową mogłoby zostać uznane za nieuzasadnioną pomoc publiczną. – por. [http://www.bip.msp.gov.pl/porta1/bip/58/2359/Pomoc\\_bezgotowkowa\\_udzielana\\_przez\\_Ministra\\_Skarbu\\_Panstwa\\_w\\_procesach\\_prywatyzacji.html](http://www.bip.msp.gov.pl/porta1/bip/58/2359/Pomoc_bezgotowkowa_udzielana_przez_Ministra_Skarbu_Panstwa_w_procesach_prywatyzacji.html); *Odpowiedź ministra skarbu państwa – z upoważnienia prezesa Rady Ministrów – na interpelację nr 9855 w sprawie pogorszenia warunków prywatyzacji w trybie art. 39 ust. 1 pkt 3 ustawy o komercjalizacji i prywatyzacji, wprowadzonych § 2 pkt 3 rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 14 grudnia 2004 r. dotyczącego warunków spłaty należności za korzystanie z przedsiębiorstwa* – <http://orka2.sejm.gov.pl/IZ4.nsf>.

<sup>26</sup> Zob. *Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 14 grudnia 2004 r. w sprawie warunków spłaty należności za korzystanie z przedsiębiorstwa*, op. cit., § 7 ust. 1.

<sup>27</sup> Por. *Komunikat Komisji w sprawie zmiany metody ustalania stóp referencyjnych i dyskontowych*, DzU C 14/02 z 19.1.2008, s. 8; *Zawiadomienie Komisji w sprawie bieżących stóp procentowych od zwracanej pomocy publicznej oraz stóp referencyjnych/dyskontowych obowiązujących 27 państw członkowskich od dnia 1 lipca 2008 r.*, DzU C 166/02 z 1.7.2008, s. 2; *Obwieszczenie Komisji w sprawie metody określania stóp referencyjnych i dyskontowych*, DzU C 273/03 z 9.9.1997, s. 3; *Obwieszczenie Komisji w sprawie bieżących stóp procentowych od zwracanej pomocy publicznej i stóp referencyjnych/dyskontowych dla 27 państw członkowskich obowiązujących od dnia 1 stycznia 2007 r.*, DzU C 134/05 z 31.5.2008, s. 13.

<sup>28</sup> Nowa metoda wyznaczania stopy referencyjnej poprzez dodanie do stopy bazowej Komisji Europejskiej właściwej dla danego przedsiębiorstwa marży odzwierciedla sposób ustalania w warunkach rynkowych stopy oprocentowania kredytu bankowego. – zob. *Dodatkowe wyjaśnienia dotyczące nowej metody ustalania stóp referencyjnych i dyskontowych*, s. 1–2 – [http://www.uokik.gov.pl/pl/pomoc\\_publiczna/wyjasnienia/](http://www.uokik.gov.pl/pl/pomoc_publiczna/wyjasnienia/).

Na dzień 01.01.2013 r. stopa bazowa Komisji Europejskiej<sup>29</sup> była równa 4,80%<sup>30</sup>, przez co minimalna wartość stopy referencyjnej wynosiła 5,40%, a maksymalna 14,80%.

### 3. STOPIEŃ ZADŁUŻENIA W SPÓŁKACH ODPLATNIE KORZYSTAJĄCYCH Z PRZEDSIĘBIORSTW PAŃSTWOWYCH

#### 3.1. Okres i próba badawcza oraz metodyka badań empirycznych

Badania empiryczne nad poziomem zadłużenia spółek odpłatnie korzystających z przedsiębiorstw państwowych zostały przeprowadzone wśród podmiotów, które zawarły umowę ze Skarbem Państwa w latach 2000–2007. Określenie takiego okresu dla zawieranych ze Skarbem Państwa umów wynikało z następujących kwestii:

- dotychczas przeprowadzone badania empiryczne dotyczące spółek odpłatnie korzystających z przedsiębiorstw państwowych nie obejmowały okresu po roku 2000<sup>31</sup>;
- badania empiryczne nad poziomem zadłużenia spółek odpłatnie korzystających z przedsiębiorstw państwowych powinny obejmować okres nie krótszy niż 3 lata od momentu zawarcia umowy ze Skarbem Państwa<sup>32</sup>.

Analizy poziomu zadłużenia dokonano w spółkach odpłatnie korzystających z przedsiębiorstw państwowych z województwa mazowieckiego, ponieważ w latach 2000–2007 w województwie tym zostało zawartych najwięcej umów ze Skarbem Państwa<sup>33</sup>. Zaznaczyć należy, iż w latach 2006–2007 na terenie województwa mazowieckiego nie zawarto żadnej umowy ze Skarbem Państwa o oddanie przedsiębiorstwa państwowego do odpłatnego korzystania. Z 29 podmiotów z województwa mazowieckiego, które zawarły umowę ze Skarbem Państwa w latach 2000–2005 wykluczono spółki odpłatnie korzystające z przedsiębiorstw państwowych:

- będące w stanie likwidacji (1 podmiot),
- znajdujące się w stanie upadłości (1 podmiot),

<sup>29</sup> Stopa lombardowa na dzień 01.01.2013 r. była równa 5,75% – zob. [http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/dzienne/stopy\\_archiwum.htm](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/dzienne/stopy_archiwum.htm).

<sup>30</sup> Zob. [http://www.uokik.gov.pl/stopa\\_referencyjna\\_i\\_archiwum.php](http://www.uokik.gov.pl/stopa_referencyjna_i_archiwum.php).

<sup>31</sup> Zob. P. Kozarzewski, R. Woodward, *Secondary privatization in Poland (Part I): Evolution of ownership structure and company performance in firms privatized by employee buy-outs*, Raporty Case No. 47, Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Warszawa 2001.

<sup>32</sup> W przypadku spółki odpłatnie korzystającej z przedsiębiorstwa państwowego, która zawarła umowę ze Skarbem Państwa w roku 2007 analizie zostaną poddane sprawozdania finansowe za lata 2008–2010.

<sup>33</sup> Por. *Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych w 1999 r.*, GUS, Warszawa 2000, s. 54, tablica 16; *Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych w 2007 r.*, GUS, Warszawa 2008, s. 49, tablica 8.

– powstałe przed wejściem w życie nowej ustawy prywatyzacyjnej<sup>34</sup> (3 podmioty),

– poddane przekształceniom prawno-organizacyjnym (3 podmioty).

Ostatecznie do próby badawczej zakwalifikowano 21 spółek odpłatnie korzystających z przedsiębiorstw państwowych z terenu województwa mazowieckiego, które zawarły umowy ze Skarbem Państwa w latach 2000–2005. Większość z tych podmiotów stanowiły (zob. tab. 2):

– spółki z ograniczoną odpowiedzialnością (15 podmiotów),

– przedsiębiorstwa zatrudniające od 51 do 250 pracowników<sup>35</sup> (11 podmiotów),

– jednostki prowadzące działalność gospodarczą w sektorze: budownictwo (6 podmiotów), transport i gospodarka magazynowa (5 podmiotów) oraz działalność profesjonalna, naukowa i techniczna (5 podmiotów);

– spółki odpłatnie korzystające z przedsiębiorstw państwowych na warunkach obowiązujących przed przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej<sup>36</sup> (19 podmiotów).

Analiza poziomu zadłużenia spółek odpłatnie korzystających z przedsiębiorstw państwowych została przeprowadzona w oparciu o dane ze sprawozdań finansowych tych podmiotów za okres od roku następującego po momencie prywatyzacji ( $t = 0$ ) do roku 2010. Za moment prywatyzacji przyjmuje się dzień zawarcia umowy ze Skarbem Państwa, która jest podstawą wystąpienia z wnioskiem o wykreślenie z rejestru przedsiębiorców oddanego do odpłatnego korzystania przedsiębiorstwa państwowego<sup>37</sup>.

Biorąc pod uwagę, iż rok 2005 jest ostatnim, w którym zawarto umowę ze Skarbem Państwa w województwie mazowieckim, to w okresie obejmującym 5 kolejnych lat następujących po momencie prywatyzacji próbę badawczą stanowiło 21 spółek odpłatnie korzystających z przedsiębiorstw państwowych. W okresie od 6 do 9 roku liczebność próby badawczej z roku na rok zmniejszała się o 1. W 10 roku następującym po momencie prywatyzacji ocenę zadłużenia w spółkach odpłatnie korzystających z przedsiębiorstw państwowych przeprowadzono w 5 podmiotach (zob. tab. 3).

<sup>34</sup> Ustawa z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych (DzU 2002 r., nr 171, poz. 1397) uchyliła wcześniej obowiązującą w tym zakresie ustawę z dniem 08.01.1997 r.

<sup>35</sup> Zgodnie z klasyfikacją Komisji Europejskiej przedsiębiorstwa małe zatrudniają do 50 pracowników, średnie od 51 do 250, zaś duże powyżej 250. – zob. [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/files/sme\\_definition/sme\\_user\\_guide\\_pl.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/files/sme_definition/sme_user_guide_pl.pdf), s. 14.

<sup>36</sup> Stopa oprocentowania niespłaconej części wartości przedsiębiorstwa stanowi ½ stopy lombardowej. – zob. przypis 25.

<sup>37</sup> Zob. Ustawa z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych, *op. cit.*, art. 43 ust. 2.



Tabela 2

Spółki odpłatnie korzystające z przedsiębiorstw państwowych według formy prawnego-organizacyjnej, wielkości zatrudnienia, sekcji PKD i roku zawarcia umowy ze Skarbem Państwa

Nazwa przedsiębiorstwa	Zatrudnienie	Sekcja PKD	Rok zawarcia umowy ze SP
<i>PRD Sp. z o.o. Zaskórski i Wspólnicy w Przysusze</i>	małe	Budownictwo	2000
<i>PRD Sp. z o.o. w Zwoleniu</i>	średnie	Budownictwo	2000
<i>PRD Sp. z o.o. w Grójcu</i>	średnie	Budownictwo	2000
<i>PRDI S.A. w Mławie</i>	średnie	Budownictwo	2000
<i>WCMB Sp. z o.o.</i>	małe	Handel hurtowy i detaliczny	2000
<i>Elektroprojekty SA w Warszawie</i>	duże	Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna	2001
<i>PKS Sp. z o.o. w Grójcu</i>	duże	Transport i gospodarka magazynowa	2001
<i>Morspol SA w Warszawie</i>	średnie	Transport i gospodarka magazynowa	2001
<i>PRD-M Sp. z o.o. w Płońsku</i>	średnie	Budownictwo	2001
<i>ZTE RADOM Sp. z o.o.</i>	duże	Transport i gospodarka magazynowa	2001
<i>BSiPB MSW Sp. z o.o. w Warszawie</i>	małe	Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna	2001
<i>PKS Sp. z o.o. w Grodzisku Mazowieckim</i>	duże	Transport i gospodarka magazynowa	2001
<i>Tarczyn Sp. z o.o.</i>	małe	Przetwórstwo przemysłowe	2001
<i>Ostrada Sp. z o.o. w Ostrołęce</i>	średnie	Budownictwo	2001
<i>Elmet Sp. z o.o. w Warszawie</i>	średnie	Handel hurtowy i detaliczny	2001
<i>ZTISZE Sp. z o.o. w Warszawie</i>	średnie	Transport i gospodarka magazynowa	2001
<i>Geokart Sp. z o.o. w Warszawie</i>	średnie	Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna	2002
<i>Polmos SA w Warszawie</i>	średnie	Przetwórstwo przemysłowe	2003
<i>Polspor Sp. z o.o. w Górze Kalwarii</i>	średnie	Przetwórstwo przemysłowe	2004
<i>Biprodzew SA w Warszawie</i>	małe	Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna	2005
<i>Bipromel Sp. z o.o. w Warszawie</i>	małe	Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna	2005

Źródło: opracowanie własne na podstawie: baza danych Info Veriti.

Tabela 3

Spółki odpłatnie korzystające z przedsiębiorstw państwowych, które zawarły umowę ze Skarbem Państwa w latach 2000–2005

Liczba podmiotów	2000	2001	2002	2003	2004	2005
W danym roku	5	11	1	1	1	2
Narastająco	5	16	17	18	19	21

Źródło: opracowanie własne na podstawie: tab. 2

Wśród spółek odpłatnie korzystających z przedsiębiorstw państwowych, które zawarły umowę ze Skarbem Państwa w roku 2000 analiza poziomu zadłużenia bazowała na danych ze sprawozdań finansowych za lata 2001–2010.

### 3.2. Wyniki badań empirycznych nad stopniem zadłużenia spółek odpłatnie korzystających z przedsiębiorstw państwowych

Analiza stopnia zadłużenia została przeprowadzona na podstawie oceny następujących jego mierników (zob. tab. 4):

- wskaźnika ogólnego zadłużenia,
- wskaźnika zadłużenia kapitału własnego,
- wskaźnika zadłużenia długoterminowego.

Tabela 4

Wskaźniki poziomu zadłużenia<sup>38</sup>

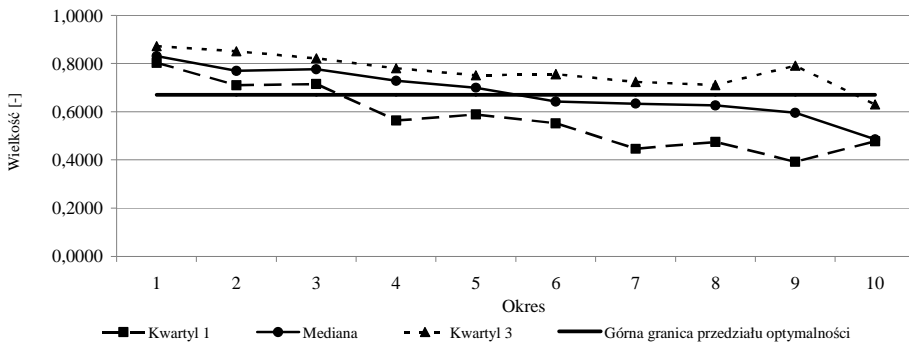
Wskaźnik	Formuła	Wielkość optymalna
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	$\frac{\text{Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania}}{\text{Aktywa ogółem}}$	(0,57;0,67)
Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego	$\frac{\text{Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania}}{\text{Kapitał własny}}$	< 3
Wskaźnik zadłużenia długoterminowego	$\frac{\text{Zobowiązania długoterminowe}}{\text{Kapitał własny}}$	(0,5;1,0)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: M. Sierpińska, *Wskaźnikowa ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa*, [w:] M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 166–168.

<sup>38</sup> Por. L. Bednarski, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2007, s. 82–86; R. A. Brealey, S. C. Myers, A. J. Marcus, *Fundamentals of Corporate Finance*, McGraw-Hill, USA 2001, s. 154; A. Damodaran, *Investment Valuation*, John Wiley&Sons, Inc., New York 2002, Chapter 3, s. 33–34; Z. Dresler, *Analiza finansowa i planowanie finansowe*, [w:] J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 215–216; T. Dudycz, *Analiza finansowa jako narzędzie zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Indygo Zahir Media, Wrocław 2011, s. 143–147; F. J. Fabozzi, P. P. Peterson, *Financial Management and Analysis*, John Wiley&Sons, Inc., New Jersey 2003, s. 585; W. Gabrusewicz, *Podstawy analizy finansowej*, PWE, Warszawa 2005, s. 271–275; M. Jerzemska, *Kształtowanie struktury kapitału przedsiębiorstwa*, [w:] M. Jerzemska (red.), *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2006, s. 157–160; S. A. Ross, R. W. Westerfield, B. D. Jordan, *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999, s. 77–78.

Wielkości wskaźników zadłużenia przekraczające górne granice wskazanych przedziałów optymalności świadczą o nieracjonalnym jego poziomie.

Średnia wartość wskaźnika ogólnego zadłużenia w spółkach odpłatnie korzystających z przedsiębiorstw państwowych w latach następujących po momencie prywatyzacji mieściła się w przedziale od 0,57 do 0,84. Śródkresowe jej wzrosty mogą oznaczać przyrost zobowiązań i rezerw na zobowiązania, które przy zmniejszaniu się zobowiązania wobec Skarbu Państwa mogą wynikać z powstania innych zobowiązań długoterminowych lub zobowiązań krótkoterminowych. Największe odchylenie standardowe od wartości średniej arytmetycznej, wynoszące 1,00 zaobserwowano w okresie  $t = 9$ . Minimalna wielkość wskaźnika ogólnego zadłużenia przekraczająca górną granicę przedziału jego optymalności wystąpiła w pierwszym roku po momencie prywatyzacji, w którym była równa 0,73. Maksymalna wielkość tego wskaźnika pojawiła się w okresie  $t = 9$  w *Biurze Studiów i Projektów Budowlanych Ministerstwa Spraw Wewnętrznych Sp. z o.o.* (zob. tab. 5).



Rys. 1. Wielkość wskaźnika ogólnego zadłużenia w spółkach odpłatnie korzystających z przedsiębiorstw państwowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie: tab. 5.

Wielkość wskaźnika ogólnego zadłużenia większą od górnej granicy przedziału jego optymalności w ciągu pierwszych 3 lat od momentu prywatyzacji wykazywało co najmniej 75% podmiotów, przez kolejne 2 lata co najmniej 50%, zaś w okresie od  $t = 6$  do  $t = 9$  co najmniej 25%. W okresie  $t = 10$  co najmniej 75% podmiotów osiągnęło wskaźnik mniejszy niż 0,67 (zob. rys. 1).

Wartość średnia wskaźnika ogólnego zadłużenia mierzona medianą oprócz okresu  $t = 3$ , w którym wzrosła do poziomu 0,78, systematycznie zmniejszała się. Sukcesywny spadek wielkości tego wskaźnika zanotowano w 2 spółkach odpłatnie korzystających z przedsiębiorstw państwowych. Wzrost wskaźnika ogólnego zadłużenia w pierwszych 2 latach od momentu prywatyzacji miał miejsce w 4 podmiotach, co może być związane z wykorzystaniem możliwości odroczenia opłat dodatkowych, które wówczas powiększają zobowiązanie wobec Skarbu Państwa (zob. tab. 5).

Tabela 5

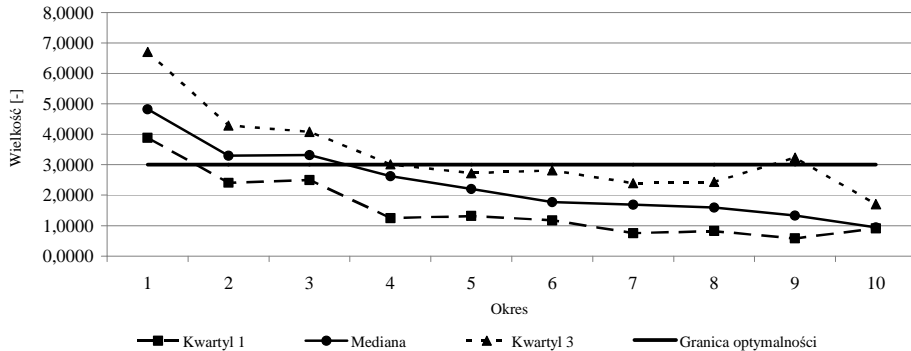
Wskaźnik ogólnego zadłużenia w spółkach odplatnie korzystających z przedsiębiorstw państwowych

Wyszczególnienie	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<i>PRD Sp. z o.o. Zaskórkowski i Wspólnicy w Przysusze</i>	1,21	1,19	0,74	0,34	0,59	0,53	0,39	0,53	0,44	<b>0,48</b>
<i>PRD Sp. z o.o. w Zwoleńcu</i>	0,77	0,64	0,58	0,54	0,42	0,44	0,40	0,36	<b>0,29</b>	0,28
<i>PRI-D Sp. z o.o. w Grójcu</i>	0,85	0,83	0,82	0,78	0,84	0,79	0,76	0,71	0,62	<b>0,63</b>
<i>PRDI S.A. w Mławie</i>	0,82	0,82	0,90	0,72	0,76	0,75	0,69	0,71	0,86	0,98
<i>WCMB Sp. z o.o.</i>	0,90	1,01	1,11	1,13	1,03	0,71	0,50	0,48	0,43	<b>0,49</b>
<i>Elektroprojekt SA w Warszawie</i>	0,81	0,78	0,78	0,73	0,73	0,70	0,71	0,72	0,73	x
<i>PKS Sp. z o.o. w Grójcu</i>	0,84	0,77	0,77	0,76	0,75	0,76	0,73	0,69	0,79	x
<i>Morspol SA w Warszawie</i>	0,73	0,62	0,54	0,35	0,30	0,23	0,08	<b>0,09</b>	0,09	x
<i>PRD-M Sp. z o.o. w Płońsku</i>	0,85	0,74	0,61	0,56	0,54	0,39	0,52	0,48	0,57	x
<i>ZTE RADOM Sp. z o.o.</i>	0,80	0,71	0,60	0,54	0,48	0,58	0,67	0,68	0,62	x
<i>BSPB MSW Sp. z o.o. w Warszawie</i>	0,82	1,06	1,36	2,26	3,49	4,04	2,08	3,66	4,42	x
<i>PKS Sp. z o.o. w Grodzisku Mazowieckim</i>	0,74	0,63	0,78	0,74	0,69	0,88	0,90	0,85	0,83	x
<i>Tarczyń Sp. z o.o.</i>	0,83	0,77	0,78	0,75	0,73	0,87	0,85	0,84	0,80	x
<i>Ostrada Sp. z o.o. w Ostrołęce</i>	0,87	0,78	0,71	0,61	0,61	0,64	0,60	0,60	0,54	x
<i>Elmet Sp. z o.o. w Warszawie</i>	0,76	0,76	0,87	0,80	0,70	0,59	0,43	<b>0,28</b>	0,25	x
<i>ZTISZE Sp. z o.o. w Warszawie</i>	0,88	0,71	0,74	0,38	0,37	0,37	0,30	0,21	0,21	x
<i>Geokart Sp. z o.o. w Warszawie</i>	0,92	0,85	0,82	0,82	0,71	<b>0,64</b>	0,64	0,63	x	x
<i>Polmos SA w Warszawie</i>	0,77	0,76	0,76	0,74	0,73	0,67	0,63	x	x	x
<i>Polspart Sp. z o.o. w Górze Kalwarii</i>	0,87	<b>0,70</b>	0,71	0,64	0,69	0,62	x	x	x	x
<i>Biprodziew SA w Warszawie</i>	0,81	<b>0,96</b>	0,78	0,69	0,68	x	x	x	x	x
<i>Bipromel Sp. z o.o. w Warszawie</i>	0,89	0,86	0,88	0,90	0,90	x	x	x	x	x
Liczba podmiotów	21	21	21	21	21	19	18	17	16	5
Srednia arytmetyczna	0,8442	0,8071	0,7931	0,7511	0,7978	0,7997	0,6596	0,7359	0,7807	0,5706
Odczylenie standardowe	0,1000	0,1447	0,1804	0,3911	0,6402	0,8039	0,4077	0,7839	0,9984	0,2595
Minimum	0,7280	0,6234	0,5395	0,3362	0,2961	0,2319	0,0805	0,0929	0,0858	0,2813
Maksimum	1,2149	1,1898	1,3577	2,2562	3,4890	4,0443	2,0759	3,6608	4,4170	0,9781
Kwartyl I	0,8030	0,7095	0,7149	0,5643	0,5885	0,5523	0,4461	0,4752	0,3924	0,4774
Mediana	0,8312	0,7696	0,7765	0,7290	0,7002	0,6420	0,6340	0,6265	0,5959	0,4855
Kwartyl 3	0,8727	0,8509	0,8218	0,7805	0,7513	0,7559	0,7240	0,7108	0,7914	0,6308

Oznaczenia: „bold” – rok, w którym nastąpiła całkowita spłata przez spółkę zobowiązania wobec Skarbu Państwa z tytułu korzystania z przedsiębiorstwa państwowego.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: baza danych Info Veriti; dane z Krajowego Rejestru Sądowego w Warszawie.

Średnia wartość wskaźnika zadłużenia kapitału własnego w spółkach odpłatnie korzystających z przedsiębiorstw państwowych w latach następujących po momencie prywatyzacji zawierała się w przedziale od 1,89 do 9,74. Najwyższe odchylenie standardowe od wartości średniej arytmetycznej, równe 19,56 zauważono w okresie  $t = 10$ , w którym dla *Przedsiębiorstwa Robót Inżynieryn-drogowych „PRDI” SA* ujawniła się maksymalna wielkość tego wskaźnika (zob. tab. 6).



Rys. 2. Wielkość wskaźnika zadłużenia kapitału własnego w spółkach odpłatnie korzystających z przedsiębiorstw państwowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie: tab. 6.

Wielkość wskaźnika zadłużenia kapitału własnego większą od granicy jego optymalności w pierwszym roku od momentu prywatyzacji przejawiało co najmniej 75% podmiotów, przez następne 2 lata co najmniej 50%, natomiast w okresie  $t = 4$  co najmniej 25%. W ciągu kolejnych lat z wyjątkiem okresu  $t = 9$  co najmniej 75% podmiotów uzyskało wskaźnik niższy od 3 (zob. rys. 2).

Wartość średnia wskaźnika zadłużenia kapitału własnego mierzona medianą poza okresem  $t = 3$ , w którym zwiększyła się do poziomu 3,32 stopniowo malała. Systematyczny spadek wielkości tego wskaźnika zaobserwowano w 2 spółkach odpłatnie korzystających z przedsiębiorstw państwowych. Zaznaczyć należy, iż 3 podmioty<sup>39</sup>: *Przedsiębiorstwo Robót Drogowych Sp. z o.o. Zaskórski i Wspólnicy*, *Wyszowska Centrala Materiałów Budowlanych* oraz *Biuro Studiów i Projektów Budowlanych Ministerstwa Spraw Wewnętrznych* charakteryzowały się ujemnymi wartościami wskaźnika zadłużenia kapitału własnego, stanowiącymi miarę stopnia jego deficytowości na pokrycie zobowiązań i rezerw na zobowiązania (zob. tab. 6).

<sup>39</sup> Sporządzając statystykę opisową wskaźnika zadłużenia kapitału własnego i wskaźnika zadłużenia długoterminowego podmioty te w okresach, w których kapitał własny przyjmował wartości ujemne, zostały wyłączone z próby badawczej.

Tabela 6

Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego w spółkach odplatnie korzystających z przedsiębiorstw państwowych

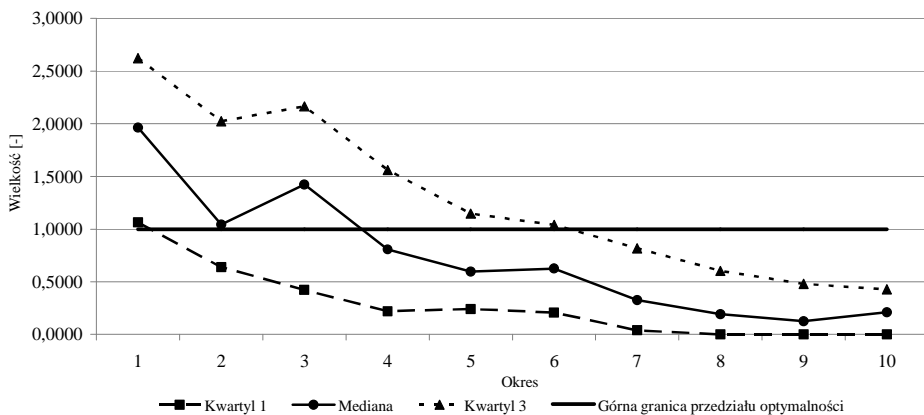
Wyszczególnienie	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
PRD Sp. z o.o. Zaskórkowski w Przysusze	-5,65	-6,27	2,81	0,51	1,43	1,11	0,64	1,11	0,80	0,91
PRD Sp. z o.o. w Zwaleniu	3,29	1,74	1,36	1,20	0,72	0,78	0,66	0,56	<b>0,42</b>	0,39
PRI-D Sp. z o.o. w Grójcu	5,55	4,80	4,61	3,56	5,36	3,85	3,20	2,42	1,66	<b>1,71</b>
PRDI S.A. w Mławie	4,72	4,50	9,52	2,62	3,10	2,95	2,26	2,46	6,12	44,72
WCMB Sp. z o.o.	8,89	-133,69	-9,83	-8,97	-31,25	2,39	0,99	0,93	0,74	<b>0,94</b>
Elektroprojekt SA w Warszawie	4,23	3,60	3,64	2,69	2,76	2,32	2,39	2,56	2,70	x
PKS Sp. z o.o. w Grójcu	5,08	3,41	3,32	3,10	3,02	3,25	2,71	2,19	3,76	x
Morspol SA w Warszawie	2,68	1,66	1,17	0,54	0,42	0,30	0,09	<b>0,10</b>	0,09	x
PRD-M Sp. z o.o. w Płońsku	5,49	2,78	1,59	1,30	1,19	0,65	1,09	0,91	1,33	x
ZTE RADOM Sp. z o.o.	4,08	2,40	1,48	1,19	0,94	1,38	2,06	2,09	1,64	x
BSPB MSW Sp. z o.o. w Warszawie	4,67	-17,28	-3,80	-1,80	-1,40	-1,33	-1,93	-1,38	-1,29	x
PKS Sp. z o.o. w Grodzisku Mazowieckim	2,83	1,72	3,47	2,79	2,20	7,00	8,69	5,73	4,93	x
Tarczyn Sp. z o.o.	4,92	3,34	3,63	2,93	2,69	6,91	5,67	5,31	3,89	x
Ostrada Sp. z o.o. w Ostrołęce	6,66	3,65	2,51	1,58	1,59	1,79	1,51	1,51	1,18	x
Elmet Sp. z o.o. w Warszawie	3,09	3,22	6,69	3,98	2,34	1,45	0,75	<b>0,59</b>	0,33	x
ZTISZE Sp. z o.o. w Warszawie	7,59	2,44	2,83	0,62	0,60	0,59	0,43	0,27	0,27	x
Geokart Sp. z o.o. w Warszawie	10,89	5,70	4,53	4,62	2,49	<b>1,75</b>	1,78	1,68	x	x
Polmos SA w Warszawie	3,33	3,25	3,23	2,84	2,67	1,99	1,69	x	x	x
Polisport Sp. z o.o. w Górze Kalwarii	6,85	<b>2,31</b>	2,49	1,75	2,21	1,61	x	x	x	x
Biprodziew SA w Warszawie	4,31	<b>25,92</b>	3,52	2,22	2,13	x	x	x	x	x
Bipromel Sp. z o.o. w Warszawie	7,98	6,08	7,41	8,65	8,88	x	x	x	x	x
Liczba podmiotów	20	18	19	19	19	18	17	16	15	5
Średnia arytmetyczna	5,3558	4,5845	3,6745	2,5625	2,4607	2,3375	2,1536	1,8887	1,9910	9,7358
Odechylenie standardowe	2,1910	5,4773	2,1627	1,8860	1,9325	1,9274	2,1444	1,6364	1,8715	19,5635
Minimum	2,6771	1,6557	1,1717	0,5066	0,4207	0,3018	0,0875	0,1025	0,0939	0,3915
Maksimum	10,8873	25,9248	9,5233	8,6513	8,8832	7,0021	8,6926	5,7330	6,1192	44,7220
Kwartyl I	3,8891	2,4098	2,4995	1,2461	1,3124	1,1750	0,7512	0,8181	0,5781	0,9135
Mediana	4,8203	3,2928	3,3169	2,6240	2,2075	1,7719	1,6880	1,5932	1,3275	0,9437
Kwartyl 3	6,7073	4,2898	4,0847	3,0160	2,7242	2,8119	2,3902	2,4313	3,2302	1,7082

Oznaczenia: „pole” – wskaźnik zadłużenia kapitału własnego obliczony przy ujemnej wartości kapitału własnego;

„bold” – rok, w którym nastąpiła całkowita spłata przez spółkę zobowiązania wobec Skarbu Państwa z tytułu korzystania z przedsiębiorstwa państwowego

Źródło: jak do tab. 5.

Średnia wartość wskaźnika zadłużenia długoterminowego w spółkach odpłatnie korzystających z przedsiębiorstw państwowych w latach następujących po momencie prywatyzacji mieściła się w przedziale od 0,46 do 1,80. Największe odchylenie standardowe od wartości średniej arytmetycznej, wynoszące 2,56 zanotowano w okresie  $t = 10$ . Minimalna wielkość wskaźnika zadłużenia długoterminowego była równa 0,00. Zerowa wielkość tego wskaźnika w okresie  $t = 1$  i 2, która wystąpiła w 2 podmiotach wynikała z zaksięgowania zobowiązania wobec Skarbu Państwa w zobowiązaniach krótkoterminowych, zaś od okresu  $t = 7$  z dokonania jego całkowitej spłaty. Maksymalna wielkość wskaźnika zadłużenia długoterminowego pojawiła się w siódmym roku po momencie prywatyzacji w *PKS-ie Sp. z o.o. Grodzisk Mazowiecki*. Wskazać należy, iż w trakcie pierwszych 2 lat od momentu prywatyzacji wielkością maksymalną tego wskaźnika cechowała się spółka, w której oprocentowanie niespłaconej części zobowiązania wobec Skarbu Państwa stanowiła stopa referencyjna Komisji Europejskiej (zob. tab. 7).



Rys. 3. Wielkość wskaźnika zadłużenia długoterminowego w spółkach odpłatnie korzystających z przedsiębiorstw państwowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie: tab. 7.

Wielkość wskaźnika zadłużenia długoterminowego większą od górnej granicy jego optymalności w pierwszym roku od momentu prywatyzacji wykazywało co najmniej 75% podmiotów, przez kolejne 2 lata 50% podmiotów, zaś w okresie od  $t = 4$  do  $t = 6$  co najmniej 25% podmiotów. W ciągu kolejnych lat co najmniej 75% osiągnęło wskaźnik mniejszy niż 1,0 (zob. rys. 3).

Wartość średnia wskaźnika zadłużenia długoterminowego mierzona medianą ulegała fluktuacjom wzrastając w okresie  $t = 3$ , 6 i 10. Systematyczny spadek wartości tego wskaźnika zauważono w 5 spółkach odpłatnie korzystających z przedsiębiorstw państwowych (zob. tab. 7).

Tabela 7

Wskaźnik zadłużenia długoterminowego w spółkach odplatnie korzystających z przedsiębiorstw państwowych

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Wyszczególnienie</b>										
<i>PRD Sp. z o.o. Zaskórski i Wspólnicy w Przysusze</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,45	0,36	0,01	0,00	0,00	<b>0,21</b>
<i>PRD Sp. z o.o. w Zwoleńcu</i>	0,95	0,66	0,44	0,15	0,09	0,11	0,04	0,00	<b>0,00</b>	0,00
<i>PRD Sp. z o.o. w Grójcu</i>	0,40	2,99	2,25	1,58	1,04	0,69	0,41	0,60	0,25	<b>0,43</b>
<i>PRDI S.A. w Mławie</i>	2,49	2,61	5,08	1,55	1,01	1,09	0,70	0,61	1,03	5,87
<i>WCMB Sp. z o.o.</i>	2,66	-36,68	-2,77	-2,69	-13,67	1,06	0,38	0,18	0,00	<b>0,00</b>
<i>Elektroprojekt SA w Warszawie</i>	2,61	2,08	1,77	1,40	1,22	0,97	0,83	0,67	0,56	x
<i>PKS Sp. z o.o. w Grójcu</i>	2,93	1,66	1,52	1,28	1,37	1,51	1,17	0,39	0,40	x
<i>Morspol SA w Warszawie</i>	1,68	1,01	0,71	0,39	0,30	0,20	0,00	<b>0,00</b>	0,00	x
<i>PRD-M Sp. z o.o. w Płońsku</i>	1,98	0,88	0,40	0,22	0,13	0,07	0,06	0,03	0,02	x
<i>ZTE RADOM Sp. z o.o.</i>	0,88	0,45	0,35	0,27	0,19	0,40	0,82	0,51	0,18	x
<i>BSPB MSW Sp. z o.o. w Warszawie</i>	1,20	-3,60	-0,59	-0,10	-0,06	-0,04	-0,03	-0,02	0,00	x
<i>PKS Sp. z o.o. w Grodzisku Mazowieckim</i>	1,10	0,63	2,59	2,09	0,60	5,51	7,01	4,47	3,52	x
<i>Tarczyń Sp. z o.o.</i>	2,38	1,86	1,42	1,29	1,08	4,10	2,15	2,13	0,87	x
<i>Ostrada Sp. z o.o. w Ostrołęce</i>	1,95	1,34	0,52	0,30	0,39	0,56	0,33	0,20	0,13	x
<i>Elmet Sp. z o.o. w Warszawie</i>	2,43	2,33	4,10	2,39	1,36	0,72	0,29	<b>0,00</b>	0,00	x
<i>ZTISZE Sp. z o.o. w Warszawie</i>	3,05	1,08	0,85	0,22	0,15	0,11	0,07	0,03	0,00	x
<i>Geokart Sp. z o.o. w Warszawie</i>	1,32	0,56	0,30	0,14	1,47	<b>0,81</b>	0,00	0,00	x	x
<i>Polmos SA w Warszawie</i>	0,18	0,17	0,13	0,11	0,06	0,04	0,02	x	x	x
<i>Polysport Sp. z o.o. w Górze Kalwarii</i>	2,69	<b>0,77</b>	1,47	0,81	0,38	0,22	x	x	x	x
<i>Biprodziew SA w Warszawie</i>	3,06	<b>3,21</b>	2,51	1,71	1,70	x	x	x	x	x
<i>Bipromel Sp. z o.o. w Warszawie</i>	0,00	0,00	2,09	1,60	0,80	x	x	x	x	x
Liczba podmiotów	20	18	19	19	19	18	17	16	15	5
Srednia arytmetyczna	1,7967	1,3487	1,5001	0,9204	0,7256	1,0304	0,8400	0,6145	0,4638	1,3010
Odczylenie standardowe	0,9838	0,9697	1,3742	0,7714	0,5375	1,4557	1,6872	1,1603	0,9090	2,5588
Minimum	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0643	0,0396	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Maksimum	3,0615	3,2111	5,0788	2,3891	1,7034	5,5103	7,0134	4,4739	3,5203	5,8674
Kwartyl I	1,0630	0,6383	0,4220	0,2211	0,2419	0,2064	0,0381	0,0000	0,0000	0,0000
Mediana	1,9627	1,0446	1,4224	0,8076	0,5973	0,6261	0,3264	0,1920	0,1256	0,2099
Kwartyl 3	2,6226	2,0242	2,1661	1,5608	1,1468	1,0400	0,8182	0,6031	0,4796	0,4276

Oznaczenia: „pole” – wskaźnik zadłużenia długoterminowego obliczony przy ujemnej wartości kapitału własnego;

„bold” – rok, w którym nastąpiła całkowita spłata przez spółkę zobowiązania wobec Skarbu Państwa z tytułu korzystania z przedsiębiorstwa państwowego

Źródło: opracowanie własne na podstawie: baza danych Info Veriti; dane z Krajowego Rejestru Sądowego w Warszawie.



#### 4. ZAKOŃCZENIE

Średnia wartość wskaźnika ogólnego zadłużenia i zadłużenia kapitału własnego mierzona medianą w spółkach odpłatnie korzystających z przedsiębiorstw państwowych systematycznie zmniejszała się, podczas gdy wskaźnika zadłużenia długoterminowego ulegała fluktuacjom. Większy spadek tej wartości średniej wystąpił w przypadku wskaźnika zadłużenia długoterminowego niż wskaźnika zadłużenia kapitału własnego, co oznacza, iż sukcesywnej spłacie zobowiązania wobec Skarbu Państwa towarzyszyło powstawanie innych zobowiązań, a w szczególności zobowiązań krótkoterminowych.

Co więcej, wielkość wskaźnika zadłużenia długoterminowego mniejsza od górnej granicy jego optymalności w co najmniej 50% badanych podmiotów, która pojawiła się w czwartym roku od momentu prywatyzacji wskazuje, iż nadmierne obciążenie zobowiązaniem wobec Skarbu Państwa miało miejsce w początkowej fazie obowiązywania umowy. Kwestia zbyt dużego zadłużenia spółek odpłatnie korzystających z przedsiębiorstw państwowych staje się jeszcze bardziej dyskusyjna zaznaczając, że 3 z 9 badanych podmiotów, którym okres obowiązywania umowy zawartej ze Skarbem Państwa zakończył się w analizowanym okresie, dokonały spłaty całości zobowiązania przed jej ostatecznym terminem.

Dla pełniejszego rozpoznania stopnia zadłużenia spółek odpłatnie korzystających z przedsiębiorstw państwowych, wynikającego przede wszystkim z umowy zawartej ze Skarbem Państwa, konieczne jest kontynuowanie analizy w zakresie ich zdolności do obsługi tego zobowiązania.

#### BIBLIOGRAFIA

- Bednarski L., *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2007.
- Błaszczyk B., *Zjawisko wtórnej prywatyzacji – zmiany struktury własnościowej przedsiębiorstw państwowych*, [w:] M. Bałtowski (red.), *Przedsiębiorstwa sprywatyzowane w gospodarce polskiej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- Bojar E., Sosińska-Wit M., Żminda Z., *Leasing pracowniczy a restrukturyzacja przedsiębiorstw*, Politechnika Lubelska, Lublin 2003.
- Brealey R. A., Myers S. C., Marcus A. J., *Fundamentals of Corporate Finance*, McGraw-Hill, USA 2001.
- Damodaran A., *Investment Valuation*, John Wiley&Sons, Inc., New York 2002.
- Dresler Z., *Analiza finansowa i planowanie finansowe*, [w:] J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
- Dudycz T., *Analiza finansowa jako narzędzie zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Indygo Zahir Media, Wrocław 2011.
- Fabozzi F. J., Peterson P. P., *Financial Management and Analysis*, John Wiley&Sons, Inc., New Jersey 2003.
- Gabrusewicz W., *Podstawy analizy finansowej*, PWE, Warszawa 2005.

- Gajdka J., *Formy przekształceń własnościowych*, [w:] *Organizacyjne aspekty przekształceń własnościowych przedsiębiorstw państwowych*, Materiały konferencyjne, Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierowania Oddział w Łodzi, Łódź 1990.
- [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/files/sme\\_definition/sme\\_user\\_guide\\_pl.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/files/sme_definition/sme_user_guide_pl.pdf).
- <http://orka2.sejm.gov.pl/IZ4.nsf>. - *Odpowiedź ministra skarbu państwa – z upoważnienia prezesa Rady Ministrów – na interpelację nr 9855 w sprawie pogorszenia warunków prywatyzacji w trybie art. 39 ust. 1 pkt 3 ustawy o komercjalizacji i prywatyzacji, wprowadzonych § 2 pkt 3 rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 14 grudnia 2004 r. dotyczącego warunków spłaty należności za korzystanie z przedsiębiorstwa*.
- [http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/dziennie/stopy\\_archiwum.htm](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/dziennie/stopy_archiwum.htm)
- [http://www.bip.msp.gov.pl/portal/bip/58/2359/Pomoc\\_bezgotowkowa\\_udzielana\\_przez\\_Ministra\\_Skarbu\\_Panstwa\\_w\\_procesach\\_prywatyzacji.html](http://www.bip.msp.gov.pl/portal/bip/58/2359/Pomoc_bezgotowkowa_udzielana_przez_Ministra_Skarbu_Panstwa_w_procesach_prywatyzacji.html).
- [http://www.uokik.gov.pl/pl/pomoc\\_publiczna/wyjasnienia/](http://www.uokik.gov.pl/pl/pomoc_publiczna/wyjasnienia/) - *Dodatkowe wyjaśnienia dotyczące nowej metody ustalania stóp referencyjnych i dyskontowych.pdf*.
- [http://www.uokik.gov.pl/stopa\\_referencyjna\\_i\\_archiwum.php](http://www.uokik.gov.pl/stopa_referencyjna_i_archiwum.php).
- Jarosz M., Kozak M., *Ekonomiczna i społeczna kondycja spółek pracowniczych w latach 1991–1994. Konkluzje*, [w:] M. Jarosz (red.), *Blaski i cienie spółek pracowniczych 1991–1994*, Instytut Studiów Politycznych Polskiej Akademii Nauk, Warszawa 1995.
- Jerzemska M., *Kształtowanie struktury kapitału przedsiębiorstwa*, [w:] M. Jerzemska (red.), *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2006.
- Karpińska-Mizielińska W., Sumga T., *Zamiany relacji własnościowych i ich wpływ na poprawę efektywności gospodarowania w długim okresie*, Instytut Rozwoju i Studiów Strategicznych, Warszawa 1997.
- Karpińska-Mizielińska W., Sumga T., *Zamiany stosunków własnościowych w procesie tworzenia strategii gospodarczych*, Instytut Rozwoju i Studiów Strategicznych, Warszawa 1994.
- Komunikat Komisji w sprawie zmiany metody ustalania stóp referencyjnych i dyskontowych*, DzU C 14/02 z 19.1.2008.
- Kozarzewski P., Woodward R., *Secondary privatization in Poland (Part I): Evolution of ownership structure and company performance in firms privatized by employee buyouts*, Raporty Case No. 47, Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Warszawa 2001.
- Kozarzewski P., *Prywatyzacja bezpośrednia: stan prawny*, [w:] M. Jarosz (red.), *Prywatyzacja bezpośrednia. Inwestorzy. Menedżerowie. Pracownicy*, Instytut Studiów Politycznych Polskiej Akademii Nauk, Warszawa 1998.
- Obwieszczenie Komisji w sprawie bieżących stóp procentowych od zwracanej pomocy publicznej i stóp referencyjnych/dyskontowych dla 27 państw członkowskich obowiązujących od dnia 1 stycznia 2007 r.*, DzU C 134/05 z 31.5.2008.
- Obwieszczenie Komisji w sprawie metody określania stóp referencyjnych i dyskontowych*, DzU C 273/03 z 9.9.1997.
- Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych w 1999 r.*, GUS, Warszawa 2000.
- Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych w 2007 r.*, GUS, Warszawa 2008.
- Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych w 2011 r.*, GUS, Warszawa 2012.
- Ross S. A., Westerfield R. W., Jordan B. D., *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999.
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 14 grudnia 2004 r. w sprawie warunków spłaty należności za korzystanie z przedsiębiorstwa*, DzU 2004, nr 269, poz. 2667.
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 16 października 1997 r. w sprawie szczegółowych zasad ustalania należności za korzystanie z przedsiębiorstwa, sposobu zabezpieczenia nie spłaconej części należności oraz warunków oprocentowania nie spłaconej należności*, DzU 1997, nr 130, poz. 855.
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 25 kwietnia 2006 r. w sprawie pomocy publicznej udzielanej w procesach prywatyzacji*, DzU 2006, nr 84, poz. 580.

- Sierpińska M., *Wskaźnikowa ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa*, [w:] M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
- Sobolewski H., *Determinanty i procedury przekształceń własnościowych. Dwie dekady prywatyzacji*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2011.
- Surdykowska S. T., *Prywatyzacja*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1996.
- Ustawa z dnia 30 sierpnia 1996 roku o komercjalizacji i prywatyzacji*, DzU 2002, nr 171, poz. 1397, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 5 grudnia 2002 roku o zmianie ustawy o zasadach wykonywania uprawnień przysługujących Skarbowi Państwa, ustawy o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych oraz niektórych innych ustaw*, DzU 2002, nr 240, poz. 2055 z późn. zm.
- Wrońska E., *Strategie finansowe spółek pracowniczych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2004.
- Zawiadomienie Komisji w sprawie bieżących stóp procentowych od zwracanej pomocy publicznej oraz stóp referencyjnych/dyskontowych obowiązujących 27 państw członkowskich od dnia 1 lipca 2008 r.*, DzU C 166/02 z 1.7.2008.

Agnieszka Matuszewska-Pierzynka

#### THE DEBT OF ENTERPRISES USING STATE-OWNED COMPANIES AGAINST PAYMENT

The essential aim of this paper is to present results of the diagnosis of debt degree in enterprises using state-owned companies against payment. The major hypothesis states that the level of debt in enterprises, which use state-owned companies against payment is still too high although reveals the diminishing tendency. The empirical verification of this hypothesis has been done among enterprises using state-owned companies against payment from the Mazowiecki region, which concluded a contract with The Ministry of Treasury in the years 2000–2005. The assessment of debt degree in subjected enterprises has been made on the basis of the analysis of Debt to Assets Ratio, Debt to Equity Ratio and Long-term Debt to Equity Ratio and by taking advantage of data from financial statements from the period since the year after the moment of privatization to 2010.

**Key words:** process of privatization, direct privatization, enterprises using state-owned companies against payment, analysis of debt degree.

## RZECZYWISTE TEMPO SPRZEDAŻY A POZIOM WEWNĘTRZNEJ STOPY WZROSTU PRZEDSIĘBIORSTWA W WARUNKACH DEKONIUNKTURY GOSPODARCZEJ

### 1. WSTĘP

Zarządzanie sprzedażą jest jednym z najważniejszych problemów działalności przedsiębiorstwa w okresie dekoniunktury gospodarczej. Spadek popytu oraz pojawiające się problemy finansowe tworzą bowiem wyzwania o kardynalnym znaczeniu dla dalszego funkcjonowania i rozwoju przedsiębiorstwa. Ograniczone możliwości realizacji sprzedaży, narastające problemy płatnicze przedsiębiorstw, zaostrzenie polityki kredytowej banków, niepewność przyszłej sytuacji gospodarczej itd. skłaniają do rozważenia wpływu powyższych zmian na efektywność przedsiębiorstwa, a także na rozstrzygnięcia przyjęte w obszarze strategii finansowych.

W sytuacji, gdy przedsiębiorstwo ma utrudniony dostęp do kapitału obcego, bądź nie zamierza zwiększać zadłużenia ani pozyskiwać dodatkowego kapitału własnego z zewnątrz, wzrost sprzedaży może być finansowany własnymi środkami pochodzącymi z zysku zatrzymanego. Narzędziem przydatnym w zarządzaniu sprzedażą w powyższych okolicznościach jest wewnętrzna stopa wzrostu (*Internal Growth Rate – IGR*).

Celem artykułu jest przedstawienie koncepcji wewnętrznej stopy wzrostu przedsiębiorstwa i jej zastosowanie dla rozpoznania relacji zachodzących pomiędzy rzeczywistym tempem sprzedaży a wewnętrzną stopą wzrostu przedsiębiorstw przemysłu lekkiego notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Zagadnienia te zostały zaprezentowane na tle zmian w obszarze zadłużenia polskich przedsiębiorstw przemysłowych w latach 2006–12 oraz przewidywań

---

\* Dr, Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 90-214, ul. Rewolucji 1905 r. nr 41.

dotyczących wykorzystania kapitału obcego – w szczególności kredytu bankowego – jako źródła finansowania działalności przedsiębiorstw przemysłowych w najbliższej przyszłości.

Dla potrzeb realizacji badań wykorzystane zostały informacje pochodzące z baz serwisów Emerging Markets Information Service (EMIS), Notoria Serwis, WSEInfospace oraz publikacje NBP i GUS.

## 2. CHARAKTERYSTYKA ZMIAN ZADŁUŻENIA PRZEDSIĘBIORSTW PRZEMYSŁOWYCH W POLSCE W LATACH 2006–11

Na podstawie danych zilustrowanych rys. 1 można stwierdzić, iż w rozpatrywanym okresie relatywnie najniższy poziom dynamiki zobowiązań przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce zanotowano w latach 2009–10. W okresie tym polska gospodarka osiągnęła również relatywnie najniższe tempo wzrostu.

Wzrost PKB w 2009 r. wyniósł 1,6%, w 2010 r. ukształtował się na poziomie 3,8%, podczas gdy w latach 2006–08 wyniósł odpowiednio: 6,2%, 6,8% oraz 5,1% (tab. 1). W roku 2011 nastąpiło zwiększenie dynamiki PKB do 4,3%, ale w roku 2012 uległo ono ponownemu spadkowi do 2,0%.

Tabela 1

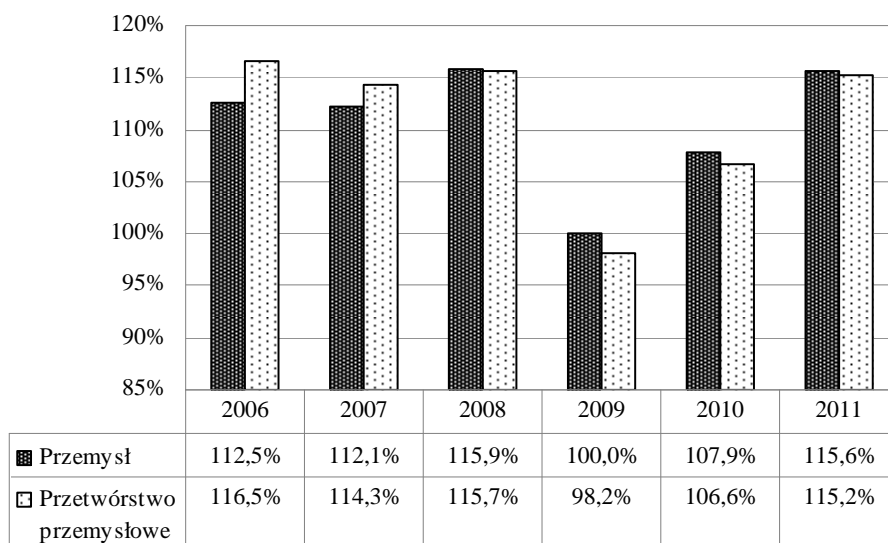
Dynamika produktu krajowego brutto w Polsce w latach 2006–12 (rok poprzedni = 100)

Wyszczególnienie	Lata						
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
PKB	106,2	106,8	105,1	101,6	103,8	104,3	102,0

Źródło: *Informacja o sytuacji społeczno-gospodarczej kraju. Rok 2011*, GUS, Warszawa, 26 stycznia 2012 r., s. 7; *Produkt krajowy brutto w 2012 r. Szacunek wstępny*, GUS, Departament Rachunków narodowych, 29 stycznia 2013r.;

[http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/rn\\_notatka\\_roczna\\_Rok\\_2012.pdf](http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/rn_notatka_roczna_Rok_2012.pdf), (dostęp 20 lutego 2013 r.).

Poziom zobowiązań ogółem w przemyśle w 2009 r. nie uległ wprawdzie wyraźnej zmianie, jednak w grupie przedsiębiorstw przetwórstwa przemysłowego zobowiązania ogółem zmniejszyły się o prawie 2%. W roku 2010 w obu powyższych segmentach przedsiębiorstw zanotowano zwiększenie poziomu długów. Wzrost ten wyniósł 7–8% w porównaniu z rokiem 2009, jednakże był o połowę niższy niż w pozostałych latach badanego okresu. W latach 2006–08 wzrost zobowiązań w przemyśle kształtował się na poziomie 12–16% rocznie, zaś w sektorze przedsiębiorstw przetwórstwa przemysłowego wyniósł 14–16% rocznie.

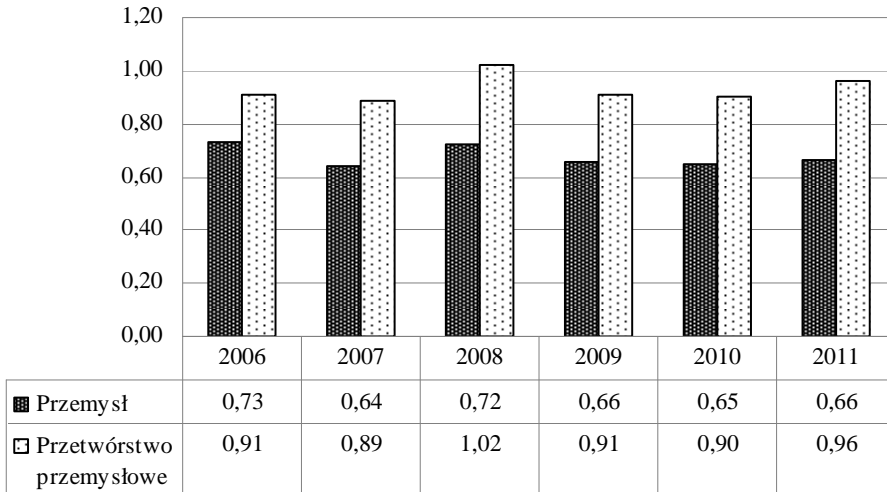


Rys. 1. Dynamika zobowiązań przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce w latach 2006–11 (rok poprzedni = 100)

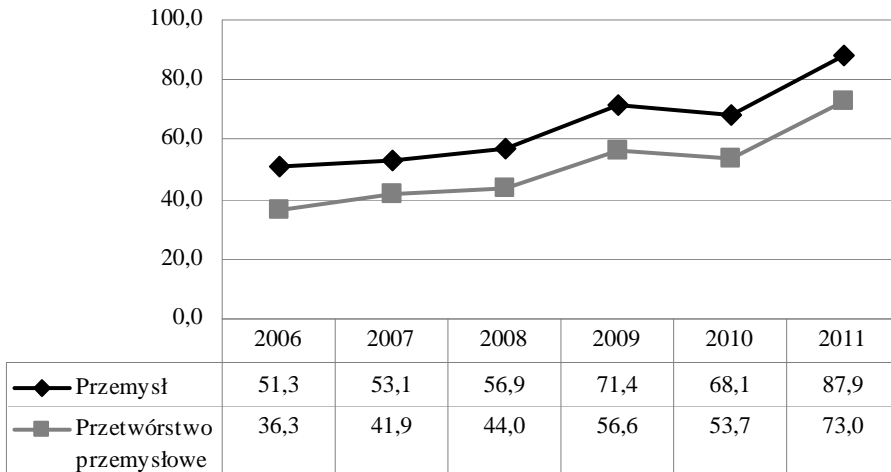
Źródło: opracowanie własne na podstawie: Tabela 6 (501) Zobowiązania przedsiębiorstw, Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej 2010, GUS, Rok LXX, Warszawa 2010, s. 642 oraz Tabela 6 (490) Zobowiązania przedsiębiorstw, Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej 2012, GUS, Rok LXXII, Warszawa 2012, s. 585.

Rozpatrując relacje zobowiązań ogółem do kapitału własnego należy wskazać, iż w latach 2009–10 zanotowano spadek zadłużenia kapitału własnego w przemyśle ogółem, jak również w grupie przedsiębiorstw przetwórstwa przemysłowego. W przemyśle wskaźnik ten zmniejszył się z poziomu 0,72 w 2008 r. do 0,66 w 2009 r. oraz 0,65 w 2010 r. W sektorze przedsiębiorstw przetwórstwa przemysłowego uległ on redukcji z 1,02 w 2008 r. do 0,91 w 2009 r. i 0,90 w 2010 r. W 2011 r. zanotowano niewielki wzrost tego wskaźnika zarówno w przemyśle ogółem, jak i w grupie przedsiębiorstw przetwórstwa przemysłowego.

Rozważając zmiany w poziomie finansowania przedsiębiorstw przemysłowych kredytami i pożyczkami długoterminowymi można wskazać, że w latach 2006–09 rokrocznie notowano wzrost kapitału pochodzącego z powyższego źródła. W roku 2010 – zarówno w przemyśle ogółem, jak i w sektorze przedsiębiorstw przetwórstwa przemysłowego – zaobserwowany został spadek kwot kredytów i pożyczek długoterminowych o około 5%, natomiast w 2011 r. nastąpił ponowny wzrost finansowania powyższymi kapitałami o około 1/3 w porównaniu do roku 2010.



Rys. 2. Wskaźniki zadłużenia kapitału własnego (zobowiązania ogółem/kapitał własny) w przemyśle oraz w przedsiębiorstwach przetwórstwa przemysłowego w Polsce w latach 2006–11  
Źródło: jak do rys. 2.



Rys. 3. Kredyty i pożyczki długoterminowe przedsiębiorstw w Polsce w latach 2006–11 (mld zł)  
Źródło: jak do rys. 2.

Powyższe ustalenia ukazują generalne tendencje w obszarze wykorzystania długu jako źródła finansowania przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce w okresie dekonunktury. Dowodzą one, iż w czasie gospodarczego spowolnienia daje się zaobserwować spadek dynamiki zobowiązań, notowana jest redukcja

zadłużenia kapitału własnego, a także ujawnia się relatywnie niższa skłonność przedsiębiorstw do wykorzystania długookresowych kredytów i pożyczek jako źródła finansowania majątku.

Obserwacje te potwierdzają wyniki badań NBP dotyczące prognoz popytu na kredyt oraz dynamiki kredytu udzielonego w sektorze przedsiębiorstw<sup>1</sup>. Dowodzą one, iż w ostatnim kwartale 2008 r. oraz we wszystkich kwartałach 2009 r. zanotowano zdecydowany spadek dynamiki kredytów udzielonych przedsiębiorstwom. Pod koniec 2009 r. dynamika ta osiągnęła wartość ujemną (rys. 4). Polskie przedsiębiorstwa wyraźnie odczuły wówczas skutki międzynarodowego kryzysu finansowego i spowolnienia gospodarczego, nastąpił spadek zatrudnienia oraz znacząco zredukowane zostały nakłady inwestycyjne. Według danych NBP wielkość zadłużenia z tytułu kredytu w sektorze przedsiębiorstw ukształtowała się wówczas na niższym poziomie niż w analogicznym okresie poprzedniego roku, struktura finansowania przedsiębiorstw stała się bardziej konserwatywna, nastąpił spadek zadłużenia aktywów ogółem, zmniejszył się również odsetek kredytobiorców<sup>2</sup>.

Spadek zapotrzebowania na kapitały obce był uzasadniany posiadaniem przez przedsiębiorstwa znacznych środków własnych, a także spadkiem nakładów inwestycyjnych, w efekcie słabnącego popytu oraz niskiego wykorzystania mocy produkcyjnych przedsiębiorstw.

W kolejnych dwóch latach zanotowano ponowny wzrost dynamiki kredytu udzielonego przedsiębiorstwom, przy czym w roku 2010 dynamika ta była ujemna, zaś w roku 2011 wzrosła do ponad 15%.

W 2012 r. prognozy popytu na kredyt wskazywały dalszy wzrost zainteresowania przedsiębiorstw tą formą finansowania działalności, jednak w rzeczywistości zanotowano spadek dynamiki udzielonych kredytów z ponad 15% w pierwszym kwartale do około 2% w czwartym kwartale 2012 r.<sup>3</sup> Zasadniczą przyczyną niższego popytu na kredyty ze strony przedsiębiorstw było zmniejszone zapotrzebowanie na finansowanie środków trwałych i inwestycji<sup>4</sup>. W trze-

---

<sup>1</sup> *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2012 oraz prognoz koniunktury na I kw. 2013 r.*, s. 34. Podstawą opracowania są wyniki Szybkiego Monitoringu NBP, przeprowadzonego w grudniu 2012 r. na próbie 1277 podmiotów niefinansowych, reprezentujących wszystkie sekcje PKD (poza rolnictwem, rybołówstwem i leśnictwem), sektor niepubliczny, sektor publiczny, sektor MSP oraz duże firmy. [http://www.nbp.pl/publikacje/koniunktura/raport\\_1\\_kw\\_2013.pdf](http://www.nbp.pl/publikacje/koniunktura/raport_1_kw_2013.pdf) (dostęp 01 marca 2013 r.).

<sup>2</sup> *Ocena kondycji ekonomicznej sektora przedsiębiorstw niefinansowych w 2009 r. w świetle danych F-01/I-01*, NBP Instytut Ekonomiczny, czerwiec 2010; [http://www.nbp.pl/publikacje/koniunktura/raport\\_2009.pdf](http://www.nbp.pl/publikacje/koniunktura/raport_2009.pdf) (dostęp 01 marca 2013 r.)

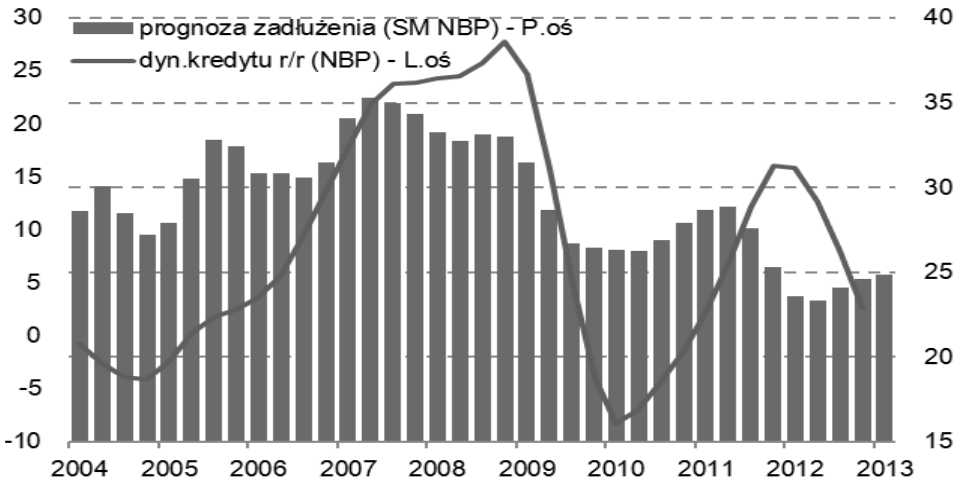
<sup>3</sup> *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw...*, *op. cit.*, s. 34.

<sup>4</sup> *Sytuacja na rynku kredytowym – wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. I kwartał 2013 r.* Warszawa, styczeń 2013r., s. 5–6 – [http://www.nbp.pl/systemfinansowy/rynek\\_kredytowy\\_2013\\_1.pdf](http://www.nbp.pl/systemfinansowy/rynek_kredytowy_2013_1.pdf) (dostęp 01 marca 2013 r.).



cim kwartale 2012 r. w sektorze przedsiębiorstw – po raz pierwszy od 2010 r. – nastąpił nominalny spadek nakładów inwestycyjnych<sup>5</sup>.

W czwartym kwartale 2012 r. przedsiębiorstwa najczęściej przeznaczały kredyt na finansowanie kapitału obrotowego (ponad 70% kredytobiorców), zdecydowanie rzadziej kredyt bankowy służył finansowaniu inwestycji w środki trwałe. Na ten cel zaciągniętych zostało 16% nowych kredytów<sup>6</sup>.



Rys. 4. Wskaźniki prognoz popytu na kredyt (Szybki Monitoring NBP) na tle dynamiki kredytu r/r dla sektora przedsiębiorstw (dane NBP) (I kw. 2004 r. – I kw. 2013 r.)

Źródło: *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2012 oraz prognoz koniunktury na I kw. 2013 r.*, s. 34.

[http://www.nbp.pl/publikacje/koniunktura/raport\\_1\\_kw\\_2013.pdf](http://www.nbp.pl/publikacje/koniunktura/raport_1_kw_2013.pdf) (dostęp 01 marca 2013 r.)

Zamierzenia rozwojowe przedsiębiorstw w 2013 r. wskazują na dalszy spadek wielkości planowanych nakładów inwestycyjnych. Przedsiębiorstwa przewidują redukcję wydatków na środki trwałe i ograniczenie inwestycji – w głównej mierze do wymiany posiadanego majątku.

Z uwagi na wysoką „niepewność działalności” przybywa przedsiębiorstw wstrzymujących się z rozpoczęciem realizacji nowych projektów. Wzrasta też odsetek podmiotów, które rezygnują z finalizacji bądź ograniczają skalę rozpoczętych inwestycji. W związku z powyższym zainteresowanie przedsiębiorstw kredytem, jak i odsetek kredytobiorców, pozostają na relatywnie niskim pozio-

<sup>5</sup> J. Hagemeyer, Z. Jankiewicz, Ł. Postek, K. Puchalska, A. Sawicka, *Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw w III kw. 2012 r.*, Instytut Ekonomiczny NBP, Warszawa, 17.12.2012 r., s. 9;

[http://www.nbp.pl/publikacje/przedsiębiorstwa/raport\\_03\\_2012.pdf](http://www.nbp.pl/publikacje/przedsiębiorstwa/raport_03_2012.pdf)

<sup>6</sup> *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw...*, op. cit., s. 35.

mie, zaś nowo pozyskiwane kapitały służą przede wszystkim finansowaniu bieżącej działalności<sup>7</sup>.

Według wyników badań ankietowych, opublikowanych przez Departament Systemu Finansowego NBP w styczniu 2013 r., przedsiębiorstwa wyraźnie ograniczają popyt na kredyt – w szczególności o długoterminowym charakterze<sup>8</sup>. Zdecydowana tendencja spadkowa popytu na kredyt obserwowana jest w sekcji *Przetwórstwo przemysłowe, Budownictwo i Pozostałe usługi*. Pomimo iż oprocentowanie kredytów było sukcesywnie zmniejszane od drugiego kwartału 2012 r., to w 2013 r. nadal ujawniają się oczekiwania przedsiębiorstw w zakresie redukcji cen kredytów<sup>9</sup>. W oczekiwania te wpisuje się decyzja Rady Polityki Pieniężnej, która na posiedzeniu w dniach 5–6 marca 2013 r. obniżyła stopy procentowe o 50 punktów bazowych do „historycznie najniższego poziomu”. W uzasadnieniu powyższej decyzji RPP wskazała między innymi wyraźne spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce w czwartym kwartale 2012 r. oraz niską dynamikę „akcji kredytowej”, zarówno dla gospodarstw domowych jak i przedsiębiorstw<sup>10</sup>.

Dane dotyczące aktywności przedsiębiorstw w zakresie wykorzystania długu w finansowaniu działalności, jak również prognozy i przewidywania sektora bankowego, wskazują na dalszy spadek zainteresowania przedsiębiorstw długiem jako źródłem kapitału. Tendencje te sugerują, iż w okresie dekonunktury gospodarczej przedsiębiorstwa w mniejszym stopniu są skłonne do finansowania działalności kapitałem obcym, niż w czasie gospodarczego ożywienia. Nie bez znaczenia pozostaje zaostrożenie polityki kredytowej banków, uzasadniane „podwyższonym ryzykiem przyszłej sytuacji gospodarczej”<sup>11</sup>.

Według najnowszych przewidywań NBP (zgodnie z tzw. centralną ścieżką projekcji przedstawiającą wariant rozwoju sytuacji o najwyższym prawdopodobieństwie spełnienia) PKB w Polsce wzrośnie w 2013 r. o 1,3 %, w 2014 r. o 2,6%, a w 2015 r. o 3,1%<sup>12</sup>. Można zatem przypuszczać, iż koniunktura go-

<sup>7</sup> *Ibidem*, s. 34.

<sup>8</sup> Ankieta została przeprowadzona na przełomie grudnia 2012 r. oraz stycznia 2013 r. w 29 bankach, których udział należności od przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych w portfelu sektora bankowego wynosi 81%. Celem badania było ustalenie kierunku zmian w polityce kredytowej, tj. kryteriów, warunków udzielania kredytów oraz zmian popytu na kredyty w polskim systemie bankowym. Zob.: *Sytuacja na rynku kredytowym...*, *op. cit.*, s. 34.

<sup>9</sup> *Ibidem*, s. 36.

<sup>10</sup> Od 7 marca stopa referencyjna wynosi 3,25%, stopa lombardowa 4,75%, stopa depozytowa 1,75%, a stopa redyskonta weksli 3,50% w skali rocznej. W opinii członków RPP decyzja ta jest „dopełnieniem rozpoczętego w listopadzie 2012 r. cyklu łagodzenia polityki pieniężnej” i ma sprzyjać ożywieniu polskiej gospodarki.

*Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej NBP w dniach 5–6 marca 2013 r.*; [http://www.nbp.pl/polityka\\_pieniezna/dokumenty/files/rpp\\_2013\\_03\\_06.pdf](http://www.nbp.pl/polityka_pieniezna/dokumenty/files/rpp_2013_03_06.pdf)

<sup>11</sup> *Sytuacja na rynku kredytowym...*, *op. cit.*, s. 4.

<sup>12</sup> *Raport o inflacji – marzec 2013 r.*, Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej, Warszawa, marzec 2013.

spodarcza nadal będzie oddziaływać na dostępność kapitału obcego oraz poziom ich zadłużenia i strukturę kapitałową.

### 3. WEWNĘTRZNA STOPA WZROSTU PRZEDSIĘBIORSTWA

Przedsiębiorstwa, określając strategiczne cele rynkowe czynią to wskazując zazwyczaj planowany wolumen sprzedaży, udział w rynku bądź tempo wzrostu sprzedaży<sup>13</sup>. Realizacja sprzedaży na określonym poziomie rodzi implikacje w zakresie potrzeb oraz możliwości finansowania działań wiodących do osiągnięcia planowanych zamierzeń.

W sytuacji, gdy przedsiębiorstwo nie ma zamiaru zwiększać zadłużenia ani pozyskiwać dodatkowego kapitału własnego z zewnątrz, bądź ma utrudniony dostęp do kapitałów zewnętrznych, wzrost sprzedaży może być realizowany na poziomie, który w wymiarze finansowych możliwości jest zdeterminowany kwotą zysku zatrzymanego. Koncepcją przydatną w zarządzaniu sprzedażą w powyższych okolicznościach jest wewnętrzna stopa wzrostu (*Internal Growth Rate – IGR*). Stanowi ona modyfikację stopy zrównoważonego wzrostu (*Sustainable Growth Rate – SGR*), zaproponowanej przez R. C. Higginsa<sup>14</sup>.

Stopa SGR odzwierciedla takie tempo wzrostu sprzedaży (według pierwotnej koncepcji R. C. Higginsa także tempo wzrostu aktywów)<sup>15</sup>, które jest możliwe do zrealizowania bez pozyskiwania z zewnątrz dodatkowego kapitału własnego, przy jednoczesnym utrzymaniu danego poziomu obrotowości kapitału, rentowności sprzedaży oraz struktury kapitału i stopy wypłat dywidendy. Podejście to zakłada utrzymanie stałej struktury kapitału, co przy założeniu, iż przedsiębiorstwo generuje dodatni wynik finansowy netto i przeznacza jego część na samofinansowanie wzrostu sprzedaży, tworzy zapotrzebowanie na dodatkowy kapitał obcy, który winien wzrosnąć proporcjonalnie do zysku zatrzymanego. Według powyższego podejścia przedsiębiorstwo zwiększa poziom długu zachowując stałą strukturę kapitału.

Wewnętrzna stopa wzrostu przedsiębiorstwa (*IRG*) wyraża maksymalną stopę wzrostu sprzedaży możliwą do osiągnięcia bez pozyskiwania jakichkolwiek – a więc zarówno własnych, jak i obcych – dodatkowych kapitałów z ze-

[http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/aktualnosci/wiadomosci\\_2013/20130311\\_pkb.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/aktualnosci/wiadomosci_2013/20130311_pkb.html)  
(dostęp 10 marca 2013 r.).

<sup>13</sup> Zob. A. A. Zoltners, P. Sinha, S. E. Lorimer, *The Complete Guide to Sales Force Incentive Compensation, Setting Effective Goals and Objectives* (chapter 9), AMACOM, New York 2006, s. 313–376.

<sup>14</sup> R. C. Higgins, *How Much Growth Can a Firm Afford?*, „Financial Management” 1977, Vol. 6.

<sup>15</sup> R. C. Higgins, R. A. Kerin, *Managing the Growth – Financial Policy Nexus in Retailing*, „Journal of Retailing” 1983, Vol. 59, No. 3.

wnątrz<sup>16</sup>. W koncepcji tej przyjmuje się założenia, które w części są analogiczne do założeń wskazanych przez R. C. Higginsa przy formułowaniu stopy zrównoważonego wzrostu. Założenia te stanowią, iż<sup>17</sup>:

- a) aktywa wzrastają proporcjonalnie do wzrostu sprzedaży,
- b) rentowność netto sprzedaży jest niezmienna,
- c) obrotowość aktywów jest stała,
- d) stopa zysków zatrzymanych nie ulega zmianie.

Zgodnie z założeniami koncepcji wewnętrznej stopy wzrostu przedsiębiorstwo nie pozyskuje dodatkowego kapitału zewnętrznego, co oznacza iż maksymalna wartość dodatkowych aktywów wykorzystanych dla realizacji wzrostu sprzedaży jest wyznaczona przez kwotę zysku zatrzymanego. Konsekwencją realizacji wzrostu sprzedaży według koncepcji wewnętrznej stopy wzrostu jest spadek zadłużenia kapitału własnego (wzrostowi kapitału własnego na poziomie zysków zatrzymanych towarzyszy niezmienny poziom długu).

Formuła wewnętrznej stopy wzrostu przedsiębiorstwa ma następującą postać:<sup>18</sup>

$$IRG = \frac{ROA \times er}{1 - ROA \times er}$$

gdzie:

- IRG* – wewnętrzna stopa wzrostu przedsiębiorstwa,  
*ROA* – rentowność netto aktywów ogółem,  
*er* – stopa zysku zatrzymanego.

Powyższy wzór pozwala na określenie takiego tempa wzrostu sprzedaży, które przedsiębiorstwo jest w stanie sfinansować zyskiem zatrzymanym, bez konieczności pozyskiwania dodatkowych kapitałów z zewnątrz, wypłacając jednocześnie właścicielom część zysku netto.

Realizacja wzrostu sprzedaży według założeń wewnętrznej stopy wzrostu może być zatem zasadna zarówno w przypadku przedsiębiorstw dążących do

<sup>16</sup> Na możliwość zastosowania koncepcji R. C. Higginsa dla potrzeb ustalenia maksymalnej stopy wzrostu sprzedaży w odniesieniu do przedsiębiorstw mających problemy finansowe, czyli z ograniczonym dostępem lub w ogóle bez możliwości pozyskania kapitału z zewnątrz, po raz pierwszy uwagę zwrócili H. D. Platt, M. B. Platt oraz G. Chen - zob. H. D. Platt, M. B. Platt, G. Chen, *Sustainable Growth Rate of Firms in Financial Distress*, „Journal of Economics and Finance”, Summer 1995, Vol. 19, No. 2, s. 147–151.

<sup>17</sup> Zob. M. Papiernik-Wojdera, *Koncepcja zrównoważonego wzrostu a zarządzanie efektywnością przedsiębiorstwa*, [w:] T. Dudycz, G. Osbert Pocięcha, B. Brycz (red.), *Efektywność – konceptualizacja i uwarunkowania*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 262, Wrocław 2012 (według informacji Redaktora Naczelnego Wydawnictwa praca ukaże się drukiem na początku 2013 r.), s. 293–304.

<sup>18</sup> Ch. F. Lee, A. C. Lee (ed.), *Encyclopedia of Finance*, Springer Science and Business Media Inc., New York 2006, s. 152.

zredukowania stopnia zadłużenia kapitału własnego i zakładających realizację wzrostu sprzedaży wyłącznie w oparciu o własny kapitał wewnętrzny (pochodzący z zysku zatrzymanego), jak również w odniesieniu do przedsiębiorstw mających problemy z pozyskaniem dodatkowego kapitału zewnętrznego.

#### 4. RELACJE POMIĘDZY RZECZYWISTĄ STOPĄ SPRZEDAŻY I WEWNĘTRZNĄ STOPĄ WZROSTU WYBRANYCH SPÓŁEK PRZEMYSŁU LEKKIEGO

Dla potrzeb rozpoznania relacji zachodzących pomiędzy rzeczywistym tempem sprzedaży oraz wewnętrzną stopą wzrostu przedsiębiorstw wykorzystane zostały dane pochodzące z jednostkowych sprawozdań finansowych publicznych spółek akcyjnych przemysłu lekkiego, notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2006–11.

Zgodnie z klasyfikacją GPW w rozpatrywanym okresie w sektorze *Przemysł lekki* notowanych było osiem spółek. Z analizy przeprowadzonej dla potrzeb opracowania niniejszego artykułu wyłączone zostały przedsiębiorstwa Skotan SA<sup>19</sup> i Sanwil SA<sup>20</sup>. W przypadku spółki Wistil SA wyłączony został rok 2011<sup>21</sup>. Powyższe wyłączenia są uzasadnione zmianami przedmiotu działalności oraz przekształceniami organizacyjnymi wyżej wymienionych podmiotów w rozpatrywanym okresie.

Wartości rzeczywistej stopy sprzedaży oraz wewnętrznej stopy wzrostu badanych spółek prezentuje tab. 2. Zamieszczone w niej dane dowodzą, iż w rozpatrywanym okresie stopy te wykazywały znaczne zróżnicowanie. W 2009 r. w przypadku wszystkich spółek zanotowano jednak wyraźny spadek wielkości zrealizowanej sprzedaży (rys. 5). Największy spadek sprzedaży miał miejsce w przypadku spółki Lubawa SA (o ponad 50%), a stosunkowo niewielkie spadki sprzedaży zanotowały Novita SA (niecałe 3%) i Bytom SA (7%). Redukcja sprzedaży pozostałych badanych przedsiębiorstw wynosiła 20% do 35%.

<sup>19</sup> Przedmiotem działalności spółki Skotan SA, w momencie jej wejścia na GPW w Warszawie w 1999 r., było garbarstwo. W 2006 r. spółka podjęła działalność w sektorze paliwowym, a działalność garbarska została przeniesiona do spółki zależnej Garbarnia Skotan sp. z o.o. Ze względu na niekorzystne regulacje prawne dotyczące produkcji biopaliw w 2009 r. spółka Skotan SA zrezygnowała z tego kierunku działania na rzecz produkcji pasz dla zwierząt.

<sup>20</sup> Głównym przedmiotem działalności spółki Sanwil do 31.10.2008 r. była produkcja tzw. wyrobów włókienniczych pozostałych. Spółka zajmowała się wytwarzaniem skór ekologicznych i materiałów powlekanych. We wrześniu 2008 r. Sanwil SA zmieniła nazwę na Sanwil Holding SA. Z dniem 01.11.2008 r. nastąpiło przeniesienie przedsiębiorstwa z Sanwil Holding SA do Sanwil Polska Sp. z o.o., zaś przedmiotem działalności Sanwil Holding SA stała się działalność firm centralnych (*head offices*) i holdingów, z wyłączeniem holdingów finansowych.

<sup>21</sup> W październiku 2010 r. Zarząd spółki Wistil SA podjął decyzję o zaprzestaniu działalności produkcyjnej. Decyzja ta została zatwierdzona przez NWZA w listopadzie 2010 r. Spółka ograniczyła działalność do obrotu handlowego produktami wytwarzanymi przez inne jednostki oraz zarządzania grupą kapitałową Wistil SA.

Tabela 2

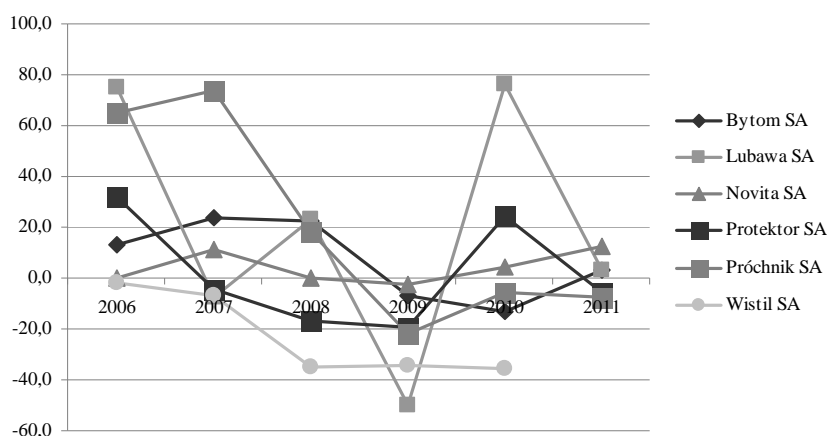
Rzeczywiste stopy sprzedaży oraz wewnętrzne stopy wzrostu spółek przemysłu lekkiego notowanych na GPW w Warszawie w latach 2006–11 (w %)

Lp.	Spółka	RGR* IRG**	Lata					
			2006	2007	2008	2009	2010	2011
1.	Bytom SA	RGR	13,3	23,5	22,7	-7,0	-13,1	3,2
		IRG	8,1	11,7	-0,3	-13,3	-39,8	-12,4
2.	Lubawa SA	RGR	74,8	-7,5	23,4	-50,3	76,0	3,4
		IRG	33,3	15,5	5,8	1,7	-7,8	-5,0
3.	Novita SA	RGR	-0,1	11,3	-0,2	-2,7	4,6	12,6
		IRG	1,8	4,9	5,9	5,9	5,6	1,7
4.	Protektor SA	RGR	31,6	-4,1	-17,0	-19,4	24,5	-5,7
		IRG	11,6	14,1	2,5	0,5	7,6	-20,3
5.	Próchnik SA	RGR	64,8	73,9	18,4	-22,1	-5,5	-7,5
		IRG	-34,5	-19,5	-18,9	-13,2	0,4	0,1
6.	Wistil SA	RGR	-2,0	-6,9	-35,1	-34,6	-35,9	-88,6
		IRG	0,9	-0,7	-4,9	-5,4	-13,4	4,1

\* RGR – rzeczywista stopa sprzedaży,

\*\* IRG – wewnętrzna stopa wzrostu.

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek.



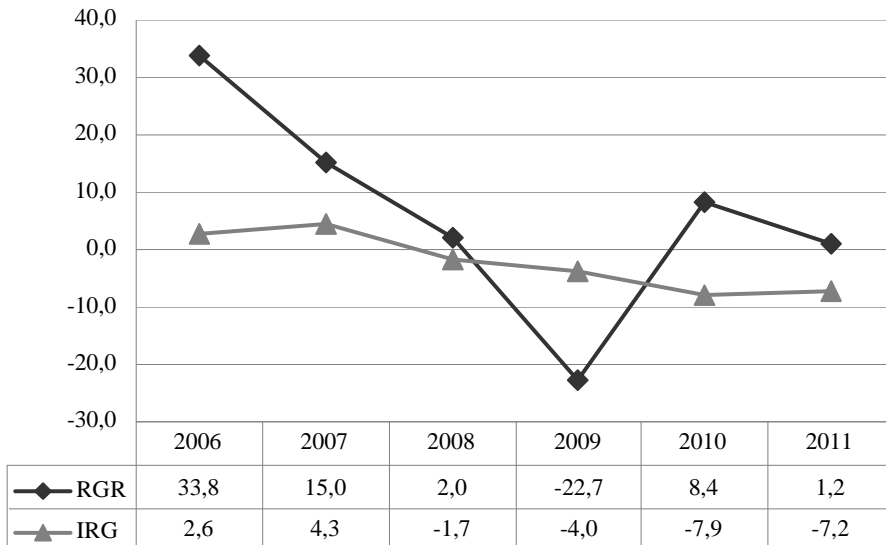
Rys. 5. Dynamika rzeczywistej stopy sprzedaży spółek przemysłu lekkiego notowanych na GPW w Warszawie w latach 2006–11 (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek.

Średnie wartości rzeczywistej stopy sprzedaży spółek przemysłu lekkiego notowanych na GPW w Warszawie wskazują, iż w okresie od 2006 do 2009 r. zanotowano wyraźny spadek dynamiki sprzedaży w tym sektorze. W roku 2009

średni poziom stopy sprzedaży był ujemny i wyniósł  $-22,7\%$ . W kolejnych dwóch latach przeciętna dynamika sprzedaży spółek przemysłu lekkiego wzrosła do  $8,4\%$  w 2010 r. oraz  $1,2$  w 2011 r.

Przeciętna wewnętrzna stopa wzrostu w całym badanym okresie wykazywała tendencję spadkową, przy czym od 2008 do 2011 jej wartość była ujemna (rys. 6).



Rys. 6. Średnie wartości rzeczywistej stopy sprzedaży oraz wewnętrznej stopy wzrostu spółek przemysłu lekkiego notowanych na GPW w Warszawie w poszczególnych latach okresu 2006–11

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek.

Rozpatrując wskaźniki zadłużenia kapitału własnego spółek przemysłu lekkiego notowanych na GPW w Warszawie w latach 2006–11 można stwierdzić, iż w roku 2009 w przypadku czterech spółek (Lubawa SA, Novita SA, Próchnik SA, Wistil SA) zanotowano zmniejszenie zadłużenia kapitału własnego, zaś w pozostałych dwóch spółkach (Bytom SA, Protektor SA) nastąpił wzrost relacji zadłużenia ogółem do kapitału własnego (tab. 3).

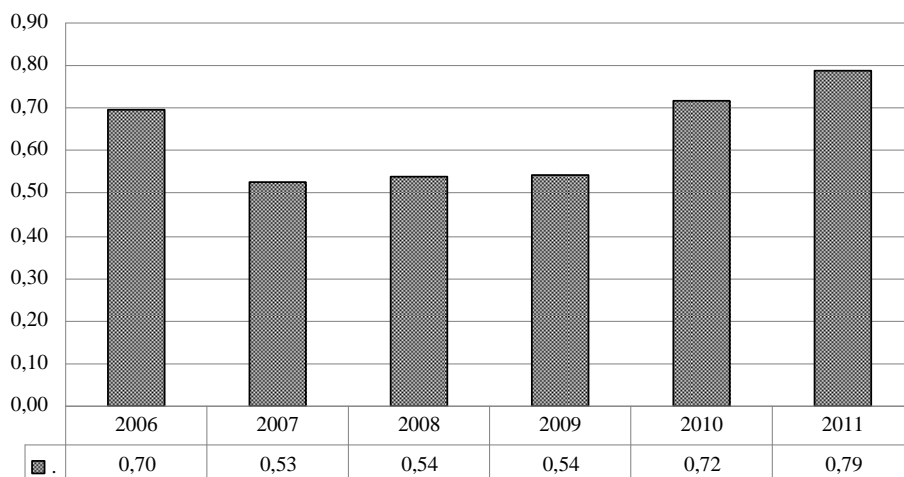
Przeciętny poziom zadłużenia rozpatrywanych spółek przemysłu lekkiego, obliczony jako średnia arytmetyczna wskaźników zadłużenia kapitału własnego tych spółek, wskazuje iż w 2009 r. wskaźnik ten kształtował się na poziomie zbliżonym do wartości notowanych w dwóch poprzednich latach i wyniósł  $0,54$ . Należy jednak zauważyć, że był on wówczas wyraźnie niższy niż w następnych latach, bowiem w 2010 roku wskaźnik ten wzrósł do poziomu  $0,72$ , a w 2011 osiągnął wartość  $0,79$  (rys. 7).

Tabela 3

Wskaźniki zadłużenia kapitału własnego spółek przemysłu lekkiego notowanych na GPW w Warszawie w latach 2006–11

Wyszczególnienie	Lata					
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Bytom SA	1,58	0,51	0,84	1,04	2,95	1,00
Lubawa SA	0,20	0,18	0,14	0,13	0,28	0,19
Novita SA	1,23	0,72	0,49	0,37	0,31	0,34
Protector SA	0,31	0,58	0,34	0,42	0,31	0,44
Próchnik SA	0,20	0,59	0,95	0,93	0,12	0,31
Wistil SA	0,66	0,58	0,49	0,39	0,34	0,11

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek.

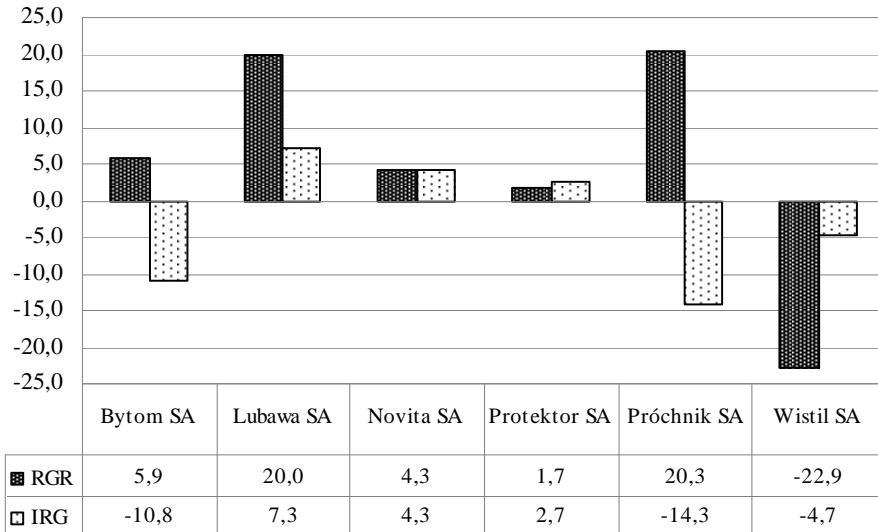


Rys. 7. Średni poziom zadłużenia kapitału własnego spółek przemysłu lekkiego notowanych na GPW w Warszawie w latach 2006–11

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek.

Biorąc pod uwagę wielkości rzeczywistych stóp sprzedaży oraz wewnętrznych stóp wzrostu spółek przemysłu lekkiego notowanych na GPW w Warszawie w latach 2006–11 trudno wskazać jednoznaczną prawidłowość w zakresie kształtowania się wielkości, kierunku zmian czy relacji między poziomami tych stóp (rys. 8).





Rys. 8. Średnie wartości rzeczywistych stóp sprzedaży oraz wewnętrznych stóp wzrostu spółek przemysłu lekkiego notowanych na GPW w Warszawie w latach 2006–11

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek.

Wprawdzie w 2009 r. w odniesieniu do wszystkich rozpatrywanych spółek zanotowano zdecydowany spadek sprzedaży, jednak biorąc pod uwagę poziomy stóp rzeczywistej sprzedaży oraz wewnętrzny stop wzrostu można wskazać szereg różnicowanych przypadków (zob. zał. 1).

Spółka Bytom SA w całym analizowanym okresie charakteryzowała się wyższym poziomem stopy rzeczywistej sprzedaży niż wynosiła jej wewnętrzna stopa wzrostu.

Odwrotna sytuacja miała miejsce w przypadku spółki Wistil SA. Jej wewnętrzna stopa wzrostu kształtowała się na wyższym poziomie niż poziom stopy rzeczywistej sprzedaży w każdym roku analizowanego okresu.

Lubawa SA charakteryzowała się naprzemiennie wyższymi i niższymi względem siebie stopami rzeczywistej sprzedaży i wewnętrznej stopy wzrostu w kolejnych latach.

W odniesieniu do spółek Novita SA, Protektor SA, Próchnik SA zanotowane zostały okresowe (występujące naprzemiennie przez kilka kolejnych lat) wyższe/niższe względem siebie stopy rzeczywistej sprzedaży oraz wewnętrzny stop wzrostu.

Rozpatrując średnie wartości stóp rzeczywistej sprzedaży i wewnętrznych stóp wzrostu poszczególnych spółek można wskazać, iż:

a) w przypadku jednej spółki (Wistil SA) zanotowano ujemne wartości średnich poziomów obu rozpatrywanych stóp,

b) dwie spółki (Bytom SA i Próchnik SA) charakteryzowały się dodatnią wartością średniego poziomu stopy rzeczywistej sprzedaży oraz ujemnym poziomem średniej wartości wewnętrznej stopy wzrostu,

c) trzy spółki (Lubawa SA, Novita SA, Protektor SA) wykazały dodatnie średnie wartości stopy rzeczywistej sprzedaży oraz wewnętrznej stopy wzrostu.

## 5. ZAKOŃCZENIE

Tematyka podjęta w niniejszym artykule traktuje o aktualnych problemach zarządzania przedsiębiorstwem. Wskazują na to zarówno rezultaty badań sektora bankowego, zachowania przedsiębiorstw w zakresie finansowania działalności kapitałem obcym – w tym kredytem bankowym – jak i prognozy poziomu PKB w Polsce na najbliższe lata. Można przypuszczać, iż spowolnienie gospodarcze nadal nie pozostanie bez wpływu na dostępność i możliwość pozyskania kapitałów obcych, jak również potrzeby i zasadność zwiększania zobowiązań przedsiębiorstw, co prawdopodobnie znajdzie odzwierciedlenie w poziomie ich zadłużenia oraz struktury kapitału.

W obliczu powyższych perspektyw ważnym dla przedsiębiorstw zadaniem może być ustalenie możliwej do realizacji skali działania (sprzedaży) w oparciu o własne wewnętrzne zasoby kapitałowe. Możliwość taką tworzy wewnętrzna stopa wzrostu (*Internal Growth Rate*). Odzwierciedla ona maksymalne tempo wzrostu sprzedaży możliwe do osiągnięcia przez przedsiębiorstwo bez pozyskiwania dodatkowego kapitału zewnętrznego.

Biorąc pod uwagę wielkości rzeczywistych stóp sprzedaży oraz wewnętrznych stóp wzrostu spółek przemysłu lekkiego notowanych na GPW w Warszawie w latach 2006–11 trudno wskazać na występowanie jednoznacznej prawidłowości w kształtowaniu się wielkości, kierunku zmian oraz relacji zachodzących pomiędzy poziomami tych stóp. Wprawdzie w 2009 r. w przypadku wszystkich rozważanych spółek zanotowano zdecydowany spadek sprzedaży oraz relatywnie niski poziom zadłużenia kapitału własnego, to nie ma podstaw do stwierdzenia, iż sytuacja ta miała wyraźne przełożenie na poziom wewnętrznej stopy wzrostu. Stopa IRG badanych spółek w 2009 r. wykazywała zróżnicowany poziom, tj. od ponad –13% w przypadku spółek Bytom SA i Próchnik SA do prawie +6% w odniesieniu do spółki Novita SA, osiągając w następnych dwóch latach badanego okresu zarówno wzrosty, jak i spadki. Skala, jak również kierunek zmian tych stóp w kolejnych latach także były zróżnicowane.

## BIBLIOGRAFIA

*Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2012 oraz prognoz koniunktury na I kw. 2013 r.* –  
[http://www.nbp.pl/publikacje/koniunktura/raport\\_1\\_kw\\_2013.pdf](http://www.nbp.pl/publikacje/koniunktura/raport_1_kw_2013.pdf) (dostęp 01 marca 2013 r.).

- Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej NBP w dniach 5–6 marca 2013 r.*; [http://www.nbp.pl/polityka\\_pieniezna/dokumenty/files/rpp\\_2013\\_03\\_06.pdf](http://www.nbp.pl/polityka_pieniezna/dokumenty/files/rpp_2013_03_06.pdf).
- Raport o inflacji – marzec 2013 r.*, Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej, Warszawa, marzec 2013.
- [http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/aktualnosci/wiadomosci\\_2013/20130311\\_pkb.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/aktualnosci/wiadomosci_2013/20130311_pkb.html) (dostęp 10 marca 2013 r.).
- Hagemejer J., Jankiewicz Z., Postek Ł., Puchalska K., Sawicka A., *Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw w III kw. 2012 r.*, Instytut Ekonomiczny NBP, Warszawa, 17.12.2012 r.
- Higgins R. C., *How Much Growth Can a Firm Afford?*, „Financial Management” 1977, Vol. 6.
- Higgins R. C., Kerin R. A., *Managing the Growth – Financial Policy Nexus in Retailing*, „Journal of Retailing” 1983, Vol. 59, No. 3.
- Lee Ch. F., Lee A. C. (ed.), *Encyclopedia of Finance*, Springer Science and Business Media Inc., New York 2006.
- Ocena kondycji ekonomicznej sektora przedsiębiorstw niefinansowych w 2009 r. w świetle danych F-01/I-01*, NBP Instytut Ekonomiczny, czerwiec 2010 – [http://www.nbp.pl/publikacje/koniunktura/raport\\_2009.pdf](http://www.nbp.pl/publikacje/koniunktura/raport_2009.pdf) (dostęp 01 marca 2013 r.).
- Papiernik-Wojdera M., *Koncepcja zrównoważonego wzrostu a zarządzanie efektywnością przedsiębiorstwa*, [w:] T. Dudycz, G. Osbert Pocięcha, B. Brycz (red.), *Efektywność – konceptualizacja i uwarunkowania*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 262, Wrocław 2012 (według informacji Redaktora Naczelnego Wydawnictwa praca ukaże się drukiem na początku 2013 r.).
- Platt H. D., Platt M. B., Chen G., *Sustainable Growth Rate of Firms in Financial Distress*, „Journal of Economics and Finance”, Summer 1995, Vol. 19, No. 2.
- Sytuacja na rynku kredytowym – wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. I kwartał 2013 r.* Warszawa, styczeń 2013 r. – [http://www.nbp.pl/systemfinansowy/rynek\\_kredytowy\\_2013\\_1.pdf](http://www.nbp.pl/systemfinansowy/rynek_kredytowy_2013_1.pdf) (dostęp 01 marca 2013 r.).
- Zoltners A. A., Sinha P., Lorimer S. E., *The Complete Guide to Sales Force Incentive Compensation, Setting Effective Goals and Objectives* (chapter 9), AMACOM, New York 2006.

Marzena Papiernik-Wojdera

## REAL GROWTH RATE AND INTERNAL GROWTH RATE OF ENTERPRISE DURING AN ECONOMIC DOWNTURN

Sales management is one of the most important problems of enterprise activity during an economic downturn. Sales drop and financial distress, at that time, create fundamental challenges for further activity and development of an enterprise. In these circumstances the internal growth rate could be a helpful concept in sales management. The internal growth rate (IGR) is the rate at which a company can grow without obtaining outside financing.

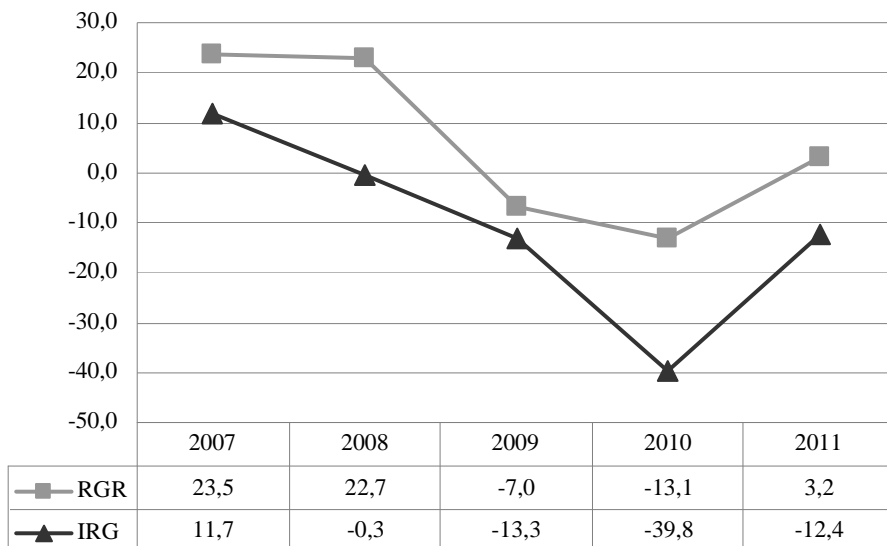
The aim of this paper is to present the idea of internal growth rate and its application to recognition of relations between real sales growth and internal growth rate on the example of companies from the light industry sector listed on the Warsaw Stock Exchange. That problems have been presented in the context of changes in debt of Polish industrial companies between 2006–12 and companies' debt forecast in the near future.

**Key words:** real growth rate, internal growth rate, economic downturn.

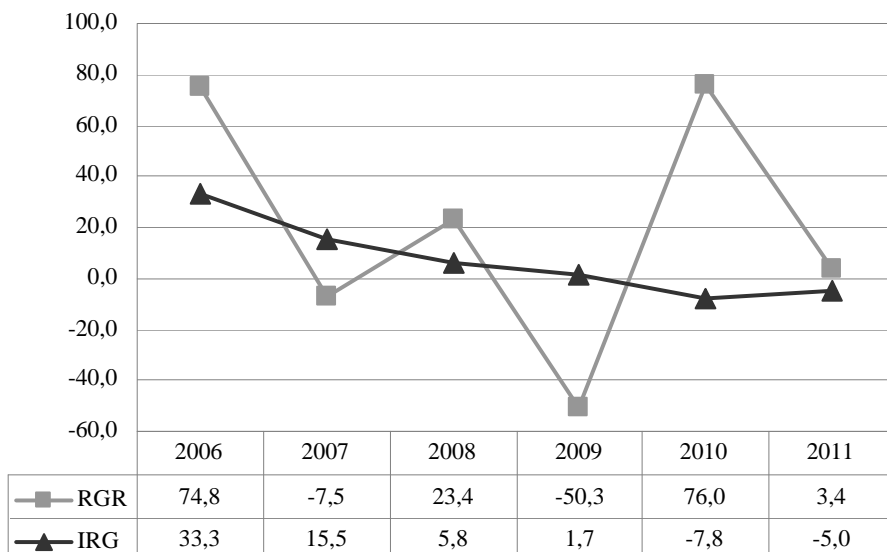
## ZAŁĄCZNIK 1.

Wykresy rzeczywistych stóp sprzedaży (RGR) oraz wewnętrznych stóp wzrostu (IRG) spółek przemysłu lekkiego notowanych na GPW w Warszawie w latach 2006–11

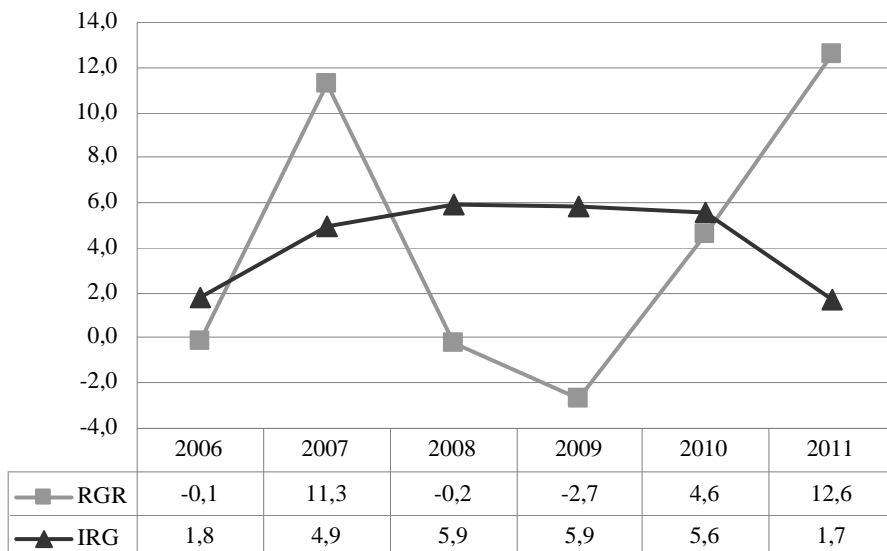
## Bytom SA



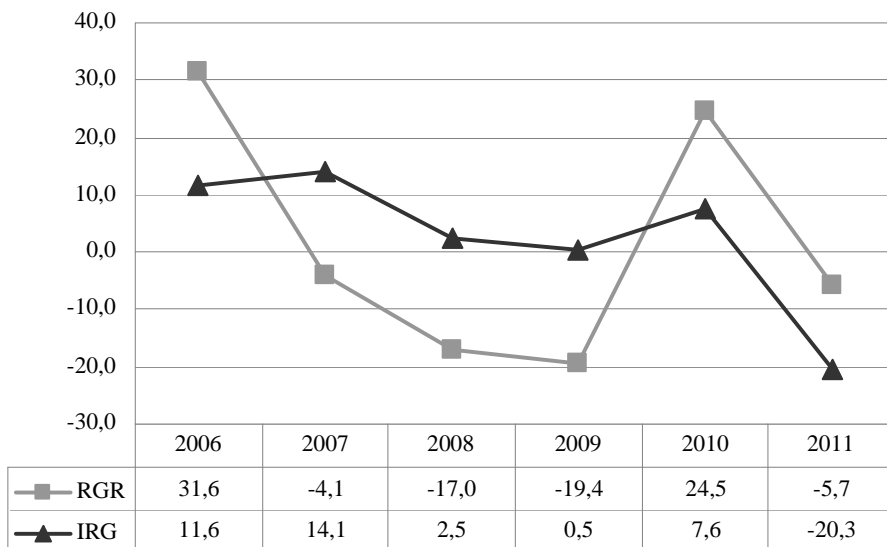
## Lubawa SA



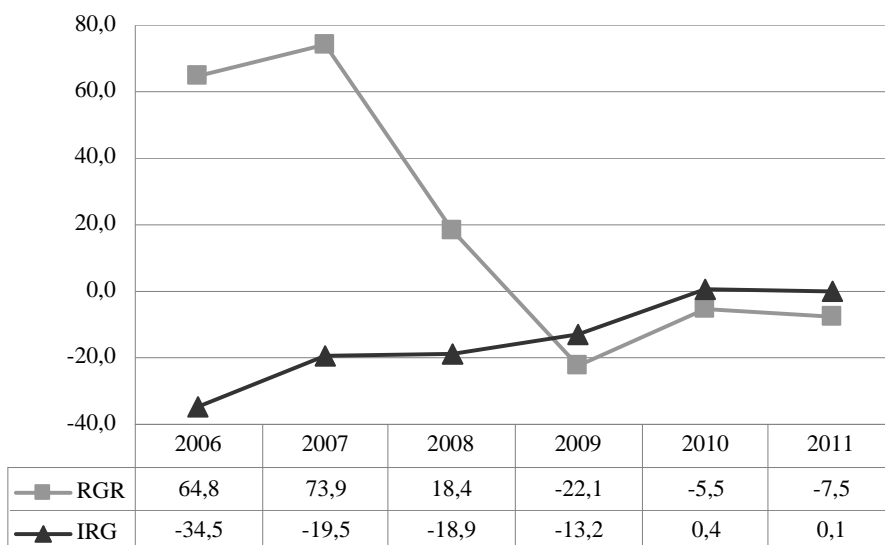
## Novita SA



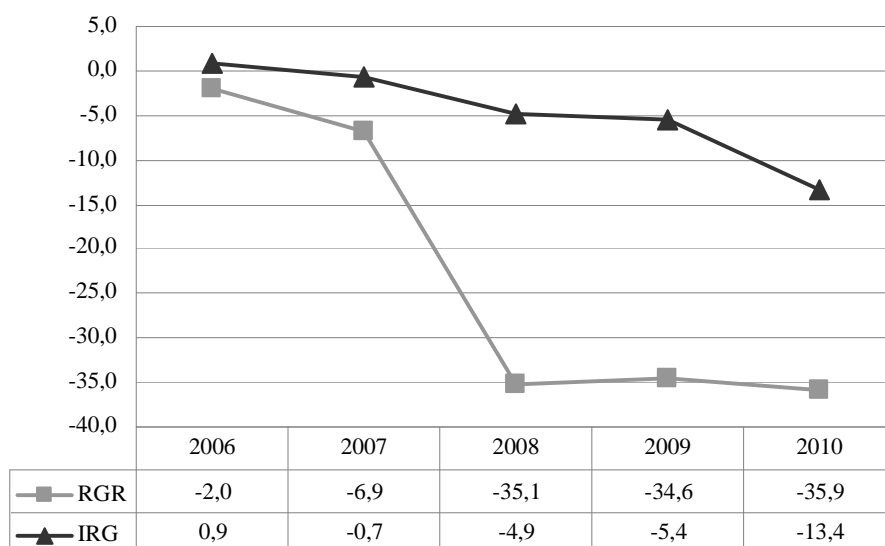
## Protector SA



## Próchnik SA



## Wistil SA





**Aleksandra Pieloch\***

**PIENIĘŻNE WYPŁATY DYWIDENDY A WARTOŚĆ  
RYNKOWA PUBLICZNYCH SPÓŁEK PRZEMYSŁOWYCH  
– PERSPEKTYWA KRÓTKIEGO OKRESU**

**1. WSTĘP**

Zasadniczym celem artykułu jest zaprezentowanie rezultatów badań empirycznych nad kształtowaniem się wartości rynkowej przedsiębiorstw w wyniku przeprowadzenia pieniężnych wypłat dywidendy w spółkach przemysłowych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Problematyka pieniężnych wypłat dywidendy jest zagadnieniem szczególnie istotnym dla realizacji strategicznych celów spółek akcyjnych. Jednym z nich jest pomnażanie wartości rynkowej przedsiębiorstwa uznawanej za wyznacznik zarówno obecnej, jak i przyszłej zdolności spółki do zaspakajania potrzeb jej interesariuszy. Grupą interesu nad wyraz zainteresowaną problematyką wypłat dywidendy są właściciele, którzy oczekują przede wszystkim realizacji wysokich stóp zwrotu z zainwestowanego kapitału. Możliwości zapewnienia akcjonariuszom otrzymania oczekiwanej zwrotności z kapitału zależą m. in. od podejmowania i realizowania przez spółkę w sposób efektywny ważnych decyzji finansowych. Wśród nich bardzo istotną rolę w kształtowaniu wartości rynkowej spółki odgrywają decyzje o podziale zysku netto. Strategiczny charakter tych decyzji wyraża się zarówno w możliwościach inwestycyjnych spółki i kształtowaniu jej sytuacji finansowo-majątkowej, jak również w budowaniu wśród inwestorów pewnego określonego wizerunku przedsiębiorstwa (np. spółki o stabilnej polityce dywidendowej). Wypłata dywidendy nie pozostaje również obojętna względem możliwości osiągnięcia podstawowego celu przedsiębiorstwa, jakim jest maksymalizacja wartości dla właścicieli.

---

\* Dr, Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 90-214, ul. Rewolucji 1905 r. nr 41.



W opracowaniu poddano empirycznej weryfikacji główną hipotezę badawczą stanowiącą, iż pieniężne wypłaty dywidendy skutkują w krótkim okresie spadkiem wartości rynkowej spółek. Postawienie tak sformułowanej hipotezy wiąże się z wypływem środków pieniężnych z przedsiębiorstwa w wyniku wypłaty dywidendy pieniężnej i uszczupleniem jego majątku, ograniczeniem możliwości inwestycyjnych spółki przez obniżenie kapitałów samofinansowania, jak również koniecznością pozyskania – po określonym koszcie kapitału – zewnętrznych źródeł finansowania działalności i rozwoju jednostki gospodarczej.

Główną hipotezę badawczą zoperacjonalizowano za pomocą dwóch hipotez szczegółowych:

– *hipoteza 1*: wypłata dywidendy pieniężnej obniża wartość rynkową spółki w pierwszym dniu notowań akcji „bez dywidendy” a nie w dzień po rzeczywistej wypłacie dywidendy;

– *hipoteza 2*: wraz ze wzrostem wysokości wypłacanej dywidendy pieniężnej obserwuje się spadek kursu giełdowego akcji w krótkim okresie.

Empirycznej weryfikacji postawionych hipotez badawczych dokonano na przemysłowych spółkach akcyjnych notowanych na warszawskim parkiecie w latach 2009–2011. Wybór trzyletniego okresu analitycznego wiąże się z próbą wyeliminowania wpływu różnych faz cyklu koniunkturalnego na kształtowanie się kursów giełdowych akcji.

Zasadniczym sposobem empirycznej weryfikacji postawionej hipotezy badawczej była analiza raportów finansowych publikowanych na stronach internetowych bazy danych *Notoria Serwis SA* oraz wysokości kursów giełdowych akcji zaczerpniętych z platformy *GPWInfoStrefa*. Ponadto, w opracowaniu wykorzystano także informacje z *Roczników Giełdowych*.

## 2. DYWIDENDA A KOSZT KAPITAŁU I WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA

Dywidenda pieniężna to przekazana akcjonariuszom spółki część zysku netto wykazanego w zbadanym przez biegłego rewidenta sprawozdaniu finansowym za ostatni rok obrotowy. Dzięki tej wypłacie gotówkowej inwestorzy realizują zwrot z powierzonego spółce kapitału partycypując w dodatnim wyniku finansowym netto. O sposobie podziału wypracowanego w ostatnim roku obrotowym zysku netto decydują właściciele spółki podczas walnego zgromadzenia akcjonariuszy. Decyzja ta, będąca decyzją ze strategicznego obszaru zarządzania przedsiębiorstwem i wpływająca na szereg sfer jego działalności (zarówno na sferę operacyjną, inwestycyjną, jak i finansową), przekłada się na możliwości funkcjonowania i rozwoju spółki, możliwości i sposoby osiągnięcia celów przedsiębiorstwa, jak również nie pozostaje obojętna względem kształtowania wartości rynkowej spółki.

Termin „dywidenda” jest pojęciem wieloznacznym<sup>1</sup>, który może być rozpatrywany z wielu różnych perspektyw badawczych. Dywidenda jest bowiem nie tylko częścią całkowitej stopy zwrotu z inwestycji kapitałowej (związanej z ryzykiem pozostawienia kapitałów właścicieli do dyspozycji spółki), ale również ceną, jaką spółka płaci inwestorowi za kupno wyemitowanych przez nią akcji<sup>2</sup>. Z prawnego punktu widzenia dywidenda jest traktowana jako płatność dokonywana przez spółkę na rzecz właścicieli w związku z realizacją praw majątkowych ustanowionych w Kodeksie spółek handlowych oraz praw zawartych w statucie spółki<sup>3</sup>. Jest ona jednym ze sposobów uzyskiwania pożytków z prawa własności<sup>4</sup>. Z kolei dla kadry zarządzającej dywidenda stanowi swoisty kontrakt – zobowiązanie zarządzających spółką względem jej właścicieli<sup>5</sup>. Natomiast biorąc pod uwagę zasady funkcjonowania przedsiębiorstwa, dywidenda stanowi trwałe element tradycji i kultury przekazywania inwestorom wypracowanych przez przedsiębiorstwo środków pieniężnych<sup>6</sup>.

Złożoność istoty dywidendy przejawia się także w wieloaspektowości i wielkowymiarowości funkcji, jakie pełni ona w zarządzaniu spółką. Wśród podstawowych funkcji dywidendy – które są ze sobą wzajemnie powiązane, przenikające się i trudno je wyraźnie wyodrębnić – wymienić należy funkcję<sup>7</sup>:

- a) informacyjną,
- b) dochodowo-kosztową,
- c) motywacyjną oraz
- d) kontrolną.

Wszystkie wskazane funkcje dywidendy są tak samo niezmiernie ważne dla prawidłowego funkcjonowania i rozwoju przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym. Wydaje się jednakże, iż z punktu widzenia możliwości wpływu wypłat dywidendowych na wartość rynkową spółki, należy zwrócić szczególną uwagę na funkcję dochodowo-kosztową.

Dywidenda stanowi opodatkowany dochód akcjonariusza i obok zysków kapitałowych, czy dochodów z innych tytułów (takich jak np. dochody ze sprze-

---

<sup>1</sup> J. Gajdka, E. Walińska, *Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka*, t. 2, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998, s. 267.

<sup>2</sup> M. Sierpińska, *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Kraków 1999, s. 56.

<sup>3</sup> A. N. Duraj, *Czynniki realizacji polityki wypłat dywidendy przez publiczne spółki akcyjne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 14.

<sup>4</sup> M. Wypych, *Umorzenie akcji i wypłata dywidend a wycena rynkowa spółki*, [w:] J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Płock–Beijing–Łódź 2004, s. 102.

<sup>5</sup> M. Panfil, A. Szablewski, *Metody wyceny spółki. Perspektywa klienta i inwestora*, Poltex, Warszawa 2007, s. 287.

<sup>6</sup> G. M. Frankfurter, B. G. Wood, J. Wansley, *Dividend policy. Theory and practice*, Academic Press, San Diego 2003.

<sup>7</sup> Szerzej: A. N. Duraj, *Czynniki...*, *op. cit.*, s. 27–32.

daży emitentowi jego akcji własnych<sup>8</sup>) jest dla właściciela korzyścią finansową z tytułu posiadania akcji<sup>9</sup>. Funkcja dochodowa dywidendy dotyczy zatem inwestorów, dla których wypłata dywidendy jest częścią całkowitej stopy zwrotu z tytułu zainwestowanego w spółkę kapitału<sup>10</sup>. Stopa ta może być obliczana jako suma tradycyjnej stopy zwrotu z akcji (na którą składa się współczynnik tempa zmian ceny akcji oraz stopa dywidendy) i stopy dochodu netto z odkupienia akcji własnych<sup>11</sup>. Wyrazić ją można przy użyciu następującej formuły<sup>12</sup>:

$$TSR = \left( \frac{p_1 - p_0}{p_0} + \frac{DPS}{p_0} + \frac{VS_0 - VS_z}{p_1} \right) \times 100$$

gdzie:

- TSR* – całkowita stopa zwrotu z akcji,
- p*<sub>1</sub> – cena sprzedaży akcji,
- p*<sub>0</sub> – cena zakupu akcji,
- DPS* – dywidenda na akcję,
- VS*<sub>0</sub> – wartość jednostkowa odkupionych akcji,
- VS*<sub>z</sub> – wartość jednostkowa akcji wykorzystanych do zrealizowania zobowiązań spółki wynikających z wystawionych opcji na akcję.

Wypłatę dywidendy można również rozpatrywać w kategoriach kosztu. Specyfika dywidendy jako kosztu przejawia się w tym, że nie jest ona kosztem uzyskania przychodu, a zatem jej wypłata nie wpływa na kształtowanie się wysokości podstawy opodatkowania, jak i wyniku finansowego netto za ostatni rok obrotowy. Dywidendę można natomiast traktować jako swoisty rodzaj kosztu korzystania z kapitału akcjonariuszy<sup>13</sup>. Koszt ten należy rozumieć jako:

- a) koszt pozyskania przez spółkę kapitału własnego zewnętrznego;
- b) koszt związany ze zmniejszeniem własnych wewnętrznych źródeł finansowania przedsiębiorstwa i ograniczeniem możliwości samorozwoju z wykorzystaniem nagromadzonych zysków zatrzymanych<sup>14</sup>;

<sup>8</sup> Szerzej o odkupieniu akcji własnych: A. Pieloch, *Motywy i efekty wykupu akcji własnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 308.

<sup>9</sup> Por.: A. N. Duraj, *Wypłata dywidendy i praktyka nabywania oraz umarzania akcji własnych a wartość przedsiębiorstwa*, [w:] J. Duraj (red.), *Prace z zakresu ekonomiki i zarządzania przedsiębiorstwem*, „Acta Universitatis Lodzianis” 2008, Folia Oeconomica 214, Łódź, s. 19–20.

<sup>10</sup> A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz (red.), *Value Based Management. Koncepcje, narzędzia, przykłady*, Poltex, Warszawa 2008, s. 419.

<sup>11</sup> E. F. Brigham, J. F. Houston, *Podstawy zarządzania finansami*, t. 2, PWE, Warszawa 2005, s. 191–230.

<sup>12</sup> M. Panfil, A. Szablewski, *op. cit.*, s. 293.

<sup>13</sup> M. Sierpińska, *op. cit.*, s. 56.

<sup>14</sup> J. M. Poterba, L. M. Summers, *New Evidence that Taxes Affect Valuation of Dividends*, „Journal of Finance” 1984, No. 4.

- c) koszt przeprowadzenia operacji zatwierdzenia wypłaty dywidendy<sup>15</sup>;  
 d) koszty transakcyjne związane z wypłatą dywidendy (koszty prowizji bankowych, koszty ogłoszeń, czas poświęcony na obsługę wypłaty dywidendy, rozliczenie i odprowadzenie podatku dochodowego od zysków kapitałowych)<sup>16</sup>;  
 e) koszty pozyskania kapitałów obcych (np. odsetki od kredytów zaciągniętych na wypłatę dywidendy, czy finansowanie projektów inwestycyjnych).

Dywidenda jest jednym z zasadniczych czynników kształtujących wysokość kosztu kapitału własnego. Wyznaczanie kosztu kapitału własnego w oparciu o model Gordona wymaga znalezienia tempa wzrostu dywidend, które określane być może na podstawie zmian poziomu dywidendy w latach ubiegłych bądź za pomocą informacji dotyczących stopnia reinwestycji zysku. Koszt akcji zwykłych nowej emisji można obliczyć posługując się następującym wzorem<sup>17</sup>:

$$k_{az} = \frac{DPS_1}{P_{az_0} - F_{sz}} \times 100 + roe \times ER + i$$

gdzie:

- $k_{az}$  – koszt kapitału własnego zwykłego,  
 $DPS_1$  – wartość dywidendy jednostkowej płaconej w roku 1,  
 $P_{az_0}$  – cena rynkowa akcji zwykłej w roku bazowym,  
 $F_{sz}$  – koszty emisji i sprzedaży przypadające na jedną akcję zwykłą,  
 $roe$  – rentowność kapitału własnego (ang. *return on equity*),  
 $ER$  – zysk zatrzymany (ang. *retained earnings*),  
 $i$  – stopa inflacji.

Wraz ze wzrostem dywidendy jednostkowej – jak i zwiększaniem się tempa wzrostu dywidendy – rośnie koszt kapitału własnego, a przy innych czynnikach *ceteris paribus* obserwuje się również wzrost średnioważonego kosztu kapitału (ang. *WACC – weighted average cost of capital*). Ponieważ *WACC* może służyć jako stopa dyskontowa w wyznaczaniu wartości rynkowej przedsiębiorstwa metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych, w konsekwencji jego wzrostu maleje wartość rynkowa spółki<sup>18</sup>.

<sup>15</sup> A. N. Duraj, *Czynniki...*, *op. cit.*, s. 15.

<sup>16</sup> E. M. Wrońska, *Źródła finansowania wypłat dywidend*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008, s. 35.

<sup>17</sup> Por.: B. Woźniak-Sobczak, *Funkcje kapitału w strategicznym zarządzaniu przedsiębiorstwem*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego w Katowicach, Katowice 2005, s. 62 i nast.; M. Wypych (red.), *Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, Wydawnictwo Absolwent, Łódź 2007, s. 99.

<sup>18</sup> Wraz ze wzrostem wypłat dywidendy rynkowa wartość przedsiębiorstwa maleje, ponieważ przyszłe przepływy pieniężne są dyskontowane po wymaganej przez inwestora wyższej stopie zwrotu z zainwestowanego kapitału, co wyrazić można za pomocą następującej formuły:

Wydaje się, iż w tym momencie koniecznym staje się zastanowienie nad odpowiedzią na dwa następujące pytania:

– kiedy wypłata dywidendy wpływa na wartość rynkową spółki (w dniu, w którym staje się ona dochodem właściciela z inwestycji kapitałowej czy może w dniu, w którym dywidenda staje się dla przedsiębiorstwa rzeczywistym kosztem korzystania z kapitału akcjonariuszy)?

– w jakim okresie czasu (krótkim czy długim) obserwowane będą zmiany wartości rynkowej przedsiębiorstwa spowodowane wypłatą dywidendy i jaki będzie charakter tych zmian?

Odpowiedzi na zadane powyżej pytania można udzielić opierając się na założeniach teorii sygnalizacji<sup>19</sup>. W okresie krótkim, wypłata dywidendy może stanowić dla potencjalnych inwestorów sygnał, że akcje spółki, które planują oni zakupić, mogą nie posiadać już w sobie prawa do otrzymania dywidendy z zysku netto za ostatni rok obrotowy<sup>20</sup>. Akcjonariuszom prawo to nie będzie przysługiwało w momencie, gdy zakupią oni walory w pierwszym dniu notowań „bez dywidendy”. Nabycie przez inwestora akcji w dniu odcięcia prawa do dywidendy oznacza, iż nie będzie on mógł partycypować w wypracowanym przez spółkę w ostatnim roku obrotowym dodatnim wyniku finansowym, a zatem jego dochód z inwestycji będzie niższy o kwotę wypłaconej w tym roku dywidendy jednostkowej. W związku z tym, inwestor ten będzie skłonny nabyć akcje spółki po cenie niższej niż ich kurs rynkowy na zamknięciu w poprzednim dniu notowań na giełdzie. W rezultacie wypłaty dywidendy wartość rynkowa spółki spadnie w pierwszym dniu notowań akcji „bez dywidendy”<sup>21</sup>, jednakże – w szczególności w przypadku spółek stosujących trwałą politykę wypłat dywidendowych – charakter tych zmian będzie prawdopodobnie krótkookresowy<sup>22</sup>.

$$MVF = \sum_{t=1}^n \frac{FVCF_t}{(1+WACC)^t}$$

gdzie:

$MVF$  – wartość rynkowa przedsiębiorstwa,

$FVCF_t$  – wartość przyszła oczekiwanych przepływów pieniężnych dla firmy w okresie  $t$ ,

$WACC$  – średnioważony koszt kapitału.

<sup>19</sup> Zob.: K. Chan, D. Ikenberry, I. Lee, *Economic Sources of Gain*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, September 2004, Vol. 39, No. 3, s. 463.

<sup>20</sup> A. Damodaran, *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Helion, Gliwice 2007, s. 1015.

<sup>21</sup> Zob. np.: J. A. Campbell, W. Beranek, *Stock Price Behavior on Ex-dividend Dates*, „Journal of Finance” 1955, Vol. 10, s. 425–429; F. Hayashi, R. Jagannathan, *Ex-day Behavior of Japanese Stock Prices*, „Journal of the Japanese and International Economics” 1990, Vol. 4, s. 401–427; L. D. Booth, D. J. Johnson, *The Ex-dividend Day Behavior of Canadian Stock Price: Tax Changes and Clientele Effects*, „Journal of Finance” 1984, s. 457–476; P. Brown, T. Walter, *Ex-dividend Day Behavior of Australian Share Prices*, „Australian Journal of Management” 1986, Vol. 11, Issue 2, s. 139; M. Borges, *The Ex-Dividend Day Stock Price Behavior: The Case of Portugal*, „Atlantic Economic Journal” 2008, Vol. 36, s. 15–30.

<sup>22</sup> Wskazać należy, iż samo ogłoszenie wypłaty dywidendy skutkuje zwykle wzrostem wartości rynkowej spółki. Badania przeprowadzone np. przez I. Kamińską wykazały, że kurs rynkowy

Dodać należy, iż badania nad kształtowaniem się wartości rynkowej spółek w dniu odcięcia prawa do dywidendy – tj. w dniu, w którym dywidenda staje się dochodem właściciela z inwestycji kapitałowej – wykazały, że kurs giełdowy akcji spada zwykle o wartość niższą niż wysokość deklarowanej dywidendy jednostkowej. Nie można jednakże udzielić jednoznacznej odpowiedzi na pytanie o czynniki warunkujące taki spadek ceny rynkowej. Do najczęściej wskazywanych w literaturze przedmiotu determinant takich zmian należą:

- a) regulacje systemu podatkowego<sup>23</sup>,
- b) działania inwestorów krótkoterminowych i ich preferencje<sup>24</sup>,
- c) wysokość kosztów transakcyjnych i możliwości arbitrażu<sup>25</sup>,
- d) mikrostruktura rynku<sup>26</sup>,
- e) forma wypłat dywidendy i jej wysokość<sup>27</sup>,
- f) trwałość przyjętej polityki dywidendowej oraz
- g) struktura kapitału przedsiębiorstwa<sup>28</sup>.

Z kolei w dniu, w którym dywidenda stanowi dla przedsiębiorstwa rzeczywisty koszt korzystania z kapitału akcjonariuszy, czyli w dniu wypłaty środków pieniężnych na rzecz właścicieli, nie ma ona już takiej siły sygnalizacyjnej, jak w pierwszym dniu notowań akcji „bez dywidendy”, a zatem jej wypłata nie powinna już w tak znaczący sposób wpływać na wartość rynkową spółki.

Teoria sygnalizacji może również w długim okresie posłużyć tłumaczeniu kształtowania się rynkowej wartości przedsiębiorstwa w wyniku dokonywania przez spółkę wypłat dywidendowych. Inwestorzy przywiązują szczególną uwagę do informacji dotyczących dywidendy. Jej wypłaty traktują zarówno jako sygnał o bieżącej kondycji finansowej spółki, jak również informację o prognozowanych wynikach, możliwościach rozwojowych i konkurencyjnych przedsiębiorstwa. Zarząd spółki – posiadający pełniejsze informacje o tej jednostce – może wykorzystać wypłatę dywidendy do przekazania obecnym i potencjalnym ak-

---

akcji spółek warszawskiego parkietu wzrastał najbardziej w dzień po ogłoszeniu wypłaty dywidendy, by następnie stopniowo spadać w kolejnych dniach, (zob.) I. Kamińska, *Wpływ podania do wiadomości publicznej decyzji o wypłacie dywidendy na wartość rynkową spółki w Polsce i w Portugalii*, [w:] W. Frąckowiak (red.), *Z badań nad rynkiem kapitałowym w Polsce*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2001, s. 270.

<sup>23</sup> E. J. Elton, M. J. Gruber, *Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect*, „Review of Economics and Statistics” 1970, Vol. 52, s. 68–74.

<sup>24</sup> J. Lakonishok, T. Vermaelen, *Tax Reform and the Ex-dividend Day Behavior*, „Journal of Finance” 1983, s. 1157–1179.

<sup>25</sup> J. H. Boyd, R. Jagannathan, *Ex-dividend Price Behavior of Common Stocks*, „Review of Financial Studies” 1994, Vol. 7, s. 711–741.

<sup>26</sup> D. A. Dubofsky, *A Market Microstructure Explanation of Ex-dividend Abnormal Returns*, „Financial Management” 1992, Vol. 42, s. 163–168.

<sup>27</sup> R. Bali, G. L. Hite, *Ex-dividend Day Stock Price Behavior: Discreteness or Tax-induced Clienteles?*, „Journal of Financial Economics” 1998, Vol. 47, s. 127–159.

<sup>28</sup> D. W. French, P. L. Varson, K. P. Moon, *Capital Structure and the Ex-Dividend Day Return*, „The Financial Review” 2005, Vol. 40, s. 361–379.

cjonariuszom określonych informacji na temat spółki i tym samym wpływać na zachowania inwestorskie, a konsekwencji na wartość rynkową spółki.

Szczególną wartością sygnalizacyjną ma w długim okresie stabilność przyjętej polityki wypłat dywidendy. Przestrzegając określonej polityki wypłat dywidendowych zarząd spółki może sygnalizować wysoką rentowność realizowanych projektów inwestycyjnych, co w konsekwencji ma skutkować trwałym wzrostem wartości rynkowej spółki<sup>29</sup>. Przedsiębiorstwa dążą do kontynuowania wybranej polityki wypłat dywidendy nawet wtedy, gdy wypłata ta wiąże się z pozyskaniem dodatkowych obcych źródeł finansowania<sup>30</sup>. Jeżeli spółka nie posiada wystarczająco dużo wolnych środków pieniężnych do tego, by móc zrealizować wypłatę dywidendy, może podjąć decyzję o emisji nowych akcji<sup>31</sup>. Pamiętać jednak należy, iż takie rozwiązanie jest niekorzystne dla akcjonariuszy, gdyż zwiększa się liczba akcji w obrocie, co w konsekwencji może negatywnie wpłynąć na wysokość ich kursu giełdowego<sup>32</sup>.

Długoterminowy efekt sygnalizacyjny dywidendy wyraża się nie tylko w stabilności polityki jej wypłat, ale również odzwierciedla się w jej wysokości oraz regularności przekazywania inwestorom części wypracowanego zysku netto. Zwiększanie wysokości wypłacanej dywidendy w stosunku do lat ubiegłych skutkuje zwykle ponadprzeciętnym wzrostem wartości rynkowej spółki. Natomiast zmniejszanie wypłat dywidendy generuje często ponadprzeciętne spadki kursu giełdowego akcji<sup>33</sup>. Dodać należy także, że spółki, które regularnie wypłacają dywidendę – bez względu na jej wysokość – są lepiej postrzegane przez inwestorów<sup>34</sup>, co również nie pozostaje obojętne względem wartości rynkowej tych przedsiębiorstw.

W literaturze przedmiotu istnieje wiele zróżnicowanych poglądów na temat wpływu polityki dywidendy na wartość rynkową spółki. Wśród nich należy wyróżnić trzy podstawowe stanowiska:

---

<sup>29</sup> S. Bhattacharya, *Imperfect Information, Dividend Policy and 'the Bird in the Hand' Fallacy*, „Bell Journal of Economics” 1979, No. 10, s. 259–275.

<sup>30</sup> G. Donaldson, *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*, Harvard Graduate School of Business Administration, Boston 1961, s. 294.

<sup>31</sup> S. Bhattacharya, *Non-dissipative Signaling Structures and Dividend Policy*, „Quarterly Journal of Economics” 1980, No. 95, s. 1–24.

<sup>32</sup> J. Lintner, *Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations*, „Review of Economics and Statistics”, August 1962, s. 243–269.

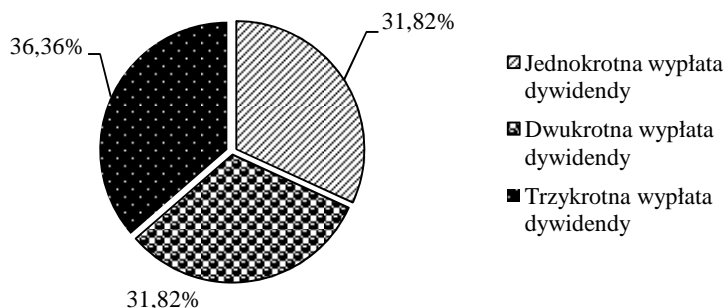
<sup>33</sup> Zob. np.: R. R. Pettit, *Dividend Announcements, Security Performance and Capital Market Efficiency*, „Journal of Finance” 1972, No. 27, s. 993–1007; T. E. Dielman, H. R. Oppenheimer, *An Examination of Investor Behavior During Periods of Large Dividend Changes*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1984, No. 19, s. 197–216.

<sup>34</sup> M. Wypych, *Nadzór właścicielski a polityka dywidend na przykładzie polskich spółek giełdowych*, [w:] J. Dura (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, t. 3, Wydawnictwo Naukowe Novum, Płock–Łódź 2001, s. 161–186.

- a) poglądy grupy środkowej (polityka neutralna) – wypłata dywidendy nie wpływa na wartość rynkową spółki<sup>35</sup>;
- b) poglądy grupy konserwatywnej (polityka prodywidendowa) – wzrost wypłat dywidendy powoduje wzrost wartości spółki<sup>36</sup>;
- c) poglądy grupy radykalnej (polityka antydywidendowa) – wypłata dywidendy obniża wartość rynkową spółki<sup>37</sup>.

### 3. KSZTAŁTOWANIE SIĘ WARTOŚCI RYNKOWEJ PRZEMYSŁOWYCH SPÓŁEK DYWIDENDOWYCH – WYNIKI BADAŃ EMPIRYCZNYCH

W wybranym okresie badawczym dywidendę pieniężną wypłaciły łącznie 44 spółki przemysłowe. Wśród nich dominowały te przedsiębiorstwa, które trzykrotnie w całym okresie analitycznym przekazały akcjonariuszom wypracowany dodatni wynik finansowy netto. Było to 16 spółek (36,36% badanej zbiorowości). W latach 2009–2011 dywidenda pieniężna została dwukrotnie wypłacona przez 14 podmiotów, czyli 31,82% analizowanych przedsiębiorstw. Jednokrotnej wypłaty środków pieniężnych w postaci dywidendy dokonało 31,82% badanej populacji (zob. rys. 1).



Rys. 1. Częstotliwość wypłat dywidendy pieniężnej przez spółki przemysłowe notowane na GPW w Warszawie w latach 2009–2011

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Roczników giełdowych* za lata 2010–2012.

Do dalszych badań przyjęto 16 spółek prowadzących działalność przemysłową, które w każdym z trzech lat wybranego okresu analitycznego przeprowa-

<sup>35</sup> M. H. Miller, F. Modigliani, *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*, „Journal of Business” 1961, Vol. 34, s. 433–443.

<sup>36</sup> M. J. Gordon, *Dividends, Earnings and Stock Prices*, „Review of Economics and Statistics” 1959, Vol. 41, s. 99–105.

<sup>37</sup> A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz (red.), *op. cit.*, s. 423.



dziły wypłatę dywidendy pieniężnej. Takie zawężenie grupy badawczej wynikało z próby wyeliminowania dywidendowego efektu sygnalizacyjnego. Zauważyć należy, iż ogłoszenie przez emitenta wypłaty dywidendy pieniężnej (szczególnie, jeżeli nie była ona płacona w poprzednich latach), jak również podjęcie przez walne zgromadzenie akcjonariuszy decyzji o zaprzestaniu tej wypłaty w danym roku obrotowym może znacząco wpłynąć na kurs giełdowy akcji.

W badaniach nad kształtowaniem się wartości rynkowej spółek w reakcji na wypłatę dywidendy pieniężnej wykorzystano współczynnik *DROP* (ang. *a price-change-to-dividend ratio*) będący relacją zmiany ceny rynkowej waloru do dywidendy wypłacanej na jedną akcję<sup>38</sup>.

Badania empiryczne na kształtowaniem się wartości rynkowej przemysłowych spółek dywidendowych wykazały, iż rynek kapitałowy reaguje na wypłatę dywidendy pieniężnej spadkiem ceny rynkowej akcji. Obniżenie cen tych walorów zaobserwowano w pierwszym dniu notowań akcji „bez dywidendy”. Przeprowadzone badania wykazały, iż wśród spółek przemysłowych dominowały te przedsiębiorstwa, w których wartość współczynnika *DROP* kształtowała się między 0 a 1. Oznacza to, iż w 62,50% przypadków wypłat dywidendy pieniężnej kurs rynkowy akcji spadł w dniu odcięcia prawa do dywidendy o wartość niższą niż wartość wypłacanej przez spółkę dywidendy jednostkowej. Dodać należy, iż w omawianej grupie spółek przeważały te jednostki, dla których wartość współczynnika *DROP* ukształtowała się pomiędzy 0 a 0,25. Oznacza to, że w 22,92% wszystkich przypadków wypłat dywidendowych kurs giełdowy akcji spadł w pierwszym dniu notowań akcji „bez dywidendy” maksymalnie o 25% wartości dywidendy jednostkowej (zob. tab. 1).

Wartość współczynnika *DROP* wyższą od 1 – oznaczającą spadek kursu rynkowego akcji o wartość wyższą niż wartość wypłacanej dywidendy na akcję – zaobserwowano w przypadku 16,67% badanej populacji. Trzecią co do wielkości grupę stanowiły spółki, których kurs rynkowy akcji w dniu odcięcia prawa do dywidendy wzrósł w stosunku do ostatniego dnia, w którym takie prawo przysługiwało inwestorowi (10,42%). Jedynie w 8,33% przypadków kurs giełdowy akcji spółki spadł w dniu odcięcia prawa do dywidendy dokładnie o wartość deklarowanej przez spółki dywidendy na akcję (*DROP* = 1), a tylko w 2,08% przypadków wypłata dywidendy pieniężnej nie miała wpływu na zmianę ceny rynkowej akcji (*DROP* = 0).

<sup>38</sup> Współczynnik ten obliczony został z wykorzystaniem następującej formuły:

$$DROP = \frac{P_c - P_x}{DPS}$$

gdzie:

$P_c$  – cena zamknięcia na ostatni dzień z prawem do dywidendy z zysku za ostatni rok obrotowy,

$P_x$  – cena otwarcia w dniu odcięcia prawa do dywidendy,

$DPS$  – dywidenda na akcję.

Zob.: D. W. French, P. L. Varson, K. P. Moon, *op. cit.*, s. 370.

Tabela 1

Kształtowanie się wartości współczynnika *DROP* w pierwszym dniu notowań akcji „bez dywidendy” oraz dzień po wypłacie dywidendy pieniężnej

Wysokość współczynnika <i>DROP</i>	W pierwszym dniu notowań „bez dywidendy”		W dzień po wypłacie dywidendy pieniężnej	
	liczba przypadków	udział [%]	liczba przypadków	udział [%]
$DROP < 0$	5	10,42	20	41,67
$DROP = 0$	1	2,08	15	31,25
$DROP \in (0;1)$ , w tym:	30	62,50	11	22,92
$DROP \in (0,00;0,25)$	11	22,92	5	10,43
$DROP \in (0,25;0,50)$	8	16,67	1	2,08
$DROP \in (0,50;0,75)$	7	14,58	4	8,33
$DROP \in (0,75;1,00)$	4	8,33	1	2,08
$DROP = 1$	4	8,33	0	0,00
$DROP > 1$	8	16,67	2	4,16
Razem	48	100,00	48	100,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Roczników giełdowych* za lata 2010–2012 oraz platformy *GPWInfoStrefa*.

Z kolei w pierwszym dniu po wypłacie dywidendy pieniężnej zaobserwowano sytuację odwrotną. W tym dniu notowań największą grupę wśród przedsiębiorstw przemysłowych stanowiły spółki, dla których wartość współczynnika *DROP* była ujemna. Oznacza to, że w pierwszym dniu po wypłacie dywidendy pieniężnej w 41,67% przypadków wartość rynkowa spółek wzrosła. Drugą pod względem wielkości grupę stanowiły te spółki, w których w pierwszym dniu po pieniężnych wypłatach dywidendy kurs giełdowy akcji nie zmienił się. Wypłata dywidendy pieniężnej nie miała wpływu na wartość przedsiębiorstwa w 31,25% przypadków. Spadek ceny rynkowej walorów o wartość niższą niż wartość dywidendy jednostkowej nastąpił w 22,92% przypadków. Zauważyć należy, iż w większości przypadków kurs giełdowy akcji spółek przemysłowych nie obniżył się o więcej niż 25% wartości dywidendy jednostkowej (10,43%). W pierwszym dniu notowań następującym po dniu wypłaty dywidendy pieniężnej, spadek ceny rynkowej walorów o wartość wyższą niż wysokość dywidendy na akcję miał miejsce jedynie w 4,16 % przypadków. W tym dniu nie zaobserwowano żadnego spadku wartości przedsiębiorstwa o wysokość równą wysokości pieniężnych wypłat dywidendy (zob. tab. 1).

Porównanie średnich wartości współczynnika *DROP* w pierwszym dniu notowań akcji „bez dywidendy” z jego średnimi wartościami w dniu następującym po dniu wypłaty dywidendy pieniężnej pozwala zauważyć, że w badanej grupie spółek przemysłowych średnie wartości współczynnika *DROP* były dużo wyż-

sze w dniu odcięcia prawa do dywidendy niż w dzień po jej wypłacie. Oznacza to, że kurs giełdowy waloru spadł w pierwszym dniu, w którym akcja nie zawierała już w sobie prawa do dywidendy za ostatni rok obrotowy, średnio o 58,6% wysokości dywidendy jednostkowej. Natomiast w pierwszym dniu po pieniężnej wypłacie dywidendy średnia wartość *DROP* była już dużo niższa. Średni spadek ceny rynkowej akcji w tym dniu wyniósł jedynie 3,2% wartości dywidendy wypłaconej na akcję (zob. tab. 2).

Tabela 2

Wartości podstawowych statystyk opisowych dla *DROP* względem wysokości stopy wypłat dywidendy *DPR* w latach 2009–2011

Wysokość stopy wypłat dywidendy	Liczba przypadków	Wartość współczynnika <i>DROP</i>					
		W pierwszym dniu notowań „bez dywidendy”			W dzień po wypłacie dywidendy pieniężnej		
		$\bar{x}$	<i>Se</i>	<i>Me</i>	$\bar{x}$	<i>Se</i>	<i>Me</i>
<i>DPR</i> > 1	6	0,301	0,398	0,185	-0,239	0,293	-0,120
<i>DPR</i> < 1	42	0,627	0,645	0,600	0,070	0,415	0,061
Razem	48	0,586	0,626	0,575	0,032	0,413	0,020

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Roczników giełdowych* za lata 2010–2012, platformy *GPWInfoStrefa* oraz sprawozdań finansowych spółek z *Notoria Serwis SA*.

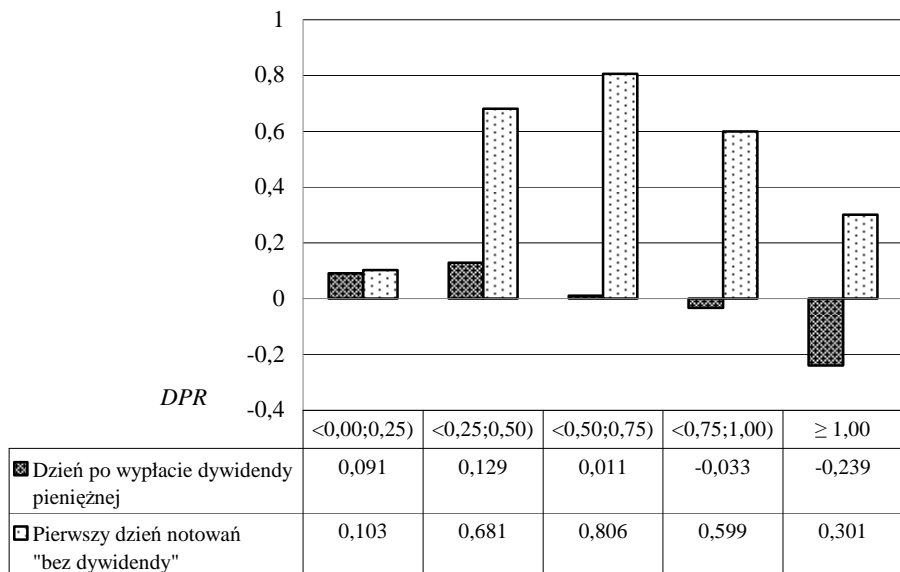
Badania empiryczne nad kształtowaniem się wartości rynkowej przemysłowych spółek dywidendowych, wykazały różnice w wartości współczynnika *DROP* – w pierwszym dniu notowań akcji „bez dywidendy” oraz w pierwszym dniu po jej wypłacie – względem wielkości wypłacanej przez spółkę dywidendy pieniężnej mierzonej wysokością stopy wypłat dywidendy *DPR* (ang. *dividend payout ratio*). W przypadku spółek dokonujących pieniężnej wypłaty dywidendy w wielkości wyższej niż zysk netto wypracowany w roku obrotowym, za który wypłacona została właścicielom dywidenda (tj. *DPR* > 1), w pierwszym dniu notowań „bez dywidendy” zaobserwowano, że średnie wartości współczynnika *DROP* w całym okresie badawczym były dużo niższe niż w przypadku spółek, w których relacja wypłacanej dywidendy do zysku netto kształtowała się poniżej jedności. Średnia wartość współczynnika *DROP* ukształtowała się dla spółek wypłacających właścicielom jedynie część wygenerowanych zysków netto (tj. *DPR* < 1) na poziomie 0,627, a dla spółek wypłacających dywidendę również z innych kapitałów niż zysk netto za ostatni rok obrotowy (np. niepodzielonych zysków z lat ubiegłych, kapitału zapasowego oraz kapitałów rezerwowych) wartość *DROP* ukształtowała się na poziomie 0,301. Z kolei w dniu następnym po dniu wypłaty dywidendy średnia wartość współczynnika *DROP* ukształtowała się dla spółek o *DPR* < 1 na poziomie 0,070, a dla spółek, które finansowały wypłatę dywidendy również z innych źródeł niż tylko zysk netto za poprzedni

rok obrotowy, wartość współczynnika *DROP* była ujemna i wyniosła  $-0,239$  (zob. tab. 2). Dodać należy, iż w badanej grupie przedsiębiorstw żadna spółka nie wypłaciła dywidendy w wysokości równej wygenerowanemu zyskowi netto (tj.  $DPR = 1$ ).

Należy przypuszczać, iż wysokość pieniężnych wypłat dywidendy może mieć wpływ na kształtowanie się wartości rynkowej spółek, w szczególności w pierwszym dniu notowań akcji „bez dywidendy”. Wzrost stopy wypłat dywidendy oznacza, iż spółka transferuje do właścicieli coraz większą część wypracowanego w ostatnim roku obrotowym zysku netto. W przypadku, gdy dywidendę rozpatrujemy jako koszt, jej wzrost powinien skutkować obniżeniem wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Relatywnie wyższa – w stosunku do zysku netto – dywidenda powinna w krótkim okresie spowodować wzrost wartości współczynnika *DROP*, oznaczający spadek kursu rynkowego akcji.

Wyniki badań wskazują, iż w pierwszym dniu notowań akcji „bez dywidendy” wraz ze wzrostem wysokości wypłacanej dywidendy pieniężnej rosła średnia wartość współczynnika *DROP*. Wzrost ten miał jednakże miejsce tylko do momentu, kiedy spółki wypłacały maksymalnie 75% wypracowanego zysku. Dla spółek wypłacających od 75% do 100% zysku netto średnia wartość współczynnika *DROP* ukształtowała się w dniu odcięcia prawa do dywidendy na poziomie 0,599, a dla przedsiębiorstw, w których *DPR* był co najmniej równy 1 wartość rynkowa akcji spadła o 30,1% wartości dywidendy. Natomiast w pierwszym dniu notowań akcji następującym po dniu wypłaty dywidendy pieniężnej wartość współczynnika *DROP* była w całym analizowanym okresie niższa niż w pierwszym dniu „bez dywidendy”. Ponadto, ujemne wartości tego współczynnika (oznaczające wzrost wartości rynkowej spółki) zaobserwowano w przypadku wypłat dywidendy, które stanowiły co najmniej 75% wypracowanego zysku netto. W przypadku spółek, dla których *DPR* był większy od jedności, wysokość współczynnika *DROP* była w pierwszym dniu po wypłacie dywidendy najniższa i wyniosła  $-0,239$  (zob. rys. 2).

Zależności między wartością pieniężnych wypłat dywidendy w relacji do zysku netto a wysokością współczynnika *DROP* były dla całego trzyletniego okresu analitycznego dodatnie w pierwszym dniu notowań „bez dywidendy”, a ujemne w pierwszym dniu po wypłacie dywidendy pieniężnej. Można zatem stwierdzić, iż w dniu odcięcia prawa do dywidendy wraz ze wzrostem wypłat dywidendy pieniężnej rosły wartości współczynnika *DROP*, co oznacza spadek kursu giełdowego akcji o coraz wyższe wartości względem dywidendy jednostkowej. Z kolei ujemna wartość współczynnika korelacji w pierwszym dniu po wypłacie dywidendy oznacza, że wraz ze wzrostem stopy wypłat dywidendy maleją wartości współczynnika *DROP*. Jednakże siła obydwu tych zależności była bardzo niska. Wartość współczynnika korelacji *R* Spearmana ukształtowała się dla całego okresu analitycznego na poziomie odpowiednio 0,008 oraz  $-0,110$ .



Rys. 2. Kształtowanie się średnich wartości współczynnika *DROP* względem wysokości stopy wypłat dywidendy *DPR*

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Roczników giełdowych* za lata 2010–2012, platformy *GPWInfoStrefa* oraz sprawozdań finansowych spółek z *Notoria Serwis SA*.

Tabela 3

Wartości współczynnika korelacji *R* Spearmana i współczynnika determinacji  $R^2$  dla zależności między wysokością wypłat dywidendy a wartością współczynnika *DROP*

Współczynnik <i>DPR</i>	Współczynnik <i>DROP</i>			
	W pierwszym dniu notowań „bez dywidendy”		W dzień po wypłacie dywidendy pieniężnej	
	<i>R</i> Spearmana	$R^2$	<i>R</i> Spearmana	$R^2$
<0,00;0,25)	0,800	0,640	-0,400	0,413
<0,25;0,50)	0,098	0,003	0,122	0,001
<0,50;0,75)	0,224	0,340	-0,087	0,422
<0,75;1,00)	-0,607	0,340	0,071	0,422
≥ 1,00	0,400	0,009	-0,675	0,723
Razem	0,008	0,008	-0,110	0,103

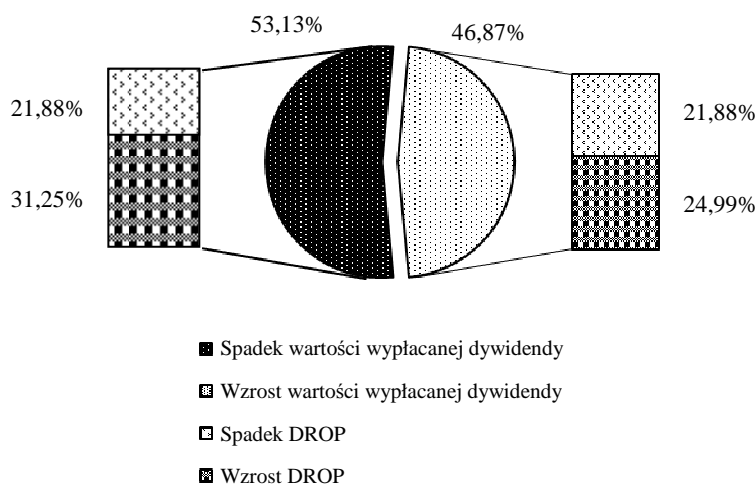
Źródło: jak do tab. 2.

Również wartość współczynników determinacji była niska, co wskazuje na to, iż na kształtowanie się wartości rynkowej spółek przemysłowych wpływały

w przeważającej mierze inne – niż wzrost wypłacanej dywidendy – czynniki. Zmienność współczynnika *DROP* w pierwszym dniu notowań akcji „bez dywidendy” została wyjaśniona zmiennością *DPR* jedynie w 0,8%, a w pierwszym dniu po wypłacie dywidendy pieniężnej w 10,3% (zob. tab. 3).

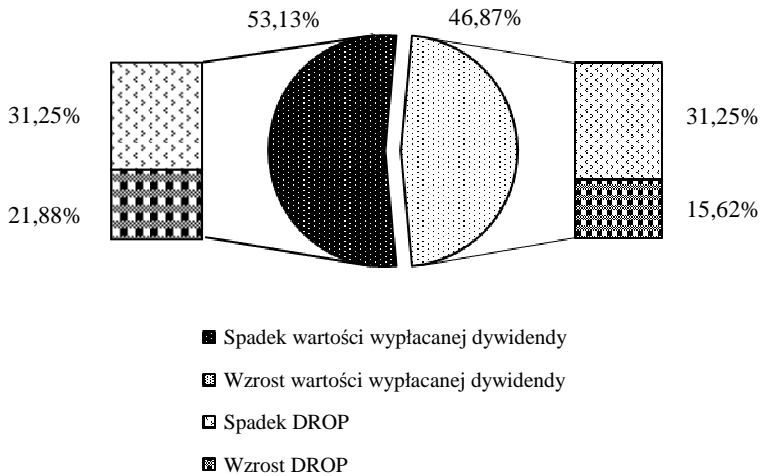
Rozpatrując wpływ zmian wielkości pieniężnych wypłat dywidendy na wartość rynkową spółek przemysłowych, należy również dokonać analizy tych zależności w czasie. Badania nad kształtowaniem się wysokości stopy wypłat dywidendy *DPR* poszczególnych spółek w relacji do poprzedniego roku obrotowego wykazały, iż w większości analizowanych przypadków (53,13%) nastąpił spadek wartości dywidendy pieniężnej w relacji do osiągniętego w roku poprzednim dodatniego wyniku finansowego (zob. rys. 3 i 4).

W pierwszym dniu notowań akcji „bez dywidendy” wraz ze wzrostem wartości wypłat dywidendy pieniężnej w stosunku do poprzedniego roku obrotowego wartość współczynnika *DROP* w większości przypadków rosła. Wzrost wartości stopy wypłat dywidendy skutkował wzrostem wartości *DROP* w 24,99% badanej zbiorowości oraz spadkiem wartości *DROP* w 21,88% przypadków. W sytuacji, gdy wartość wypłacanej dywidendy pieniężnej spadła w stosunku do roku poprzedniego zaobserwowano spadek wartości współczynnika *DROP* w 21,88% przypadków, a wzrost wartości tego współczynnika odnotowano w 31,25% wszystkich analizowanych przypadków (zob. rys. 3).



Rys. 3. Zmiany w czasie wartości współczynnika *DROP* w zależności od zmian wartości stopy wypłat dywidendy *DPR* – pierwszy dzień notowań „bez dywidendy” [w %]

Źródło: jak do rys. 2.



Rys. 4. Zmiany w czasie wartości współczynnika *DROP* w zależności od zmiany wartości stopy wypłat dywidendy *DPR* – pierwszy dzień notowań po wypłacie dywidendy [w %]

Źródło: jak do rys. 2.

Z kolei w pierwszym dniu notowań po wypłacie dywidendy pieniężnej dominowały spadki wartości współczynnika *DROP*. W sytuacji, gdy *DPR* rosło wartość współczynnika *DROP* spadła w 31,25% wszystkich obserwacji, a wzrosła jedynie w 15,62% wypłat dywidendowych. Natomiast w przypadku spadku stopy wypłat dywidendy zaobserwowano spadek *DROP* w 31,25% badanej zbiorowości a jego wzrost w 21,88% wszystkich przypadków (zob. rys. 4).

#### 4. ZAKOŃCZENIE

Badania empiryczne na kształtowaniu się wartości rynkowej przemysłowych spółek dywidendowych wykazały, iż rynek kapitałowy reaguje na wypłatę dywidendy pieniężnej spadkiem ceny rynkowej akcji w pierwszym dniu notowań akcji „bez dywidendy”. Cena rynkowa akcji spada w tym dniu o wartość niższą niż wysokość deklarowanej dywidendy na akcję. Z kolei w pierwszym dniu po wypłacie dywidendy pieniężnej dominowały te spółki, w których zaobserwowano wzrost kursu rynkowego akcji lub cena rynkowa ich akcji nie uległa zmianie.

Analiza wpływu wysokości pieniężnych wypłat dywidendy na kształtowanie się kursu giełdowego akcji wykazała, że w przypadku spółek, które wypłaci-

ły dywidendę pieniężną w wysokości niższej niż wypracowany w poprzednim roku obrotowym zysk netto, średni kurs giełdowy akcji obniżył się w dniu odcięcia prawa do dywidendy o wartość wyższą niż w przypadku, gdy spółka wypłaciła dywidendę wyższą niż zysk netto za ostatni rok obrotowy. Natomiast w pierwszym dniu po wypłacie dywidendy średnia cena rynkowa akcji wzrosła w przypadku, gdy stopa wypłat dywidendy była wyższa od jedności, a zmalała, gdy *DPR* było niższe niż 1.

W pierwszym dniu notowań „bez dywidendy” wraz ze wzrostem stopy wypłat dywidendy zaobserwowano coraz większy spadek cen rynkowych akcji. Sytuacja ta miała jednak miejsce tylko do momentu, w którym przedsiębiorstwa zaczęły wypłacać inwestorom powyżej 75% wypracowanego w ostatnim roku obrotowym zysku netto. W dniu następującym po dniu wypłaty dywidendy wartość rynkowa spółki rosła jedynie w przypadku spółek wypłacających wysokie względem zysku netto dywidendy.

Wyniki badań empirycznych przeprowadzonych w czasie wskazały, że w dniu odcięcia prawa do dywidendy wartość współczynnika *DROP* w przeważającej mierze wzrastała wraz ze wzrostem wysokości wypłacanej dywidendy. Z kolei w pierwszym dniu notowań po wypłacie dywidendy wzrost wysokości wypłacanej dywidendy skutkował zwykle spadkiem wartości współczynnika *DROP*.

#### BIBLIOGRAFIA

- Bali R., Hite G. L., *Ex-dividend Day Stock Price Behavior: Discreteness or Tax-induced Clienteles?*, „Journal of Financial Economics” 1998, Vol. 47.
- Bhattacharya S., *Imperfect Information, Dividend Policy and ‘the Bird in the Hand’ Fallacy*, „Bell Journal of Economics” 1979, No. 10.
- Bhattacharya S., *Non-dissipative Signaling Structures and Dividend Policy*, „Quarterly Journal of Economics” 1980, No. 95.
- Booth L. D., Johnson D. J., *The Ex-dividend Day Behavior of Canadian Stock Price: Tax Changes and Clientele Effects*, „Journal of Finance” 1984.
- Borges M., *The Ex-Dividend Day Stock Price Behavior: The Case of Portugal*, „Atlantic Economic Journal” 2008, Vol. 36.
- Boyd J. H., Jagannathan R., *Ex-dividend Price Behavior of Common Stocks*, „Review of Financial Studies” 1994, Vol. 7.
- Brigham E. F., Houston J. F., *Podstawy zarządzania finansami*, t. 2, PWE, Warszawa 2005.
- Brown P., Walter T., *Ex-dividend Day Behavior of Australian Share Prices*, „Australian Journal of Management” 1986, Vol. 11, Issue 2.
- Campbell J. A., Beranek W., *Stock Price Behavior on Ex-dividend Dates*, „Journal of Finance” 1955, Vol. 10.
- Chan K., Ikenberry D., Lee I., *Economic Sources of Gain*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, September 2004, Vol. 39, No. 3.
- Damodaran A., *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Helion, Gliwice 2007.
- Dielman T. E., Oppenheimer H. R., *An Examination of Investor Behavior During Periods of Large Dividend Changes*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1984, No. 19.



- Donaldson G., *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*, Harvard Graduate School of Business Administration, Boston 1961.
- Dubofsky D. A., *A Market Microstructure Explanation of Ex-dividend Abnormal Returns*, „Financial Management” 1992, Vol. 42.
- Duraj A. N., *Czynniki realizacji polityki wypłat dywidendy przez publiczne spółki akcyjne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
- Duraj A. N., *Wypłata dywidendy i praktyka nabywania oraz umarzania akcji własnych a wartość przedsiębiorstwa*, [w:] J. Duraj (red.), *Prace z zakresu ekonomiki i zarządzania przedsiębiorstwem*, „Acta Universitatis Lodzianis” 2008, Folia Oeconomica 214, Łódź.
- Elton E. J., Gruber M. J., *Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect*, „Review of Economics and Statistics” 1970, Vol. 52.
- Frankfurter G. M., Wood B. G., Wansley J., *Dividend policy. Theory and practice*, Academic Press, San Diego 2003.
- French D. W., Varson P. L., Moon K. P., *Capital Structure and the Ex-Dividend Day Return*, „The Financial Review” 2005, Vol. 40.
- Gajdka J., Walińska E., *Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka*, t. 2, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998.
- Gordon M. J., *Dividends, Earnings and Stock Prices*, „Review of Economics and Statistics” 1959, Vol. 41.
- Hayashi F., Jagannathan R., *Ex-day Behavior of Japanese Stock Prices*, „Journal of the Japanese and International Economics” 1990, Vol. 4.
- Kamińska I., *Wpływ podania do wiadomości publicznej decyzji o wypłacie dywidendy na wartość rynkową spółki w Polsce i w Portugalii*, [w:] W. Frąckowiak (red.), *Z badań nad rynkiem kapitałowym w Polsce*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2001.
- Lakonishok J., Vermaelen T., *Tax Reform and the Ex-dividend Day Behavior*, „Journal of Finance” 1983.
- Lintner J., *Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations*, „Review of Economics and Statistics”, August 1962.
- Miller M. H., Modigliani F., *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*, „Journal of Business” 1961, Vol. 34.
- Panfil M., Szablewski A., *Metody wyceny spółki. Perspektywa klienta i inwestora*, Poltex, Warszawa 2007.
- Pettit R. R., *Dividend Announcements, Security Performance and Capital Market Efficiency*, „Journal of Finance” 1972, No. 27.
- Pieloch A., *Motywy i efekty wykupu akcji własnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012.
- Poterba J. M., Summers L. M., *New Evidence that Taxes Affect Valuation of Dividends*, „Journal of Finance” 1984, No. 4.
- Sierpińska M., *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Kraków 1999.
- Szablewski A., Pniewski K., Bartoszewicz B. (red.), *Value Based Management. Konceptje, narzędzia, przykłady*, Poltex, Warszawa 2008.
- Woźniak-Sobczak B., *Funkcje kapitału w strategicznym zarządzaniu przedsiębiorstwem*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego w Katowicach, Katowice 2005.
- Wrońska E. M., *Źródła finansowania wypłat dywidend*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008.
- Wypych M. (red.), *Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, Wydawnictwo Absolwent, Łódź 2007.

- Wypych M., *Nadzór właścicielski a polityka dywidend na przykładzie polskich spółek giełdowych*, [w:] J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, t. 3, Wydawnictwo Naukowe Novum, Płock–Łódź 2001.
- Wypych M., *Umorzenie akcji i wypłata dywidend a wycena rynkowa spółki*, [w:] J. Duraj (red.) *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Płock–Beijing–Łódź 2004.

*Aleksandra Pieloch*

### **CASH DIVIDEND PAYMENTS VS MARKET VALUE OF PUBLIC INDUSTRIAL COMPANIES – SHORT-TERM PERSPECTIVE**

The main objective of this paper is to present the results of empirical research on the evolution of short-term market value of companies as a result of cash dividend payments of the industrial companies listed on the Warsaw Stock Exchange.

In the theoretical part of the paper, the essence of dividend has been presented. Moreover, it shows the cash dividend payments as an income to the shareholders and the specific type of cost of raising the equity by the company.

In the empirical part, there were shown the results of studies on changes of market shares' prices in „ex-dividend” day and on the day of cash dividend payment. The study showed that the cash dividend payments reduce the market value of companies on the date on which they become income to the shareholder, and do not on the day when they are cost of equity incurred by the company.

**Key words:** cash dividend payments, market value of companies, cost of equity.



**Andrzej Rutkowski\***

## **PREMIE ZA PRZEJĘCIA – PRZEGLĄD BADAŃ Z RYNKÓW ROZWIŃTYCH**

### **1. WSTĘP**

Praca poświęcona jest problematyce kształtowania premii za przejęcie kontroli nad przedsiębiorstwem na publicznych rozwiniętych rynkach kapitałowych. W pracy zawarty został przegląd literaturowy badań empirycznych prowadzonych na tych rynkach. Przeanalizowano związki między wielkością premii, a wcześniejszymi zewnętrznymi i wewnętrznymi uwarunkowaniami funkcjonowania łączonych podmiotów. Zaprezentowane analizy stanowią punkt wyjścia do głębszego zbadania procesów fuzji na rynkach wschodzących, w tym i na polskim publicznym rynku kapitałowym.

Fuzje i przejęcia stanowią element strategii mającej na celu wzrost wartości przedsiębiorstwa. Oczekuje się, że po połączeniu wartość łączonych podmiotów będzie wyższa od sumy wartości podmiotów działających w wyizolowaniu, zakładając kontynuację ich działalności w przyszłości. W przyjętej do realizacji strategii wzrostu należy uwzględnić konieczność zapłaty premii. Jej zbyt wysoka wartość może doprowadzić do niepowodzenia transakcji przejęcia i w krańcowej sytuacji do upadłości łączonych podmiotów.

### **2. WARTOŚĆ PREMII ZA PRZEJĘCIE KONTROLI**

Podejmujący decyzje o przejęciu spółki, o przejęciu znaczącej lub częściowej kontroli nad spółką jest skłonny zapłacić za akcje spółki cenę, która zapewni przejmującej spółce, jej akcjonariuszom wzrost wartości. Traktuje swoją decyzję jako decyzję o złożonej inwestycji, która pozwoli mu osiągnąć w przyszłości korzyści, często nieosiągalne dla dotychczasowych właścicieli.

---

\* Dr, docent, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Warszawski.

W pewnych sytuacjach właściciele przejmujący akcje spółki uzyskują kontrolę nad spółką i tym samym mają wpływ na podejmowanie decyzji operacyjnych, inwestycyjnych i finansowych, które mogą generować korzyści dla akcjonariusza kontrolującego i jednocześnie nieosiągalne dla pozostałych (mniejszościowych) akcjonariuszy. W tych warunkach obejmujący kontrolę jest skłonny zapłacić wyższą premię, tj. premię za objęcie kontroli. Jego decyzję o dokupieniu dodatkowych akcji, które zapewniają mu sprawowanie kontroli, osiąganie proporcjonalnych korzyści z racji efektu synergii oraz dostęp do nadzwyczajnych korzyści w postaci dodatkowych transferów można potraktować jako decyzję inwestycyjną.

Bruner<sup>1</sup> określa kontrolę jako prawo do ustalania strategii firmy oraz kierowania jej bieżącą działalnością w celu alokowania zasobów firmy oraz prawo do redystrybucji wartości firmy. Traktuje on posiadanie kontroli jako prawo opcyjne. W przypadku, gdy zdaniem kontrolującego przedsiębiorstwo jest prowadzone właściwie, to nie korzysta on ze swoich uprawnień. Wartość prawa opcyjnego zmienia się wraz ze zmianą sytuacji ekonomicznej spółki. Zgodnie z zasadami wyceny jego wartość wzrasta wraz ze wzrostem zmienności.

Kontrola oznacza możliwość bezpośredniego zarządzania, tj. m. in. wyboru zarządu, ustalenia strategicznej polityki firmy, wpływu na decyzje w zakresie istotnych kontraktów handlowych spółki, kształtowania polityki inwestycyjnej, w tym możliwości wyprzedaży zbędnych w ocenie nowego strategicznego właściciela aktywów. Związane jest to z możliwością uzyskiwania korzyści niedostępnych dla mniejszościowego akcjonariusza.

Shleifer i Vishny<sup>2</sup> stwierdzają, że znaczący inwestorzy realizują swoje interesy, które nie muszą być zgodne z interesami pracowników i kierownictwa spółek. Poprzez swoje uprawnienia dokonują redystrybucji wartości w swoim interesie, niekoniecznie w sposób, powiązany z poprawą efektywności całej spółki.

W literaturze przedmiotu spotkać się można z różnym rozumieniem **pojęcia premii** za przejęcie kontroli. Jest to tym istotniejsze, że w poszczególnych badaniach empirycznych analizowane są wielkości premii, które faktycznie oznaczają różne kategorie. Można wyróżnić premie zapłacone oraz premie uzyskane.

W analizach należy rozróżnić premię akwizycyjną<sup>3</sup> z tytułu spodziewanego efektu synergii i premię za objęcie kontroli. Wartość synergii wynika z możliwości wzrostu wartości połączonych spółek, np. w wyniku oszczędności kosztowych, wzrostu sprzedaży. Wartość premii za objęcie kontroli jest wyższa od premii akwizycyjnej o wielkość korzyści, które może wygenerować dla siebie

<sup>1</sup> R. Bruner, *Applied Mergers & Acquisitions*, Wiley, Hoboken 2004, s. 465.

<sup>2</sup> A. Shleifer, R. W. Vishny, *A Survey of Corporate Governance*, „Journal of Finance” 1997, Vol. 52,2.

<sup>3</sup> Por. m. in.: D. M. DePamphilis, *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*, Elsevier-Academic Press, San Diego 2012, s. 388.

nowy strategiczny właściciel poprzez sterowanie dodatkowymi, nie zawsze ujawnianymi transferami finansowymi, operacyjnymi i inwestycyjnymi.

Hitchner<sup>4</sup> określa **premię za objęcie kontroli** jako procentową różnicę w otrzymywanych korzyściach z racji bycia strategicznym właścicielem w porównaniu do korzyści otrzymywanych przez mniejszościowych akcjonariuszy. Podejście to stanowić może punkt wyjścia do ustalenia granicznej wielkości ceny za przejętą spółkę.

Reasumując, wyróżnić można następujące rodzaje premii:

- premia zapłacona przez nabywcę akcji, które obejmuje w ramach publicznego wezwania do sprzedaży akcji,
- premia oznaczająca wzrost wartości dla nowego inwestora, który objął kontrolę (premia uzyskana),
- premia oznaczająca wzrost wartości dla nowego inwestora, który przejął znaczący pakiet akcji, nie dający mu jednakże pełnej kontroli (premia uzyskana).

Premia otrzymana mierzy faktyczny wzrost wartości dla nowego strategicznego akcjonariusza. Premia zapłacona zwiększa wydatek ponoszony przez inwestora, zmniejsza efektywność jego inwestycji. Jednocześnie jest miarą jego optymizmu, co do możliwości poprawy funkcjonowania łączonych jednostek, możliwości kreowania efektu synergii.

Sudarsanam odnosząc się do premii jako do relacji różnicy między ceną zapłaconą a ceną rynkową, do ceny rynkowej, uważa<sup>5</sup>, że zbyt wysoka premia jest wskaźnikiem przepłacenia i co za tym idzie zbytniego optymizmu co do możliwości realizacji wzrostu wartości przejętej spółki. Z obszernej literatury przedmiotu trudno wywnioskować o jakimkolwiek związku między wysokością premii, a późniejszą realizacją korzyści dla akcjonariuszy.

W dalszej części pracy analizowane będą premie płacone przez nabywców akcji w ramach publicznych wezwań do sprzedaży akcji. Zaakceptowane przez sprzedawców ceny i zapłacone premie pozwalają przejąć kontrolę nad spółką i realizować swoją strategię, która prowadzi do wzrostu wartości jego majątku.

### 3. PRZESŁANKI WIELKOŚCI PREMII – PRZEGLĄD WYNIKÓW BADAŃ EMPIRYCZNYCH

Premie płacone za przejęcie kontroli stanowią przedmiot badań wielu analiz empirycznych. W badaniach prowadzonych na rozwiniętych rynkach kapitałowych analizowano zależności między wielkością premii za przejęcie spółki, a szeregiem zjawisk takich jak:

- stan koniunktury gospodarczej w czasie realizacji przejęcia,

<sup>4</sup> J. R. Hitchner, *Financial Valuation: Applications and Models*, Wiley Hoboken 2006, s. 19.

<sup>5</sup> S. Sudarsanam, *Creating Value from Mergers and Acquisitions; The Challenges*, Prentice Hall, Harlow 2010, s. 355, 626.

- opinie uczestników rynku nt. przyszłej sytuacji gospodarczej,
- horyzont czasowy oceny efektywności przejęcia,
- regionalne zróżnicowanie premii,
- międzynarodowe zróżnicowanie premii,
- etap rozwoju rynku kapitałowego: rozwinięty, czy wschodzący,
- sektorowe zróżnicowanie wielkości premii,
- charakter przejęcia, przyjazne czy wrogie,
- charakter przejęcia krajowe i zagraniczne,
- udział inwestorów branżowych lub finansowych,
- charakter spółki przejmującej: publiczna, czy niepubliczna,
- liczba podmiotów uczestniczących w wezwaniach,
- sposób zapłaty za przejmowaną firmę,
- poziom konkurencji na rynku produktowym,
- jakość nadzoru korporacyjnego,
- zabezpieczenie interesów znaczących interesariuszy.

Procesy fuzji i przejęć realizowane są w ramach tzw. fal fuzji. Jak wskazuje wiele badań **stan koniunktury gospodarczej** w czasie realizacji przejęcia ma istotny wpływ na wielkość premii. Jarrell i Poulsen zanalizowali 663 zakończonych sukcesem prób przejęć realizowanych w okresie od 1962 r. do grudnia 1985 r.<sup>6</sup> Zgodnie z ich szacunkami średnia premii wyniosła 19% w latach 60., 35% w 70. i 30% w latach 1980–1985. Jensen i Ruback osiągnęli podobne wyniki<sup>7</sup>. Otóż zgodnie z ich analizami wielkość premii dla okresu sprzed lat 80. zawierała się w przedziale od 16% do 30%.

Betton, Eckbo i Torburn przeprowadzili obszerne badania wielkości premii płaconych za przejęcie spółek na amerykańskim publicznym rynku kapitałowym w latach 1990–2002<sup>8</sup>. Badania przeprowadzono na próbie 10.806 spółek. W badaniu tym wielkość premii ustalona jest jako różnica w cenie z wezwania i cenie sprzed 42 notowań (stanowi to w przybliżeniu 2 miesiące). Zgodnie z ich badaniami w okresie 1980–1989 średnia premia wyniosła 48,1%, a w latach 1990–2002 średnia premia spadła do 45,0%. Z tych trzech powyższych badań w sposób jednoznaczny wynika, że w kolejnych latach charakteryzujących się różnym stanem koniunktury gospodarczej i różnym zainteresowaniem przejęciami, wielkość premii osiągała różne poziomy.

<sup>6</sup> G. A. Jarrell, A. B. Poulsen, *Bidders Returns*, Working Paper, 1987, [za:] G. A. Jarrell, J. A. Brickley, J. M. Netter, *The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980*, „Journal of Economic Perspectives”, Winter 1988, Vol. 2, No 1.

<sup>7</sup> M. C. Jensen, R. S. Ruback, *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*, „Journal of Financial Economics” 1983, Vol. 11.

<sup>8</sup> S. Betton, E. B. Eckbo, K. S. Torburn, *Merger Negotiations and the Toehold Puzzle*, „Journal of Financial Economics” 2009, Vol. 91.

**Opinie uczestników rynku nt. przyszłej sytuacji gospodarczej** wpływają na wielkości negocjowanych premii za przejęcie kontroli. Chatterjee i Yan<sup>9</sup> zwracają uwagę na wpływ różnic w ocenie prognoz finansowych na wielkość premii. Im większe zróżnicowanie w ocenach przyszłej sytuacji finansowej przejmowanego podmiotu można zaobserwować wśród analityków, tym premie są niższe.

**Horyzont czasowy** oceny efektywności przejęcia może mieć wpływ na wielkość osiąganych premii. Długoterminowi inwestorzy są w większym stopniu zainteresowani monitorowaniem sytuacji w spółce. Gaspar, Massa i Mato<sup>10</sup> wskazują, że inwestorzy długoterminowi płacą o 3% wyższą premię za przejęcie w porównaniu z inwestorami krótkoterminowymi. Kouvenberg i Solomons<sup>11</sup> wykazali, że wielkości premii w istotny sposób wynikają przede wszystkim (w 40%) z perspektyw rozwojowych danego rynku.

Analizując dane w zakresie premii na poszczególnych ponadnarodowych **rynkach regionalnych** zauważyć można znaczące zróżnicowanie wielkości premii. Jak wynika z danych zawartych w tab. 1 zaobserwować można bardzo istotne zróżnicowanie płaconych premii na różnych narodowych rynkach kapitałowych.

Tabela 1

Zróżnicowanie rynkowe premii za objęcie kontroli

		2006	2007	2008	2009	2010	2011
Ameryka Płn. i Płd.	tydzień	22%	24%	35%	35%	34%	30%
	miesiąc	23%	25%	38%	39%	36%	30%
Europa	tydzień	19%	15%	33%	24%	34%	45%*
	miesiąc	23%	15%	28%	33%	39%	34%*
APAC	tydzień		23%	33%	26%	30%	35%
	miesiąc		22%	33%	34%	32%	26%
Rynek rozwinięty	tydzień	18%	17%	29%	26%		
	miesiąc	23%	22%	33%	35%		

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Dealogic.

<sup>9</sup> J. K. Chatterjee, A. Yan, *Takeover Premium and Divergence of Opinions*, Working Paper, School of Business, Fordham University, 2008.

<sup>10</sup> J.-M. Gaspar, M. Massa, P. Matos, *Shareholders Investment Horizons and the Market for Corporate Control*, „Journal of Financial Economics” 2005, Vol. 76.

<sup>11</sup> R. Kouvenberg, R. Salomons, *The Value Premium in Emerging Equity Markets and Local Macroeconomic Conditions*, Working Paper, University of Groningen, Department of Economics, 2005.



Z późniejszych badań Nenova<sup>12</sup> oraz Dycka i Zingalesa<sup>13</sup> wynika, że zagraniczni nabywcy płacą szczególnie wysokie premie za kontrolę w krajach ze słabą ochroną prawną. Ich zdaniem umożliwia to łatwiejszy transfer dochodów do strategicznych akcjonariuszy.

Wiele z badań empirycznych wskazuje na znaczące różnice wielkości premii w **poszczególnych krajach**. Zingales przeprowadził badania premii za przejęcie kontroli spółek notowanych na różnych rynkach kapitałowych<sup>14</sup>. Analizował on dane dla lat 1985–1990. Zaobserwował bardzo duże zróżnicowanie płaconych premii w poszczególnych krajach. W analizowanym okresie, przykładowo w Stanach Zjednoczonych i Szwecji premie wyniosły 6,5%, w Izraelu 45,5%, a we Włoszech aż 81,5%. Wielkości te odnoszą się również do transakcji zakupów blokowych.

Analizując dane dotyczące premii ze zwróceniem uwagi na **specyfikę sektorową** zauważyć można znaczące zróżnicowanie wielkości płaconych premii. Tabela 2 przedstawia wielkości premii z podziałem na sektory.

Tabela 2

Premie w układzie sektorowym w 2009 r.

Sektor	Premia
Produkcja rolna	49,5%
TV i radio	81,4%
Usługi finansowe	40,3%
Produkcja przemysłowa	65,3%
Wydobycie surowców naturalnych	52,3%
Inne usługi	77,4%
Nieruchomości	0,0%
Handel detaliczny	29,4%
Transport	43,5%
Użyteczność publiczna	87,0%
Handel i dystrybucja	47,3%
Sektory przeciętne	58,7%

Źródło: P. A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, Wiley Hoboken 2011, s. 564. Nazwy sektorów w tłumaczeniu autora artykułu.

<sup>12</sup> T. Nenova, *The Value of Corporate Rights and Control: A Cross-Country Analysis*, „Journal of Financial Economics” 2003, Vol. 68.

<sup>13</sup> A. Dyck, L. Zingales, *The Private Benefits of Control*, „Journal of Finance” 2004, Vol. 59(2).

<sup>14</sup> L. Zingales, *What Determines the Value of Corporate Votes?*, „The Quarterly Journal of Economics” 1995, Vol. 110.

Można przypuszczać, że wielkość premii zależy od perspektyw rozwojowych poszczególnych sektorów, możliwości późniejszego zmniejszania kosztów, realizacji procesów restrukturyzacyjnych<sup>15</sup>.

Na wielkość premii ma wpływ **etap rozwoju rynku kapitałowego** (rynek rozwinięty, wschodzący). Wartość premii za przejęcie kontroli na rynkach krajów rozwijających się w latach 1986–2006 była przedmiotem obszernych badań Chari, Ouimet i Tesar<sup>16</sup>. Z ich analiz wynika, że większość korzyści wynikających z kreacji wartości na skutek przejęcia osiągają spółki przejmujące z krajów rozwiniętych. Korzyści dla przejmującego są tym większe, im dysponuje on większymi aktywami niematerialnymi i im „słabsze jest otoczenie kontraktowe” w kraju rozwijającym się. Może to w części wyjaśniać możliwość zapłaty wyższych premii za przejęcia w przypadku nabywców zagranicznych. Do podobnych konkluzji doszli Kouwenberg i Solomons w swoich badaniach prowadzonych w latach 1991–2002<sup>17</sup>.

Inwestorów dokonujących przejęć można podzielić na **branżowych** (strategicznych) i **finansowych**. Premie płacone przez te dwie grupy inwestorów stanowią przedmiot badań Roacha<sup>18</sup>. Jego zdaniem nie występuje istotny związek między faktem przynależności do tego samego sektora, a wielkością zapłaconej premii. Wcześniejsze badania przeprowadzone przez Healy, Palepu i Rubacka<sup>19</sup> prowadzą do innych konkluzji. Otóż z ich badań wynika, że inwestorzy branżowi płacą niższe premie przy przejęciach, w porównaniu do inwestorów finansowych. Podkreślają fakt, że płacą mniej, uzyskując przy tym wyższe efekty synergiczne po połączeniu.

Na wielkość premii ma wpływ charakter przejęcia, czy jest ono **przyjazne**, czy też **wrogie**. Zgodnie z badaniami przeprowadzonymi przez Chena i Cornu<sup>20</sup> kierownictwo spółki przejmującej uważa, że kierownictwo przejmowanej spółki nieefektywnie zarządza spółką. W takiej sytuacji, dzięki prostej wymianie kierownictwa można osiągnąć duże wzrosty zysków. Dlatego też warto zapłacić relatywnie wyższą premię za przejęcie. Z drugiej strony należy zdawać sobie sprawę, że wrogie przejęcia mogą niekiedy w przyszłości zakłócić zasady właściwego nadzoru właścicielskiego i doprowadzić do utraty władzy przez dotychczasowych właścicieli i w konsekwencji w sposób nieproporcjonalny pomniej-

<sup>15</sup> L. A. Hammermesh, M. L. Wachter, *The Short and Puzzling Life of the Implicit Minority Discount in Delaware Appraisal Law*, „University of Pennsylvania Law Review” 2007, Vol. 156:1.

<sup>16</sup> A. Chari, P. P. Ouimet, L. Tesar, *The Value of Control in Emerging Markets*, „The Review of Financial Studies” 2010, Vol. 23, No. 4.

<sup>17</sup> R. Kouwenberg, R. Salomons, *op. cit.*

<sup>18</sup> G. R. Roach, *Control Premiums and Strategic Mergers*, „Business Valuation Review”, June 1998.

<sup>19</sup> P. M. Healy, K. G. Palepu, R. S. Ruback, *Which Takeovers Are Profitable? Strategic or Financial?*, „Sloan Management Review”, Summer 1997.

<sup>20</sup> Ch. Chen, Ph. Cornu, *Managerial Performance, Bid Premiums, and the Characteristics of Takeover Targets*, „Annals of Economics and Finance” 2002, No. 3.

zyć ich udział w czerpaniu korzyści z kreowania wartości przedsiębiorstwa. Nowi właściciele mogą dążyć do realizacji swoich korzyści w innej perspektywie czasowej, niż dotychczasowi właściciele.

Podobne wyniki uzyskali Betton, Eckbo i Torburn. Z ich badań<sup>21</sup> wynika, że wrogim przejęciom towarzyszą wyższe premie, niż w przypadku przejęć przyjaznych. Jednocześnie prawie połowa wrogich przejęć (49,2%) kończy się niepowodzeniem, w porównaniu z przejęciami przyjaznymi (28,8%).

Na globalnych rynkach kapitałowych coraz większego znaczenia nabierają **przejęcia zagraniczne**. Wiele z badań empirycznych poświęcone jest analizie porównawczej transakcji międzynarodowych w porównaniu do przedsięwzięć ograniczonych do rynków krajowych (lokalnych). Z badań Dycka i Zingalesa<sup>22</sup> wynika, że inwestorzy zagraniczni są skłonni płacić wyższe premie, jeżeli przejmują spółki w krajach, których system prawny w większym stopniu pozwala na realizację transferów finansowych, z pominięciem płatności podatkowych. Wyniki badań porównawczych prezentowanych w publikowanych badaniach budzą wątpliwości. Wynika to m. in. z faktu, że w poszczególnych krajach badane są grupy spółek o bardzo różnej liczności. W takiej sytuacji trudno jest sformułować jednoznaczne wnioski nt. różnic w realizacji transakcji przejęć.

Na wielkość premii ma wpływ **relacja sił przetargowych** spółek przejmującej i przejmowanej. Jest to powiązane z obecnością innych potencjalnych nabywców. Wyższa siła przetargowa nabywcy pozwala mu zapłacić niższą premię. Varaiya<sup>23</sup> potwierdza występowanie tego zjawiska w transakcjach realizowanych w latach 1975–1980. W przypadku łączenia podmiotów o zbliżonych wielkościach zauważyć można zjawisko oddziaływania kierownictwa przejmowanych jednostek na wielkość premii. Premia jest niższa, jeżeli kierownictwa te mają zapewnione korzystne warunki zatrudnienia w nowo powstałym większym podmiocie gospodarczym. Wielkość premii zależy od pozycji przetargowych kierownictwa łączonych spółek.

Z badań Betton, Eckbo i Torburn<sup>24</sup> wynika, że wyższe premie płacone są w przypadkach wezwań, w których mamy do czynienia w z **wieloma konkurentami** ubiegającymi się o przejęcie kontroli. Kolejne propozycje odkupienia akcji wiążą się z coraz wyższymi cenami. W przypadku pojedynczych wzywających do sprzedaży premie osiągnęły średni poziom 45,4%, a w przypadku wielu wzywających średni poziom premii osiągnął poziom 53,2%.

Z badań Betton, Eckbo i Torburn<sup>25</sup> wynika, że premie płacone przez przejmujące **spółki publiczne** (47,5%) są wyższe, niż premie płacone przez spółki niepubliczne (42,6%). Należy dodać, że sukces przejęcia polegający na faktycz-

<sup>21</sup> S. Betton, B. E. Eckbo, K. S. Torburn, *op. cit.*

<sup>22</sup> A. Dyck, L. Zingales, *op. cit.*

<sup>23</sup> N. Varaiya, *Determinants of Premiums in Acquisitions Transactions*, „Managerial and Decision Economics” 1987, Vol. 8.

<sup>24</sup> S. Betton, B. E. Eckbo, K. S. Torburn, *op. cit.*

<sup>25</sup> *Ibidem.*

nym przejęciu kontroli nad spółką w większym stopniu osiągają publiczni nabywcy w porównaniu z nabywcami spoza rynku kapitałowego. Wskazuje się na większe doświadczenie większych spółek publicznych w zakresie realizacji przejęcia.

Szczególnie trudno wyznaczyć wielkość premii w przypadku **zapłaty akcjami** za przejmowaną firmę. Kierownictwo spółki przejmującej jest skłonne zapłacić wyższą premię i wykorzystuje wówczas własne akcje, w przypadku gdy kierownictwo to jest przekonane o względnie wysokiej wartości własnej jednostki. W takiej sytuacji żąda ono zwykle wyższej premii, niż ta wynikająca z wyceny rynkowej<sup>26</sup>. Analizę premii za przejęcia można prowadzić z punktu widzenia finansów behawioralnych. Na wielkość premii za przejęcie mają wpływ oceny kierownictwa firm przejmujących i przejmowanych na temat wartości własnych spółek. Betton, Ekbo i Torburn<sup>27</sup> nie zauważają wyraźnej różnicy w wielkości premii w przypadku zapłaty gotówką (46,6%) lub akcjami i gotówką (45,8%).

Wielkość płaconych premii jest funkcją **jakości systemu nadzoru właścicielskiego**. Dyck i Zingales wskazują<sup>28</sup>, że na wielkość premii ma wpływ jakość systemu rachunkowości, lepsza ochrona mniejszościowych akcjonariuszy, większa konkurencja na rynku produktowym, niezależność prasy, rygorystyczny system podatkowy.

Możliwość nieproporcjonalnego czerpania korzyści z racji bycia podmiotem kontrolującym. Może to polegać na realizowaniu korzyści powstałych dzięki możliwości ustalania cen transferowych<sup>29</sup>. Z drugiej strony realizacja nadzwyczajnych korzyści wynikających z prawa do kontroli może naruszyć interesy mniejszościowych akcjonariuszy.

Na wielkość premii ma wpływ niezależność organów spółek, np. rady nadzorczej. Cotter, Shivdasani i Zenner<sup>30</sup> wykazali na podstawie badań obejmujących 169 transakcji z lat 1989–1992, że premie za przejęcia były o 20% wyższe w spółkach z bardziej niezależnymi radami.

Jak wynika z wielu badań empirycznych **zabezpieczenie interesów znaczących interesariuszy** znajduje istotne przeniesienie na wielkość płaconych premii. W swoich badaniach Wulf<sup>31</sup> zauważyła negatywną korelację między wielkością premii, a liczbą starych członków kierownictwa w nowej jednostce

<sup>26</sup> H. Shefrin, *Behavioral Corporate Finance*, McGraw-Hill, New York 2007, s. 167.

<sup>27</sup> S. Betton, B. E. Eckbo, K. S. Torburn, *op. cit.*

<sup>28</sup> A. Dyck, L. Zingales, *Control Premiums and the Effectiveness of Corporate Governance Systems*, „Journal of Applied Corporate Finance”, Spring/Summer 2004, Vol. 16, No. 2–3.

<sup>29</sup> *Ibidem.*

<sup>30</sup> J. Cotter, A. Shivdasani, M. Zenner, *Do Independent Directors Enhance Target Shareholder wealth During Tender Offers?*, „Journal of Financial Economics” 1997, Vol. 43, No. 2.

<sup>31</sup> J. Wolf, *Do CEOs in Mergers Trade Power for Premium? Evidence from Mergers of Equals*, „Journal of Law, Economics and Organizations” 2004, Vol. 20.

po połączeniu. Występowanie tego zjawiska potwierdzają badania przeprowadzone przez Hartzella, Ofeka oraz Yermacka<sup>32</sup>.

Moeller wskazuje<sup>33</sup>, że dobrze zabezpieczone interesy kierownictwa firm powodują zmniejszenie premii za przejęcie. Jednocześnie badania przeprowadzone w firmach spośród grupy S&P 1500<sup>34</sup> pokazały, że w 25% przypadków wyższe premie za przejęcie doprowadziły do zmniejszenia majątków 79% ankietowanych członków ścisłego kierownictwa spółek. Wynika to z konstrukcji konkretnych systemów motywacyjnych. Z jego badania wynika także, że ograniczona liczba akcjonariuszy w przejmowanych spółkach powiązana jest ze względnie niższymi premiami. Z drugiej strony udział zewnętrznych podmiotów w kierowaniu spółkami powiązany jest z wyższymi premiami.

#### 4. PREMIE NA GPW, A PREMIE NA RYNKACH ROZWINIĘTYCH

Wielkości premii za przejęcia są przedmiotem wielu analiz empirycznych. W praktyce trudno w sposób spójny porównywać wyniki tych analiz empirycznych. Wynika to z faktu, że:

- premie liczone są jako relacje ceny z wezwania do ceny sprzed różnej liczby dni od dnia ogłoszenia wezwania (np. do ceny sprzed 60 dni, 41 dni, 40 dni, miesiąca, 30 dni, 10 dni, 5 dni, 1 dnia),
- niekiedy ceny z wezwania porównywane są do cen na określoną liczbę dni przed powstaniem pogłosek o potencjalnym wezwaniu; data pojawienia się pogłosek o potencjalnej transakcji jest niezwykle istotna i jednocześnie trudna do obiektywnego ustalenia,
- w niektórych z badań analizowane są transakcje zakończone, w innych transakcje zakończone oraz będące w trakcie realizacji,
- niekiedy z analiz porównawczych wyłączane są ujemne premie lub premie, których wartość jest zbyt dużą w subiektywnej ocenie badacza,
- niekiedy liczone są wartości średnie arytmetyczne, w innych przypadkach wykorzystywane są mediany,
- badania prowadzone są na bardzo różnej liczbie spółek wchodzących w skład próby,
- w wielu badaniach analizowane są transakcje, których wartość przekracza subiektywną określoną kwotę (np. 100 mln USD),

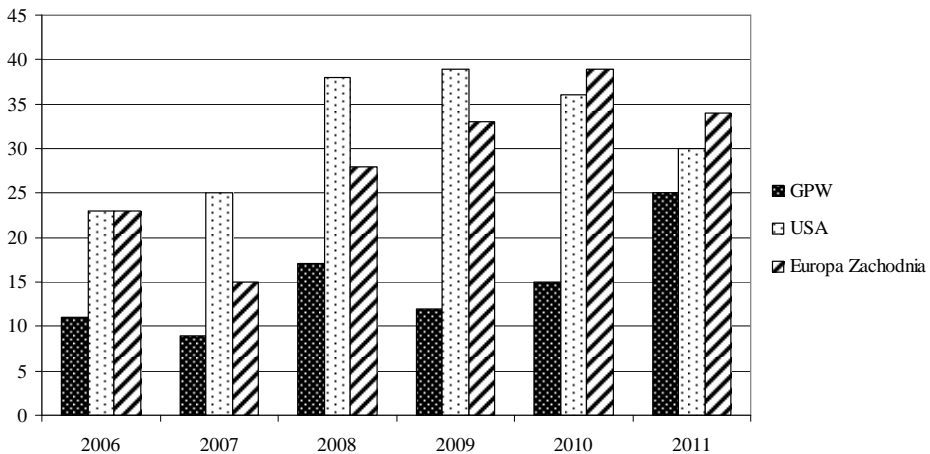
<sup>32</sup> J. Hartzell, E. Ofek, D. Yermack, *What's in for Me? CEOs Whose Firms Are Acquired*, „Review of Financial Studies”, April 2004, Vol. 17, No. 1.

<sup>33</sup> T. Moeller, *Let's Take a Deal! How Shareholders Control Impacts Merger Payoff*, „Journal of Financial Economics” 2005, Vol. 73.

<sup>34</sup> G. J. Millman, *M&A can leave CEOs at loss*, „Wall Street Journal”, 18 October 2010.

– niektóre z badań prowadzone są w wybranych sektorach; oznacza to, że pewne sektory są wyłączone (np. instytucje finansowe).

Jak wynika z wielu empirycznych analiz, wielkości premii za przejęcia są różne w poszczególnych regionach geograficznych i krajach. W sposób syntetyczny premie za przejęcie kontroli w ujęciu porównawczym przedstawia rys. 1. Z zestawienia tego wynika, że premie płacone za przejęcia przy wezwaniach do sprzedaży na polskim i zagranicznych rynkach kapitałowych są znacząco różne. Premie na rynku polskim są znacząco niższe.



Rys. 1. Premie za przejęcie na GPW w Warszawie i na rynkach rozwiniętych (mediana – względem kursu sprzed 20 dni)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Dealogic oraz notowań na GPW w Warszawie.

Z badań prowadzonych przez autora w zakresie premii za przejęcia na GPW w Warszawie w okresie 2001–2011 wynika, że nie występuje istotna statystyczna zależność między stanem koniunktury gospodarczej (mierzonej indeksem WIG), a wielkościami premii płaconych. Nie zaobserwowano również zależności między wielkością premii, a rodzajem inwestora z podziałem na krajowych i zagranicznych, oraz z podziałem na branżowych i finansowych.

## 5. PODSUMOWANIE

Problematyka ustalania premii za przejęcie w przypadku publicznego wezwania do sprzedaży jest przedmiotem wielu badań empirycznych. Badania

wielkości premii prowadzone są w kontekście wielu uwarunkowań takich jak, stan koniunktury gospodarczej, zasięg geograficzny przejęcia, jakość nadzoru korporacyjnego, stosunek głównych interesariuszy do transakcji przejęcia (przyjazne, wrogie), charakter powiązań gospodarczych łączonych jednostek. Przedstawione w artykule rozważania stanowią punkt wyjścia do pogłębionych analiz zachowania przedsiębiorstw na polskim publicznym rynku kapitałowym.

### BIBLIOGRAFIA

- Betton S., Eckbo E. B., Torburn K. S., *Merger Negotiations and the Toehold Puzzle*, „Journal of Financial Economics” 2009, Vol. 91.
- Bruner R., *Applied Mergers & Acquisitions*, Wiley, Hoboken 2004.
- Chari A., Ouimet P. P., Tesar L., *The Value of Control in Emerging Markets*, „The Review of Financial Studies” 2010, Vol. 23, No. 4.
- Chatterjee J. K., Yan A., *Takeover Premium and Divergence of Opinions*, Working Paper, School of Business, Fordham University, 2008.
- Chen Ch., Cornu Ph., *Managerial Performance, Bid Premiums, and the Characteristics of Takeover Targets*, „Annals of Economics and Finance” 2002, No. 3.
- Cotter J., Shivdasani A., Zenner M., *Do Independent Directors Enhance Target Shareholder wealth During Tender Offers?*, „Journal of Financial Economics” 1997, Vol. 43, No. 2.
- DePamphilis D. M., *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*, Elsevier-Academic Press, San Diego 2012.
- Dyck A., Zingales L., *Control Premiums and the Effectiveness of Corporate Governance Systems*, „Journal of Applied Corporate Finance”, Spring/Summer 2004, Vol. 16, No. 2–3.
- Dyck A., Zingales L., *The Private Benefits of Control*, „Journal of Finance” 2004, Vol. 59(2).
- Gaspar J.-M., Massa M., Matos P., *Shareholders Investment Horizons and the Market for Corporate Control*, „Journal of Financial Economics” 2005, Vol. 76.
- Hammermesh L. A., Wachter M. L., *The Short and Puzzling Life of the Implicit Minority Discount in Delaware Appraisal Law*, „University of Pennsylvania Law Review” 2007, Vol. 156:1.
- Hartzell J., Ofek E., Yermack D., *What's in for Me? CEOs Whose Firms Are Acquired*, „Review of Financial Studies”, April 2004, Vol. 17, No. 1.
- Healy P. M., Palepu K. G., Ruback R. S., *Which Takeovers Are Profitable? Strategic or Financial?*, „Sloan Management Review”, Summer 1997.
- Hitchner J. R., *Financial Valuation: Applications and Models*, Wiley Hoboken 2006.
- Jarrell G. A., Poulsen A. B., *Bidders Returns*, Working Paper, 1987, [za:] G. A. Jarrell, J. A. Brickley, J. M. Netter, *The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980*, „Journal of Economic Perspectives”, Winter 1988, Vol. 2, No 1.
- Jensen M. C., Ruback R. S., *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*, „Journal of Financial Economics” 1983, Vol. 11.
- Kouwenberg R., Salomons R., *The Value Premium in Emerging Equity Markets and Local Macroeconomic Conditions*, Working Paper, University of Groningen, Department of Economics, 2005.
- Millman G. J., *M&A can leave CEOs at loss*, „Wall Street Journal”, 18 October 2010.
- Moeller T., *Let's Take a Deal! How Shareholders Control Impacts Merger Payoff*, „Journal of Financial Economics” 2005, Vol. 73.
- Nenova T., *The Value of Corporate Rights and Control: A Cross-Country Analysis*, „Journal of Financial Economics” 2003, Vol. 68.

- Roach G. R., *Control Premiums and Strategic Mergers*, „Business Valuation Review”, June 1998.
- Shefrin H., *Behavioral Corporate Finance*, McGraw-Hill, New York 2007.
- Shleifer A., Vishny R. W., *A Survey of Corporate Governance*, „Journal of Finance” 1997, Vol. 52,2.
- Sudarsanam S., *Creating Value from Mergers and Acquisitions; The Challenges*, Prentice Hall, Harlow 2010.
- Varaiya N., *Determinants of Premiums in Acquisitions Transactions*, „Managerial and Decision Economics” 1987, Vol. 8.
- Wolf J., *Do CEOs in Mergers Trade Power for Premium? Evidence from Mergers of Equals*, „Journal of Law, Economics and Organizations” 2004, Vol. 20.
- Zingales L., *What Determines the Value of Corporate Votes?*, „The Quarterly Journal of Economics” 1995, Vol. 110.

*Andrzej Rutkowski*

## **BID PREMIUMS: REVIEW OF RESEARCH FROM DEVELOPED CAPITAL MARKETS**

This paper is devoted to the issue of forming a premiums for control of the companies on the public developed capital markets. The article contains a literature review of empirical research conducted on developed capital markets. This paper examines the relationship between the size of the premiums, and the following topics such as: the nature of the acquisition, the state of economic conditions, the value of transactions, and the quality of corporate governance.

The presented analysis is a starting point to conduct in-depth research of M&A processes on emerging markets, especially Polish capital market.

**Key words:** mergers, acquisitions, bid premium, capital market.





## WARTOŚĆ KAPITAŁU INTELEKTUALNEGO PRZEDSIĘBIORSTWA JAKO PODSTAWA OCENY I WYNAGRADZANIA MENEDŻERÓW

### 1. WSTĘP

Jeden z paradygmatów współczesnego przedsiębiorstwa jako organizacji uczącej się wskazuje na dwa istotne fakty. Po pierwsze na znaczenie kapitału intelektualnego jako czynnika rozwoju przedsiębiorstwa, zaś po drugie na znaczenie zasobów ludzkich przedsiębiorstwa jako istotnego nośnika wiedzy i kapitału intelektualnego.

Z punktu widzenia zarządzania współczesnym przedsiębiorstwem kapitał intelektualny stanowi zarazem czynnik jak i komponent wartości przedsiębiorstwa, a w szczególności ekonomicznej wartości dodanej jako nadwyżki jego wartości rynkowej nad wartością wniesionych do przedsiębiorstwa kapitałów finansowych. Przytaczane wielokrotnie w literaturze badania wskazują (niezależnie od konkretnie przytaczanych liczb), że znacząca część wartości współczesnych przedsiębiorstw wynika z istnienia aktywów niematerialnych, aktywów „ukrytych” stanowiących główną substancję kapitału intelektualnego. Powyższe w całej rozciągłości dotyczy przedsiębiorstw działających w sektorach nowych technologii, informatyki i telekomunikacji, mediów itp.

Znaczący, jeśli nie podstawowy, wpływ na tworzenie i efektywne wykorzystanie kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa ma kadra kierownicza i specjaliści zatrudnieni w przedsiębiorstwie. To oni tworzą nową wiedzę, pozyskują ją z otoczenia i wykorzystują dla budowania wartości przedsiębiorstwa i jego przewagi konkurencyjnej na rynku. Szczególną odpowiedzialność w tym względzie ponosi, naczelna kadra kierownicza przedsiębiorstw. Można, jak się wydaje przyjąć, iż swoista „wydolność” przedsiębiorstwa w zakresie budowania i wyko-

---

\* Dr, Społeczna Akademia Nauk w Łodzi.

rzystywania kapitału intelektualnego powinna być istotnym elementem oceny naczelnego kierownictwa przedsiębiorstwa oraz kształtowania wysokości jego wynagrodzenia.

Celem niniejszego artykułu jest sformułowanie wstępnych propozycji dotyczących oceny i wynagrodzeń naczelnego kierownictwa przedsiębiorstw, w szczególności działających w formie spółek kapitałowych uczestniczących w rynku kapitałowym.

## 2. KAPITAŁ INTELEKTUALNY JAKO KOMPONENT WARTOŚCI WSPÓŁCZESNEGO PRZEDSIĘBIORSTWA

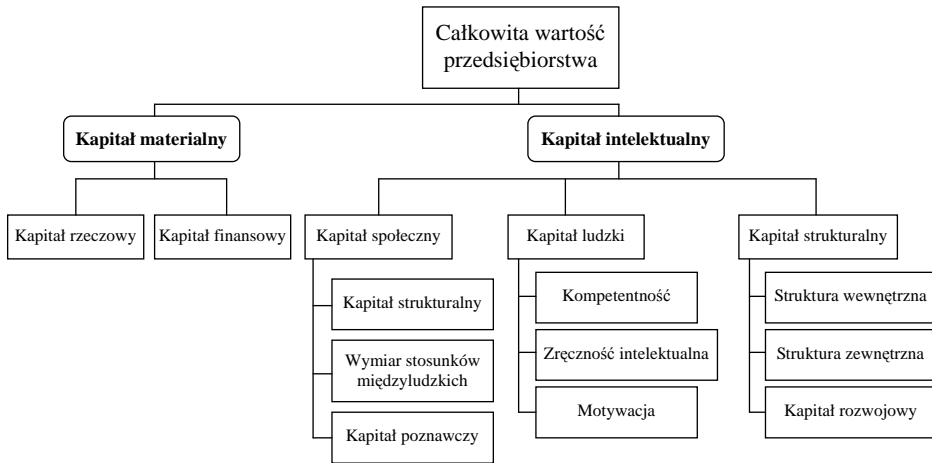
Pojęcie „kapitał intelektualny” pojawiło się w odniesieniu do organizacji już w latach 60. XX w. Wtedy już zwrócono uwagę na znaczenie niewymiernych czynników wzrostu i rozwoju przedsiębiorstwa, związanych z szeroko rozumianą wiedzą, doświadczeniem i pozostałymi niematerialnymi czynnikami rozwoju przedsiębiorstw. Zaczęto wtedy zauważać, że wartość przedsiębiorstw rejestrowana na rynkach, znacząco niekiedy odbiega od ich wartości księgowej, a na ich pozycję konkurencyjną na rynkach dóbr i usług mają wpływ niewymierne czynniki znajdujące się poza dotychczas analizowanymi czynnikami kapitałowymi. Zaczęto zgodnie przypisywać to zjawisko istnieniu różnorodnych czynników działalności przedsiębiorstw związanych z ich kapitałem ludzkim, zasobami wiedzy, informacjami o specyficznym znaczeniu, tajemnicami technologii, procesów, tajemnic firmy i innymi tego rodzaju czynnikami, zwanymi też często ukrytymi aktywami organizacji.

Można więc stwierdzić, że wiedza zgromadzona w organizacji, wiedza zespołów i pojedynczych pracowników oraz inne aktywa niematerialne, stanowią podstawę wyodrębnienia kapitału intelektualnego każdej organizacji, w tym oczywiście przedsiębiorstw<sup>1</sup>.

Większość autorów wskazuje na to, że składniki kapitału intelektualnego posiadają zdolność do kreowania wartości, w różnym rozumieniu tego pojęcia, to jest wartości rynkowej przedsiębiorstwa, wartości dla akcjonariuszy, czy wartości dla klientów. Koncepcja ta wpisuje się bardzo mocno we współczesne koncepcje wzrostu wartości jako celu współczesnego przedsiębiorstwa, zarządzania wartością przedsiębiorstwa, czy tak zwanej ekonomicznej wartości dodanej (*EVA*).

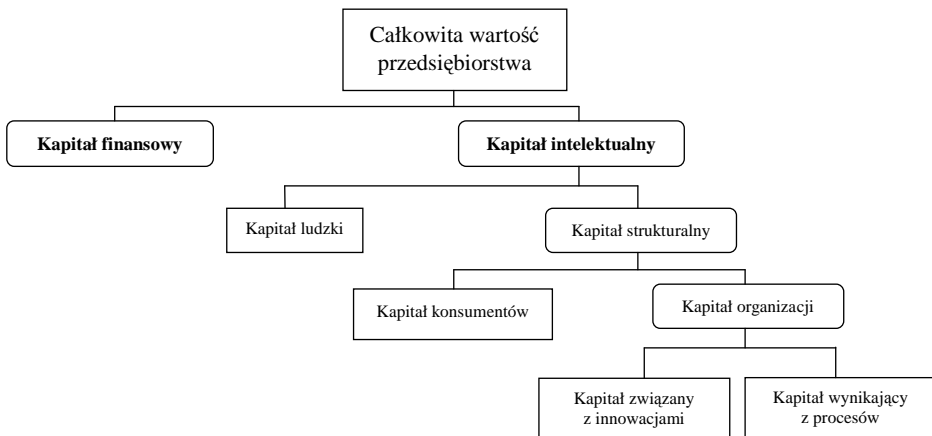
Wydaje się, że najbardziej trafnymi i przejrzystymi koncepcjami definiującymi istotę i zakres pojęcia kapitału intelektualnego, są koncepcje M. Bratnickiego oraz L. Edvinssona i M. S. Malone. Prezentują je odpowiednio rys. 1 i 2.

<sup>1</sup> A. P. Wiatrak, *Zarządzanie wiedzą i kapitałem intelektualnym w organizacji – istota i podstawowe zależności*, „Problemy Zarządzania” 2007, nr 4, s. 12.



Rys. 1. Drzewo wartości przedsiębiorstwa

Źródło: M. Bratnicki, J. Strużyna, W. Dyduch, *Kapitał intelektualny – odwieczne problemy a nowe propozycje metodologiczne*, [w:] *Kapitał intelektualny, dylematy i wyzwania*, WSB-NLU, Nowy Sącz 2001.



Rys. 2. Kapitał intelektualny według Leifa Edvinssona

Źródło: D. Dobija, *Możliwości pomiaru kapitału intelektualnego organizacji i jego prezentacji w sprawozdaniach finansowych*, Zeszyty Naukowe AE w Krakowie, Z. 553, Kraków 2000.

Obie przedstawione koncepcje za punkt wyjścia dla określenia i ewentualnego pomiaru kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa przyjmują całkowitą wartość rynkową przedsiębiorstwa, którą w przypadku przedsiębiorstw spółek notowanych na publicznym rynku akcji (giełdzie) rozumiemy jako tak zwaną giełdową kapitalizację spółki, czyli iloczyn akcji spółki i ich aktualnego kursu, bądź na przykład średniego kursu wyliczonego dla jakiegoś okresu. Na wartość rynkową przedsiębiorstwa w tych koncepcjach składa się zatem księgowo określona wartość ich kapitałów materialnych (rzeczowych i finansowych) oraz wartość ich aktywów niematerialnych będących właśnie kapitałem intelektualnym. M. Bratnicki nazywa swą koncepcję drzewem wartości przedsiębiorstwa<sup>2</sup>.

W myśl powyższych koncepcji, głównymi składowymi kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa są:

- kapitał ludzki, to jest szeroko rozumiana wiedza i kompetencje personelu i kadry kierowniczej przedsiębiorstw,
- kapitał strukturalny (organizacyjny) tkwiący w strukturach, zarządzaniu, procesach, wiedzy organizacyjnej, innowacyjności i wewnętrznych relacjach w firmie,
- kapitał relacyjny, wynikający z wiedzy zdobywanej przez przedsiębiorstwo w wyniku budowania relacji z otoczeniem.

Niezmierzalnym komponentem kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa jest także tak zwany kapitał społeczny oparty na wewnętrznych i zewnętrznych relacjach, komunikacji, zaufaniu, wspólnych wartościach. Kapitał ten tkwi zarówno w kapitale ludzkim, jak też w kapitale organizacyjnym i relacyjnym<sup>3</sup>.

Przytaczane w literaturze wyniki badań wskazują, iż w praktyce funkcjonowania przedsiębiorstw elementami składowymi kapitału intelektualnego są przeważnie<sup>4</sup>:

- zaangażowani i efektywni pracownicy,
- wiedza aktualizowana i utrwalana,
- pełna dostępna wiedza o klientach,
- trwałe personalne związki z klientami,
- efektywna komunikacja,
- innowacyjność,
- wysoka jakość produktów,
- rozwojowy portfel produktowy.

Warto zauważyć, że wszystkie wymienione składowe kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa są zarówno podstawą rozwoju i budowania wartości przedsiębiorstwa, jak również efektem tego rozwoju. Jest to więc typowe zjawisko sprzężenia zwrotnego pomiędzy rozwojem przedsiębiorstwa, a tworzeniem

<sup>2</sup> M. Bratnicki, *Pomiar kapitału intelektualnego*, „*Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*” 2000, nr 11.

<sup>3</sup> A. P. Wiatrak, *op. cit.*, s. 13.

<sup>4</sup> A. Sopińska, P. Wachowiak, *Jak mierzyć kapitał intelektualny w przedsiębiorstwie*, „*E-Mentor*” 2004, nr 2.

kapitału intelektualnego i tworzeniem kapitału intelektualnego, a rozwojem przedsiębiorstwa. To, co należy uznać, jak się wydaje, za niewątpliwe, to fakt swoistego przekraczania przez kapitał intelektualny tradycyjnie rozumianych granic przedsiębiorstwa jako organizacji. Jest to szczególnie oczywiste w przypadku przedsiębiorstw globalnych, sieciowych, bądź wirtualnych, coraz silniej oddziałujących na współczesną gospodarkę.

Określanie wartości kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa, zgodnie z przyjętymi koncepcjami jego definiowania, może być dokonywane poprzez wyliczenie go jako<sup>5</sup>:

- a) różnicy wartości rynkowej i wartości księgowej przedsiębiorstwa,
- b) sumy wartości składników aktywów niematerialnych składających się na kapitał intelektualny oraz wartości kapitału ludzkiego.

Jeśli idzie o metodę rynkowej wyceny kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa, to najczęściej stosowane są następujące formuły obliczania wartości kapitału intelektualnego.

Pierwszą jest formuła Edvinssona i Malone, wyrażona w następujący sposób:

$$KI = MV - BV$$

gdzie:

- KI* – kapitał intelektualny,
- MV* – wartość rynkowa przedsiębiorstwa,
- BV* – wartość księgowa przedsiębiorstwa.

Przyjętymi kanonami wyceny wartości *KI* są następujące:

- wartość *MV* to tak zwana kapitalizacja giełdowa spółki, czyli iloczyn liczby akcji spółki i tak czy inaczej przyjętego jej kursu giełdowego,
- wartość *BV* określana jako suma aktywów pomniejszona o zobowiązania, czyli wartość kapitałów własnych przedsiębiorstwa.

Warto w tym miejscu zasygnalizować, iż przyjmowanie wielkości *BV* do szacowania kapitału intelektualnego może budzić pewne wątpliwości. Z ekonomicznego punktu widzenia wartość *BV* winna być ujmowana jako wartość bilansowa spółki, a nie jako wartość aktywów netto. Warto także zwrócić uwagę na niestabilny charakter kapitalizacji rynkowej, jako podstawy szacowania wartości kapitału intelektualnego.

Kolejną formułą obliczania wartości (a właściwie wskaźnika) kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa jest formuła Q-Tobina zawarta we wskaźniku:

$$Q = MV / RV$$

<sup>5</sup> J. Fijałkowska, *Finansowe i nie finansowe metody pomiaru oraz prezentacji w sprawozdaniach kapitału intelektualnego*, rozprawa doktorska, SWSPiZ, Łódź 2009, s. 107.

gdzie:

$Q$  – wskaźnik kapitału intelektualnego,

$MV$  – wartość rynkowa przedsiębiorstwa,

$RV$  – wartość odtworzeniowa aktywów przedsiębiorstwa.

Nie podważając wartości poznawczej i analitycznej tego wskaźnika, należy stwierdzić, że wycena wartości odtworzeniowej aktywów nastroczać może poważnych problemów metodologicznych i informacyjnych i z natury rzeczy być bardzo pracochłonną i kosztowną.

Kolejną formułą w tej grupie jest metoda *VAIC* (*value added intellectual coefficient*). Jest to wielostopniowa procedura wyceny składników kapitału intelektualnego, efektywności ich wykorzystania w przedsiębiorstwie oraz łącznej efektywności zaangażowanych w przedsiębiorstwie kapitałów. Nie wchodząc w całość zawartą w tej metodzie analizy, przedstawimy jedynie jej pierwszy krok, który w zasadzie może służyć jako formuła wyceny kapitału intelektualnego przedsiębiorstw. Za punkt wyjścia bierzemy wartość rynkową przychodów przedsiębiorstwa, w której przecież także zawiera się wycena rynkowa kapitału intelektualnego poprzez wycenę rynkową produktów przedsiębiorstwa. Postać formuły jest następująca:

$$VA = OUT - IN$$

gdzie:

$VA$  – wartość dodana,

$OUT$  – przychód ze sprzedaży,

$IN$  – wydatki materialne związane ze sprzedażą.

Trudno zaprzeczyć, że wartość dodana wytworzona w przedsiębiorstwie i zrealizowana na rynku zawiera w sobie kapitał intelektualny przedsiębiorstwa. Należy jednakże zauważyć, że w pojemności tak skonstruowanego miernika wartości dodanej znajduje się amortyzacja, a także całość wydatków na personel co może budzić wątpliwości.

Za proponowanym wyżej sposobem ujmowania wartości księgowej spółki przemawiają następujące argumenty<sup>6</sup>:

– w istocie rzeczy wartość rynkowa przedsiębiorstwa obejmuje w swej pojemności kapitały obce, szczególnie, gdy jest wyższa od sumy bilansowej,

– rynek wycenia przedsiębiorstwa nie na podstawie efektywności zastosowania kapitałów własnych, ale raczej kapitałów łącznych,

<sup>6</sup> J. Duraj (red.), *Instrumenty i sposoby zarządzania kapitałem przedsiębiorstwa*, „Acta Universitatis Lodzianensis” 2012, Folia Oeconomica 267, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź, s. 60.

- aktywa intelektualne w istocie rzeczy mogą powstawać na finansowej bazie zarówno kapitałów własnych jak również kapitałów obcych,
- biorąc pod uwagę stosunkowo duży wskaźnik zadłużenia wielu korporacji światowych, przekraczający niekiedy znacznie 50% sumy aktywów, w wielu przypadkach może dochodzić do przeszacowania wartości kapitału intelektualnego.

W odniesieniu do ostatniego z wymienionych argumentów należy wyraźnie stwierdzić, że w przypadku przedsiębiorstw o wysokim wskaźniku finansowania aktywów zobowiązaniami, wartość kapitału intelektualnego może w swoisty sposób podlegać „pompowaniu” poprzez przyrost wartości wynikający z przyrostu zobowiązań. Sytuacja taka na pewno powoduje istotne zakłócenia w obiektywnym szacowaniu kapitału intelektualnego.

### 3. ROLA MENEDŻERÓW W TWORZENIU KAPITAŁU INTELEKTUALNEGO PRZEDSIĘBIORSTWA

Kapitał intelektualny przedsiębiorstwa to kategoria tyleż istotna dla rozwoju i konkurencyjności przedsiębiorstwa, co ulotna. To ostatnie nie przekreśla jednakże faktu, że ze względu na wiele okoliczności zarówno wewnętrznych, jak i zewnętrznych w zarządzaniu przedsiębiorstwem, należy dążyć do zobiektywizowanego pomiaru wartości kapitału intelektualnego przedsiębiorstw. Metody pomiaru kapitału intelektualnego, a także szacowania jego wpływu na wartość i rozwój przedsiębiorstwa powinny uwzględniać różnorodne realia ekonomiczne, finansowe i księgowo, a także mieć istotną wartość poznawczą i analityczną.

Pojawia się zatem pytanie, na ile wartość kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa może stanowić po pierwsze podstawę oceny kadry menedżerskiej przedsiębiorstwa, a po drugie, na ile winna być ona podstawą kształtowania wynagrodzeń tejże kadry. Pragniemy tu zaznaczyć, że przedmiotem naszego zainteresowania jest w szczególności naczelną kadra kierownicza dużych przedsiębiorstw działających w formie organizacyjno-prawnej spółki akcyjnej notowanej na publicznym rynku kapitałowym, czyli po prostu na giełdzie papierów wartościowych. Ponadto mamy tu w zasadzie na uwadze sytuację polegającą na rozdzieleniu własności od zarządzania, to znaczy sytuację zarządzania przedsiębiorstwami (spółkami) przez wynajętych w tym celu menedżerów.

Otóż wydaje się, że niezależnie od tego, czy jako formułę określania wartości kapitału intelektualnego przyjmiemy formułę liczenia tej wartości jako różnicy wartości rynkowej spółki i jej wartości księgowej, czy będziemy się opierać na wciąż niejednoznacznej i budzącej szereg wątpliwości formule *VAIC*<sup>7</sup>, to

---

<sup>7</sup> Por. G. Urbanek, L. Bohdanowicz, *Krytyczna analiza współczynnika intelektualnej wartości dodanej*, „Przegląd Organizacji” 2012, nr 11.



w każdym przypadku występują co najmniej dwie okoliczności, określające rolę menedżerów w tworzeniu kapitału intelektualnego.

Po pierwsze, sami menedżerowie, ze swą wiedzą, umiejętnościami, doświadczeniem i wszelkimi innymi kompetencjami niezbędnymi w danym biznesie, są istotną, a niekiedy wiodącą składową kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa. Rynek kapitałowy wycenia bowiem funkcjonujące na nim spółki między innymi przez pryzmat zarządzających nimi menedżerów. To wartości wnoszone przez menedżerów do spółki są ważną składową wartości dodanej kreowanej w tych spółkach. Można więc tę rolę menedżerów w kreowaniu kapitału intelektualnego nazwać rolą „samą w sobie”.

Po drugie, menedżerowie pełnią zewnętrzną, „zarządczą” rolę w stosunku do kreowanego w przedsiębiorstwach kapitału intelektualnego. Podejmując określone decyzje w procesie zarządzania przedsiębiorstwami, wywierają istotny wpływ na kształtowanie się podstawowych wielkości ekonomicznych, takich jak wartość bilansowa przedsiębiorstwa, struktura finansowania aktywów, bieżąca wartość giełdowa firmy (choć w tym przypadku wpływ zarządu spółki jest zawsze mniej lub bardziej ograniczony), przychody ze sprzedaży, koszty działalności, wartość dodana, marże, zyski itd. Wszystkie te wartości mają, jak wiadomo, bezpośrednie znaczenie dla wyceny kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa i w znacznym stopniu są uwarunkowane racjonalnymi i trafnymi decyzjami menedżerów. Ponadto menedżerowie poprzez swe decyzje, działania, kształtowanie klimatu i kultury organizacji przyczyniają się pozytywnie, albo negatywnie do budowania poszczególnych składników kapitału intelektualnego we wszystkich jego wymiarach, to znaczy kapitału ludzkiego, kapitału organizacyjnego i kapitału relacyjnego. Tak więc i w tym rozumieniu, rola i wpływ menedżerów na kształtowanie kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa jest nie do przecenienia.

#### **4. PROPOZYCJE KSZTAŁTOWANIA WYNAGRODZEŃ MENEDŻERÓW W POWIĄZANIU Z KAPITAŁEM INTELEKTUALNYM PRZEDSIĘBIORSTWA**

Zachodzi zatem ważne pytanie, czy wartość kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa jako komponentu jego całkowitej wartości, może być podstawą oceny naczelnej kadry kierowniczej przedsiębiorstw oraz kształtowania wynagrodzeń tej kadry. Wydaje się, że jest to propozycja dość atrakcyjna i na pewno warta rozważenia. Mieści się ona w ogólnej strategii wzbogacania narzędzi mo-

tywowania kadry kierowniczej i wszystkich pracowników przedsiębiorstw, która powinna przyczyniać się do<sup>8</sup>:

- sprostania współczesnej konkurencji globalizującej się gospodarce,
- tworzenia i wykorzystania wiedzy jako głównego czynnika konkurencyjności,
- budowy kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa.

Wyżej wskazaliśmy na oczywistą i ogromną rolę jaką mają do spełnienia w powyższym menedżerowie. W tym miejscu należy skonkretyzować, iż używając terminu „menedżerowie” mamy na myśli zarządy spółek kapitałowych oraz ewentualnie najbliższe ich zaplecze występujące w dużych spółkach w postaci dyrektorów sprawujących zarząd operacyjny w przedsiębiorstwach tych spółek. Można bowiem, jak się wydaje przyjąć, że w odniesieniu do tych dwóch grup menedżerów (o ile w danej spółce obie te grupy występują), mogą funkcjonować podobne zasady oceny i wynagradzania, ze względu na podobieństwo realizowanych celów i istniejący układ motywacji.

Współcześnie podchodzimy szeroko do określenia zakresu pojęcia wynagrodzeń. Dotyczy to także kadry menedżerskiej. W przypadku tej grupy przyjmuje się na ogół, że na wynagrodzenia składają się następujące elementy: wynagrodzenia finansowe, świadczenia rzeczowe i usługowe, wartości niematerialne związane z samorealizacją i prestiżem zawodowym i osobistym<sup>9</sup>. Jak dotychczas głównym przedmiotem badań są oczywiście wynagrodzenia finansowe oraz w pewnym zakresie świadczenia rzeczowe i usługowe.

Jeśli idzie o wynagrodzenia finansowe menedżerów spółek i przedsiębiorstw, to można zauważyć, że na ogół zawierają one część stałą i część ruchomą, co z resztą dotyczy większości pozostałego personelu. Specyficzną składową wynagrodzeń menedżerów szczytowych szczebli organizacji gospodarczych jest występowanie tak zwanych wynagrodzeń odroczonej, które w przeważającej mierze mają charakter ruchomy. Są to inaczej mówiąc tak zwane bodźce długoterminowe, mające na celu długookresowe motywowanie menedżerów (*LTI*)<sup>10</sup>.

Wynagrodzenie stałe menedżerów może w pewien sposób nawiązywać do wartości kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa poprzez to, że wysokość stałej pensji powinna odzwierciedlać stopień merytorycznej oraz biznesowej złożoności firmy, zaś po drugie także indywidualne kompetencje danego menedżera. W ten sposób wyraża się niejako jego osobisty wkład w wartość kapitału intelektualnego i wymagania kompetencyjne związane z kierowaniem przedsiębiorstwem o wysokim udziale kapitału intelektualnego w jego funkcjonowaniu

<sup>8</sup> J. Sokołowski, *Strategia wynagrodzeń a budowa kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa*, [w:] E. Urbanowska-Sojkin (red.), *Wybory strategiczne w przedsiębiorstwach*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2011, s. 233.

<sup>9</sup> A. Poczowski, *Zarządzania zasobami ludzkimi*, PWE, Warszawa 2007, s. 214.

<sup>10</sup> Por. P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menedżerów*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005, s. 125–140.

i rozwoju. Mechanizm ten ma jednak charakter raczej statyczny i może zawierać zbyt słabe bodźce do dalszego pomnażania kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa.

Wynagrodzenia zmienne krótkookresowe są, jak wiadomo, nakierowane na pobudzanie menedżerów do skutecznego kreowania bieżącej efektywności ekonomicznej, w szczególności rentowności działalności przedsiębiorstwa w kolejnych latach. Mają temu służyć roczne premie powiązane zawsze pośrednio lub bezpośrednio z rentownością działalności przedsiębiorstwa. Formuła premiowania rocznego może się różnić w zależności od tego czy przyjmiemy model zadaniowy, model parametryczny, czy też model udziałowy premiowania<sup>11</sup>. W każdym z tych modeli w mniejszym bądź większym stopniu występuje rentowność bieżącej działalności przedsiębiorstwa jako kryterium oceny i wynagradzania menedżerów przedsiębiorstw. Nie można w sposób bezwzględny przekreślać znaczenia bieżącej rentowności przedsiębiorstwa dla kształtowania jego wartości, w tym także wartości kapitału intelektualnego. Nie mniej trzeba zauważyć, że wartość przedsiębiorstwa i kapitał intelektualny są kategoriami długookresowymi, zaś bieżąca rentowność jest jednak bardziej kategorią krótkookresową, a dążenie do osiągnięcia krótkookresowej efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa może stać w sprzeczności z jego długookresową konkurencyjnością i budowaniem kapitału intelektualnego oraz długookresowej wartości dla akcjonariuszy.

Z powyższych rozważań wynika, że możliwości motywowania menedżerów do długookresowego budowania wartości przedsiębiorstwa i kapitału intelektualnego należy poszukiwać w stosowaniu bodźców długookresowych (*LTI*). Wydaje się, że przede wszystkim w konstrukcji tych bodźców można zawrzeć spójny mechanizm motywacyjny, skłaniający menedżerów do wysiłków na omawianym tu polu. Oczywiście nie można wykluczyć wprowadzenia do mechanizmu premiowania rocznego wynagrodzenia za na przykład przyrost wartości spółki w okresie objętym premiowaniem. Jednakże w przypadku konsekwentnego utrzymywania premii od wyniku finansowego, wprowadzenie premii powiązanej z przyrostem wartości mogłoby nieco komplikować system i tworzyć bodźce konkurencyjne w krótkich okresach czasowych.

Najbardziej typowymi bodźcami długookresowymi, stosowanymi wobec kadry menedżerskiej przedsiębiorstw są:

- programy ubezpieczeń na życie z funduszami inwestycyjnymi oraz programy emerytalne,
- odprawy kończące zatrudnienie w danej firmie,
- programy udziału we własności, nazywane często opcjami menedżerskimi.

---

<sup>11</sup> J. Sokołowski, R. Józwicki, *Wynagrodzenia naczelnego kierownictwa a efektywność i wartość spółek kapitałowych*, [w:] J. Duraj, *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 278.

Pierwsza z wyżej wymienionych form ma raczej charakter zabezpieczający, i stanowi element wynegocjowanego przez menedżera pakietu wynagrodzeń, będąc albo świadczeniem zindywidualizowanym, albo może obejmować całe kierownictwo firmy, szczególnie w przypadku zakładowych programów emerytalnych. Pełniąc niewątpliwie ważne funkcje zarówno z punktu widzenia firmy, jak i poszczególnych menedżerów, forma ta nie wiąże się w żaden sposób z budowaniem kapitału intelektualnego.

Odprawy kończące zatrudnienie w firmie mogą mieć natomiast dwojakiego rodzaju charakter. Mogą być to odprawy o charakterze świadczeniowym, ale także mogą mieć one charakter motywacyjny. W przypadku pierwszym wysokość odprawy jest z góry określona w umowie o pracę, bądź jakiejś innej formie kontraktu menedżera z firmą. Wysokość odprawy jest wtedy określana albo kwotowo, albo jako krotność ostatnio pobieranego wynagrodzenia. Odprawa taka częstokroć wiąże się z zawartym w kontrakcie zakazem konkurencji w określonym czasie, pełniąc w tym przypadku funkcję odszkodowania za utracę dochody z pracy.

Odprawa może jednak mieć charakter motywacyjny, w przypadku gdy jest powiązana z realizacją przez menedżerów długookresowego celu akcjonariuszy. Odprawa taka przybiera na ogół formę tak zwanej premii za sukces, przy czym za miarę sukcesu przyjmowana jest na ogół zmiana wartości spółki w okresie zarządzania nią przez danego menedżera lub grupę menedżerów. W przypadku takim odprawa jest ustalana w oparciu o procentowy wskaźnik udziału menedżerów w przyroście wartości spółki. Wydaje się, że dla silniejszego powiązania tak skonstruowanej odprawy z tworzeniem kapitału intelektualnego, tak określana odprawa winna być wiązana z tą częścią przyrostu wartości spółki, która jest właśnie przyrostem wartości kapitału intelektualnego. Z punktu widzenia motywacji do budowania kapitału intelektualnego firmy w dłuższym horyzoncie czasowym, jest to, jak się wydaje, mechanizm o potencjalnie właściwym oddziaływaniu.

Trzeci rodzaj wynagrodzeń odroczonego, to różne formy udziału we własności, mające bardziej bezpośredni lub pośredni charakter. Forma bezpośrednia to wynagradzanie menedżerów akcjami firmy, na ogół bez prawa zbywania w określonym czasie. W naturalny sposób wiąże to interes menedżerów z interesem akcjonariuszy, a dążenie menedżerów do podnoszenia wartości firmy przyczynia się do tworzenia kapitału intelektualnego. Formą bardziej pośrednią są przydzielane menedżerom opcje na akcje firmy.

Menedżerowie chcąc osiągnąć w przyszłości wyższą wartość posiadanych aktywów, muszą w pełni wykorzystywać wszystkie czynniki wzrostu tej wartości, w tym oczywiście także czynniki niematerialne. W tej formie wynagradzania długookresowego zawarty jest niemal samoistnie mechanizm oceny i wynagradzania menedżerów przez pryzmat kapitału intelektualnego firmy. Pominęliśmy tu oczywiście cały szereg kwestii natury techniczno-finansowej związanych

z programami opcji menedżerskich, jak również możliwych patologii, które ten system może wywołać, a które ujawniły się szczególnie mocno w czasie kryzysu finansowego poprzednich lat, będąc być może jedną z jego przyczyn. Można, jak się wydaje, zaryzykować stwierdzenie, że ta negatywna strona omawianego mechanizmu wynika nie tylko z jego natury, ale także ze słabości nadzoru korporacyjnego w wielkich spółkach, może w szczególności w jednopoziomowym modelu anglosaskim.

## 5. PODSUMOWANIE

Wiązanie oceny i wynagrodzeń menedżerów spółek z wartością tworzonego w nich kapitału intelektualnego jest niewątpliwie słusznym i pożytecznym kierunkiem w zarządzaniu współczesnymi organizacjami gospodarczymi. Menedżerowie tych organizacji winni być bowiem oceniani a następnie wynagradzani w oparciu o to, w jakim stopniu kierowane przez nich organizacje tworzą nową wartość, wynikającą z tworzenia i wykorzystania kapitału intelektualnego. Trzeba podkreślić, że wszystkie elementy omawianego w niniejszym artykule mechanizmu są wciąż niedopracowane i wymagają dalszych dociekań oraz gromadzenia i analizowania doświadczeń praktycznych. Dotyczy to zarówno samej kwestii pomiaru kapitału intelektualnego, uwolnienia tego pomiaru na przykład od czynników koniunkturalnych, jak też określenia właściwych priorytetów polityki wynagrodzeń, tak by sprzyjała tworzeniu omawianych w artykule mechanizmów motywacyjnych. Pomimo całego szeregu problemów interpretacyjnych, metodologicznych i wreszcie praktycznych na poziomie każdej organizacji gospodarczej, nie należałoby w dobie gospodarki opartej na wiedzy rezygnować z dalszych dociekań w tej tak złożonej materii.

## BIBLIOGRAFIA

- Bratnicki M., *Pomiar kapitału intelektualnego*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa” 2000, nr 11.
- Bratnicki M., Strużyna J., Dyduch W., *Kapitał intelektualny – odwieczne problemy a nowe propozycje metodologiczne*, [w:] *Kapitał intelektualny, dylematy i wyzwania*, WSB-NLU, Nowy Sącz 2001
- Dobja D., *Możliwości pomiaru kapitału intelektualnego organizacji i jego prezentacji w sprawozdaniach finansowych*, Zeszyty Naukowe AE w Krakowie, Z. 553, Kraków 2000.
- Duraj J. (red.), *Instrumenty i sposoby zarządzania kapitałem przedsiębiorstwa*, „Acta Universitatis Lodzensis” 2012, Folia Oeconomica 267, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Fijałkowska J., *Finansowe i nie finansowe metody pomiaru oraz prezentacji w sprawozdaniach kapitału intelektualnego*, rozprawa doktorska, SWSPiZ, Łódź 2009.
- Poczowski A., *Zarządzania zasobami ludzkimi*, PWE, Warszawa 2007.

- Sokołowski J., *Strategia wynagrodzeń a budowa kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa*, [w:] E. Urbanowska-Sojkin (red.), *Wybory strategiczne w przedsiębiorstwach*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2011.
- Sokołowski J., Józwicki R., *Wynagrodzenia naczelnego kierownictwa a efektywność i wartość spółek kapitałowych*, [w:] J. Duraj, *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.
- Sopińska A., Wachowiak P., *Jak mierzyć kapitał intelektualny w przedsiębiorstwie*, „E-Mentor” 2004, nr 2.
- Urbanek G., Bohdanowicz L., *Krytyczna analiza współczynnika intelektualnej wartości dodanej*, „Przegląd Organizacji” 2012, nr 11.
- Urbanek P., *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menedżerów*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005.
- Wiatrak A. P., *Zarządzanie wiedzą i kapitałem intelektualnym w organizacji – istota i podstawowe zależności*, „Problemy Zarządzania” 2007, nr 4.

*Jarosław Sokołowski*

#### **INTELLECTUAL CAPITAL AND MANAGERS REMUNERATIONS AND PERFORMANS APPRAISAL**

Top-managers are the people, who have a most important influence on company value and creating and utilizing intellectual capital of company. So very important for business development and its quality factors are payments and performances appraisal systems. In this article we presents the key problems of measurement intellectual capital as the component of company value. Next we presents two roles, which plays managers in creating and utilizing the intellectual capital in companies. We presents so some proposals to managers remunerations systems which should be effective on this field. They are the long term incentives /LTI/, which can create long term motivation of managers to building the intellectual capital and value of companies. For example, success compensations and managers options have be good mechanisms to connecting managers remunerations with intellectual capital in companies.

**Key words:** company value, intellectual capital, top-managers, managers remunerations, long term incentives.



Tomasz Sosnowski\*

## PIERWSZE OFERTY PUBLICZNE SPÓŁEK PORTFELOWYCH FUNDUSZY *PRIVATE EQUITY* W PERSPEKTYWIE ŚREDNIO- I DŁUGOOKRESOWEJ

### 1. WSTĘP

Efektywność inwestycji funduszy *private equity* determinowana jest ogółem środków uzyskanych ze sprzedaży posiadanych w portfelu inwestycyjnym papierów wartościowych. Badania empiryczne nad praktyką realizacji procesów dezinwestycji funduszy *private equity* realizowanych za pośrednictwem publicznego rynku papierów wartościowych pokazują, iż zaledwie część akcji będących własnością funduszy zbywana jest w ramach pierwszej oferty sprzedaży. Powszechnie obserwowana jest praktyka, iż fundusze *private equity* pozostają akcjonariuszami spółek portfelowych po ich debiucie giełdowym<sup>1</sup>. W tym kontekście dużego znaczenia dla wdrażania skutecznych procesów wyjść z inwestycji nabiera rozpoznanie kształtowania się giełdowych kursów akcji spółek portfelowych funduszy *private equity* objętych procesami dezinwestycji metodą pierwszej oferty publicznej.

Zasadniczym celem opracowania jest rozpoznanie i ocena średnio- oraz długoterminowych efektów rynkowych procesów dezinwestycji funduszy *private equity* metodą pierwszej oferty publicznej w postaci giełdowych stóp zwrotu z akcji spółek portfelowych funduszy *private equity* na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Dla realizacji powyższego celu opracowania sformułowana została hipoteza badawcza stwierdzająca, iż w perspektywie średnio- i długoterminowej zmiany kursów akcji spółek portfelowych funduszy *private equity* wprowadzonych do publicznego obrotu wykazują zwyżkowy charakter względem cen akcji spółek

---

\* Dr, Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 90–214, ul. Rewolucji 1905 r. nr 41.

<sup>1</sup> D. J. C u m m i n g, J. G. M a c I n t o s h, *A cross-country comparison of full and partial venture capital exits*, „Journal of Banking & Finance” 2003, Vol. 27, s. 511–548.



giełdowych niekorzystających ze wsparcia funduszy *private equity* na wcześniejszych etapach rozwoju.

## 2. ISTOTA PIERWSZEJ OFERTY PUBLICZNEJ JAKO METODY DEZINWESTYCJI FUNDUSZY *PRIVATE EQUITY*

Dezinwestycja stanowi finalny etap w cyklu życia każdego przedsięwzięcia kapitałowego realizowanego przez fundusze *private equity*<sup>2</sup>. Specyfiką działalności funduszy *private equity* jest bowiem odłożona w czasie realizacja zysku kapitałowego z inwestycji. Jest on realizowany dopiero w końcowej części całego cyklu inwestycyjnego tj. w fazie dezinwestycji, a jego podstawowym źródłem jest nadwyżka rynkowej wartości kapitału przedsiębiorstwa udziałowego w momencie wyjścia z inwestycji nad sumą zainwestowanego kapitału.

Inwestycje funduszy *private equity* charakteryzują się określonym czasem trwania i zawsze podejmowane są z zamiarem odsprzedaży posiadanych aktywów w portfelu inwestycyjnym. Dezinwestycja jest zwieńczeniem wcześniejszych wysiłków i starań inwestorów zaangażowanych w tworzenie wartości rynkowej spółek portfelowych o realizację określonej rentowności kapitału, ulokowanego w spółkę wyróżniającą się potencjałem wzrostu wartości rynkowej. Za jej pośrednictwem spełniany jest podstawowy cel procesu inwestycyjnego funduszy *private equity*, jakim jest realizacja zysku z uprzednio zainwestowanego przez fundusz kapitału finansowego, rzeczowego oraz menedżerskiego. Zysk kapitałowy z tych inwestycji osiągany jest dopiero w momencie zbycia udziałowych papierów wartościowych spółek portfelowych, przez co czas, rozmiar i forma dezinwestycji nabierają szczególnego znaczenia dla efektywności prowadzonej działalności inwestycyjnej.

Wyjście z inwestycji przybierać może zróżnicowane formy i przez to stwarzać funduszom *private equity* odmienne szanse na osiągnięcie sukcesu ekonomicznego. Fundusze *private equity* mają do dyspozycji pięć podstawowych metod zakończenia współpracy ze spółką portfelową<sup>3</sup>. Są to:

- wprowadzenie akcji spółki do publicznego obrotu i ich sprzedaż za pośrednictwem giełdy papierów wartościowych,
- sprzedaż spółki strategicznemu inwestorowi branżowemu,
- wykup menedżerski,
- zbycie udziałów na rzecz innego inwestora finansowego oraz
- umorzenie udziałów/likwidacja spółki.

<sup>2</sup> G. W. Fenn, N. Liang, S. Prowse, *The Economics of the Private equity Market*, „Federal Reserve Bulletin”, January 1996, s. 29.

<sup>3</sup> Por. P. Ząsepa, *Venture capital – sposoby dezinwestycji*, CeDeWu.pl Wydawnictwa Fachowe, Warszawa 2010, s. 90–91; K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity/venture capital*, Key Text, Warszawa 2004, s. 115.

Pierwsza oferta publiczna (ang. *initial public offering*) uznawana jest za klasyczną i najbardziej pożądaną formę wyjścia z inwestycji funduszy *private equity*<sup>4</sup>. W środowisku osób aktywnych na rynku kapitału podwyższonego ryzyka postrzega się ją jako niemalże „Święty Graal”<sup>5</sup>. Nie jest to jednak metoda uniwersalna, która może być wykorzystana do realizacji zysku kapitałowego z każdej inwestycji. Znajduje ona zastosowanie tylko do takich przedsiębiorstw udziałowych, które osiągnęły znamienny sukces rynkowy i spotkały się z zainteresowaniem wymagających nabywców na publicznym rynku papierów wartościowych. Oferta publiczna to właściwa droga – jak wskazuje K. Sobańska i P. Sieradzan – dla spółek w miarę dużych, o znaczącym poziomie rentowności, rosnących zyskach, przejrzystych strukturach organizacyjnych i przepływach finansowych<sup>6</sup>.

Określenie pierwsza oferta publiczna w literaturze przedmiotu jest formułowane w sposób ogólny i bywa różnie interpretowane<sup>7</sup>. Rozumiane jest jako oferowanie po raz pierwszy w sposób publiczny akcji danej spółki i utożsamiane jest z jej debiutem giełdowym<sup>8</sup>. Pierwszą ofertą może być:

– emisja akcji po raz pierwszy za pośrednictwem rynku publicznego (pierwsza subskrypcja) oraz

– sprzedaż przez obecnych akcjonariuszy akcji już istniejących, ale po raz pierwszy za pośrednictwem rynku publicznego (pierwsza sprzedaż)<sup>9</sup>.

Dezinwestycje realizowane za pośrednictwem publicznego rynku papierów wartościowych, z racji na swoje niewątpliwe zalety<sup>10</sup>, są preferowanym sposobem realizacji zysku kapitałowego przez fundusze *private equity*. Analiza działalności funduszy *private equity* na polskim rynku kapitałowym wskazuje, iż Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie stanowi ważne miejsce realizacji procesów dezinwestycji funduszy *private equity* prowadzących działalność inwestycyjną w Polsce. Jednakże warto podkreślić, iż z racji na złożoność i wielowymiarowość zjawisk zachodzących na publicznym rynku papierów wartościowych stwarza on liczne szanse, ale i zagrożenia efektywnej realizacji zysku kapitałowego z inwestycji funduszy *private equity*.

<sup>4</sup> J. Węclawski, *Venture capital: nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, PWN, Warszawa 1997, s. 181.

<sup>5</sup> J. Wall, J. Smith, *Better exits*, Price Waterhouse Corporate Finance for EVCA, 1997, s. 8.

<sup>6</sup> K. Sobańska, P. Sieradzan, *op. cit.*, s. 122.

<sup>7</sup> R. Sobotnik, *Pierwsza oferta publiczna – zmieniające się trendy*, [w:] A. Szablowski (red.), *Migracja kapitału w globalnej gospodarce*, Difin, Warszawa 2009, s. 268–269.

<sup>8</sup> P. Siwek, *Praktyka pierwszych ofert publicznych w Polsce*, CeDeWu.pl, Warszawa 2005, s. 12–13.

<sup>9</sup> *Ibidem*, s. 13; Por. Art. 4, pkt. 5 *Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych*, DzU 2005, nr 184, poz. 1539.

<sup>10</sup> S. Povaly, *Private equity exits: Divestment process management for leveraged buyouts*, Springer, Berlin Heidelberg 2007, s. 252–253.

### 3. STOPY ZWROTU Z AKCJI OFEROWANYCH W RAMACH PIERWSZYCH OFERT PUBLICZNYCH SPÓŁEK PORTFELOWYCH FUNDUSZY *PRIVATE EQUITY* W ŚREDNIM I DŁUGIM OKRESIE

Na wielu giełdach papierów wartościowych obserwowane jest występowanie ujemnych nadzwyczajnych stóp zwrotu z inwestycji w akcje spółek realizujących pierwsze oferty publiczne w porównaniu do całego rynku<sup>11</sup>.

W literaturze przedmiotu formułowane są cztery główne koncepcje wyjaśniające to zjawisko, a mianowicie teoria różnorodności opinii, teoria promotora, teoria rozgranego rynku oraz teoria negatywnego wpływu kosztów emisji (zob. tab. 1).

Na rynku polskim obszerne badania empiryczne nad kształtowaniem się średnio- i długoterminowych stóp zwrotu z akcji spółek debiutujących na polskim rynku giełdowym przeprowadził P. Siwek<sup>12</sup>. Na podstawie analizy kształtowania się rynkowych kursów akcji 130 spółek, które zakończyły pierwsze oferty publiczne w latach 1995–2003 wykazał on, iż stopy zwrotu z walorów tych spółek osiągały wartości niższe od stóp zwrotu z indeksu WIG.

W kontekście rozważanego problemu naukowego warto zwrócić uwagę również na badania nad porównaniem długoterminowych stóp zwrotu z akcji spółek giełdowych emitujących nowe akcje i spółek nieprzeprowadzających nowych emisji. Zostały one zapoczątkowane przez J. R. Rittera we wczesnych latach 90. XX w.<sup>13</sup> Autor ten wskazał, iż w trzyletniej perspektywie inwestycyjnej zwrot z akcji spółek przeprowadzających pierwsze oferty publiczne jest niższy w porównaniu do inwestycji w akcje spółek podobnych do nich pod względem kapitalizacji oraz branży, jednakże znajdujących się już w publicznym obrocie. Dalsze badania również potwierdziły, iż kupno akcji spółek przeprowadzających emisje nowych akcji w długim okresie przynosi gorsze wyniki inwestycyjne w stosunku do alternatywnej inwestycji w papiery wartościowe spółek giełdowych o zbliżonej kapitalizacji, jednakże nie przeprowadzających emisji nowych<sup>14</sup>.

---

<sup>11</sup> Zob. J. A. Schuster, *IPOs: Insights from Seven European Countries*, Discussion Paper 461, Financial Markets Group, London School of Economics and Political Science, London 2003, s. 1–39; P. Siwek, *op. cit.*, s. 59; A. Brav, C. Geczy, P. A. Gompers, *Is the abnormal return following equity issuances anomalous?*, „Journal of Financial Economics” 2000, Vol. 56, s. 209–249; S. X. Zheng, *Are IPOs really overpriced?*, „Journal of Empirical Finance” 2007, Vol. 14, s. 287–309.

<sup>12</sup> P. Siwek, *op. cit.*, s. 151–163.

<sup>13</sup> J. R. Ritter, *The Long-Run Performance of Initial Public Offerings*, „Journal of Finance”, March 1991, Vol. XLVI, No. 1, s. 3–27.

<sup>14</sup> T. Loughran, J. R. Ritter, *The new issues puzzle*, „The Journal of Finance” 1995, Vol. L, No. 1, s. 23–51.

Tabela 1

Wybrane teorie przewartościowania akcji oferowanych w ramach pierwszych ofert publicznych

Teoria różnorodności opinii (hipoteza rozbieżnych opinii na temat wartości spółki, ang. <i>the divergence of opinion hypothesis</i> )	Nabywców akcji sprzedawanych w pierwszych ofertach publicznych cechuje duży optymizm w zakresie wyceny spółki i perspektyw jej rozwoju, w odróżnieniu do pesymistycznych inwestorów nie partycypujących w ofercie. Wraz z upływem czasu, w wyniku pojawiania się nowych informacji o spółce, rozbieżności w ocenach obu grup inwestorów niwelują się, co w konsekwencji skutkuje obniżeniem rynkowych cen akcji.
Teoria „promotora” (hipoteza nakreconych emisji, ang. <i>the impresario hypothesis</i> )	Rynek debiutów giełdowych podlega pewnym modom, przez co zainteresowanie inwestorów tym segmentem rynku kapitałowego nie jest jednakowe w różnych okresach. W celu zapewnienia odpowiedniego popytu na akcje w pierwszej ofercie publicznej, zbywane walory są celowo niedoszacowywane. W efekcie takiego działania pierwsze stopy zwrotu są ponadprzeciętnie wysokie, jednakże z biegiem czasu w wyniku wyceny rynkowej, stopy zwrotu z inwestycji w akcje oferowane w ramach pierwszych ofert publicznych takich spółek będą coraz mniejsze.
Teoria rozgrzanego rynku (teoria okazji czasowej, ang. <i>the windows of opportunity hypothesis</i> )	Teoria ta opiera się na spostrzeżeniu, iż na rynkach kapitałowych występują tzw. okresy rozgrzanego rynku (ang. <i>hot-issue market</i> ). W okresach tych panuje dobra koniunktura, a inwestorów cechuje ponadprzeciętny optymizm. Spółki starają się wykorzystać sprzyjające okoliczności i zrealizować publiczne oferty sprzedaży akcji właśnie wtedy, co pozwala na pozyskanie większego kapitału. W okresach „rynku niedźwiedzia” akcje tych spółek podlegają względnie silniejszej przecenie, a stopy zwrotu z inwestycji w długim terminie są dla tych emisji najniższe.
Teoria negatywnego wpływu kosztów emisji (ang. <i>IPO issuer costs</i> )	Spółki wprowadzające po raz pierwsze akcje do publicznego obrotu obciążane są znaczącymi kosztami przeprowadzenia i organizacji pierwszej oferty publicznej. Ich wysokość negatywnie wpływa na długoterminową wycenę rynkową spółki.

Źródło: opracowanie własne na podstawie D. J. C u m m i n g, S. A. J o h a n, *Venture capital and Private equity Contracting. An International Perspective*, Elsevier 2009, s. 587–588; P. S i w e k, *Praktyka pierwszych ofert publicznych w Polsce*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu.pl, Warszawa 2005, s. 60–61; D. S u k a c z, *Pierwsze oferty publiczne na rynkach kapitałowych*, CeDeWu.pl, Warszawa 2005, s. 108.

Ponieważ wyniki powyższych badań są w opozycji do hipotezy efektywnego rynku kapitałowego<sup>15</sup> spotkały się one z dużym zainteresowaniem środowiska naukowego i były przyczynkiem do podjęcia licznych badań w zakresie

<sup>15</sup> E. F. F a m a, *Efficient Capital Markets: II*, „The Journal of Finance”, December 1991, Vol. 46, No. 5, s. 1575–1617.

kształtowania się stóp zwrotu z inwestycji w akcje spółek realizujących publiczne oferty sprzedaży akcji. Liczne analizy prowadzone w późniejszym okresie wykazały, iż przy zastosowaniu innych kryteriów doboru spółek do próby porównawczej, zjawisko przeszacowania cen akcji spółek realizujących pierwsze oferty publiczne w porównaniu ze spółkami nieprzeprowadzającymi nowych emisji akcji nie występuje<sup>16</sup>, a nawet przy zastosowaniu specyficznych kryteriów doboru można zaobserwować zjawisko długoterminowego niedowartościowania takich walorów<sup>17</sup>. Główna oś prowadzonego dyskursu dotyczyła kwestii metodycznych prowadzonych badań.

W badaniach nad kształtowaniem się stóp zwrotu z akcji spółek przeprowadzających pierwsze oferty publiczne A. Brav, P. Gompers sformułowali pytanie o wpływ obecności funduszy *private equity* w strukturze akcjonariatu debiutujących spółek na kształtowanie się ich kursów giełdowych w perspektywie długoterminowej<sup>18</sup>. Po przeprowadzonej analizie 934 pierwszych ofert publicznych spółek z udziałem funduszy *private equity* oraz 3407 debiutów giełdowych z lat 1972–1992 badacze ci zauważyli, iż stopy zwrotu z akcji spółek portfelowych funduszy *private equity* kształtowały się odmiennie w porównaniu z pozostałymi emitentami. Chociaż w obu grupach spółek po upływie 5 lat odnotowane zostały ujemne stopy zwrotu w porównaniu ze zwrotem rynkowym, to strata na akcjach spółek z udziałem funduszy *private equity* była mniejsza.

Do podobnych wniosków o pozytywnym wpływie funduszy *private equity* na realizowane w długoterminowej perspektywie stopy zwrotu z inwestycji w akcje spółek przeprowadzających pierwsze oferty publiczne doszli W. Bessler oraz M. Seim po analizie ponad 500 debiutów na europejskich giełdach papierów wartościowych<sup>19</sup>. Wyniki tych badań wskazują, iż spółki wprowadzane do publicznego obrotu z udziałem funduszy *private equity* przynoszą większy zysk swoim inwestorom w porównaniu z pozostałymi debiutantami, a ich akcje są w długoterminowej perspektywie znacznie mniej przeszacowane. Co więcej, w początkowym okresie notowań (około pierwszych 16 miesięcy) stopy zwrotu będące wynikiem implementacji strategii *buy & hold* dla tych spółek przewyższają ogólny zwrot rynkowy.

Przedstawione powyżej wyniki badań A. Brava, P. Gompersa oraz W. Besslera i M. Seima nad kształtowaniem się giełdowych stóp zwrotu z inwestycji w akcje spółek portfelowych funduszy *private equity*, zdają się po-

<sup>16</sup> A. Brav, P. Gompers, *Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings: Evidence from venture and nonventure capital-backed companies*, „The Journal of Finance” 1997, Vol. 52, s. 1791–1821; A. Brav, C. Geczy, P.A. Gompers, *op. cit.*, s. 209–249; E. B. Eckbo, Ø. Norli, *Liquidity risk, leverage and long-run IPO returns*, „Journal of Corporate Finance” 2005, Vol. 11, s. 1–35; S. X. Zheng, *op. cit.*, s. 287–309.

<sup>17</sup> S. X. Zheng, *op. cit.*, s. 287–309.

<sup>18</sup> A. Brav, P. Gompers, *op. cit.*, s. 1791–1821.

<sup>19</sup> W. Bessler, M. Seim, *The performance of venture-backed IPOs in Europe*, *Venture capital*, „An International Journal of Entrepreneurial Finance” 2012, s. 1–25, DOI:10.1080/13691066.2012.702447.

twierdząc formułowaną przez W. L. Megginsona, K.A. Weissa hipotezę o kluczowej roli kapitału reputacji w procesach dezinwestycji realizowanych za pośrednictwem publicznego rynku papierów wartościowych<sup>20</sup>. Fundusze *private equity* dbają o to, aby na rynek giełdowy trafiały akcje najlepszych spółek, a w przygotowanie ich debiutów giełdowych angażowane są podmioty o najlepszej opinii rynkowej oraz renomowane fundusze inwestycyjne. Ponadto nowi właściciele partycypują we wzroście wartości tych spółek wynikającym z unikatowej zdolności funduszy *private equity* do budowania trwałych przewag konkurencyjnych przedsiębiorstw udziałowych. Wszystkie te działania mają na celu aprecjację kapitału reputacji, dzięki któremu możliwe będzie efektywne przeprowadzenie kolejnych wyjść z inwestycji za pośrednictwem rynku kapitałowego.

#### 4. PRZYJĘTA W OPRACOWANIU METODYKA BADAŃ EMPIRYCZNYCH

Badania empiryczne zostały przeprowadzone na grupie spółek, których pierwsze notowanie na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie odbyło się w latach 2002–2010. Badane podmioty posiadały główną siedzibę działalności w Polsce, a przed dopuszczeniem do publicznego obrotu przeprowadziły publiczną ofertę sprzedaży akcji i/lub publiczną subskrypcję akcji.

W pierwszym etapie spośród wszystkich spółek, które spełniły powyższe kryteria wyboru wyselekcjonowane zostały przedsiębiorstwa, w których pierwsze oferty publiczne realizowane były w związku z procesami dezinwestycji funduszy *private equity*. W przyjętym okresie badawczym wskazano łącznie na 26 takich spółek.

W kolejnym etapie badań spośród pozostałych podmiotów wyodrębnione zostały spółki, które stanowiły grupę porównawczą. Jako kryteria doboru tych podmiotów wykorzystano:

– początkową kapitalizację spółki (*MV*), wyrażoną iloczynem ceny zamknięcia w pierwszym dniu notowań giełdowych oraz liczbą akcji po przeprowadzeniu pierwszej oferty publicznej,

– preliminarną relację wartości księgowej do wartości rynkowej spółki (*BV/MV*), obliczoną jako stosunek kapitału własnego przedsiębiorstwa skorygowanego o ewentualne jego podwyższenie w wyniku emisji nowych akcji do początkowej kapitalizacji spółki.

W trójczynnikowym modelu E. F. Fama i K. R. Frencha właśnie te dwie zmienne konstruowane na podstawie danych fundamentalnych są wskazywane jako różnicujące podmioty pod względem ryzyka systematycznego<sup>21</sup>. Zastoso-

<sup>20</sup> W. L. Megginson, K. A. Weiss, *Venture capitalists certification in initial public offerings*, „Journal of Finance” 1991, No. 46, s. 879–903.

<sup>21</sup> E. F. Fama, K. R. French, *Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies*, „The Journal of Finance”, March 1996, Vol. 51, No. 1, s. 55.

wanie powyższych kryteriów klasyfikacji pozwoliło na dobór do badań podmiotów o podobnej początkowej wartości rynkowej oraz zbliżonych potencjałem wzrostu i wartości<sup>22</sup>.

Dla przyporządkowania podmiotów podobnych do spółek portfelowych funduszy *private equity* wykorzystano analizę skupień<sup>23</sup>. Obliczenia przeprowadzone zostały metodą pojedynczego wiązania (najbliższego sąsiedztwa) na zbiorze danych standaryzowanych, gdzie dystans pomiędzy grupowanymi podmiotami został wyrażony za pomocą odległości euklidesowej.

W wyniku przeprowadzonej procedury doboru podmiotów do badań empirycznych zakwalifikowane zostały łącznie 52 spółki, które dzielą się na dwie podobne równoliczne grupy, a mianowicie:

- GRUPA PE – 26 spółek portfelowych funduszy *private equity* objętych procesami dezinvestycji metodą pierwszej oferty publicznej oraz
- GRUPA II – 26 spółek podobnych, stanowiących grupę porównawczą, których akcje w analizowanym okresie zostały po raz pierwszy wprowadzone do publicznego obrotu (zob. tab. 2).

Tabela 2

Wybrane statystyki opisowe początkowej kapitalizacji oraz relacji wartości księgowej od wartości rynkowej w obu badanych grupach spółek

Wyszczególnienie	MV (w tys. zł)		BV/MV	
	Grupa PE	Grupa II	Grupa PE	Grupa II
Średnia arytmetyczna	235963,13	224867,03	0,3938	0,3954
Odchylenie standardowe	272857,44	285875,66	0,2314	0,2316
Mediana	133001,62	97527,73	0,3412	0,3428
Minimum	33093,32	28800,00	0,0339	0,0537
Kwartył dolny	74020,00	70983,36	0,1742	0,1730
Kwartył górny	247311,06	252180,25	0,5785	0,5756
Maksimum	1061437,50	1150248,79	0,8172	0,8172
Liczba spółek	26	26	26	26
Test Kołmogorowa-Smirnowa dla prób niezależnych	<i>p-value</i> > 0,1000*		<i>p-value</i> > 0,1000*	

\* brak podstaw do odrzucenia hipotezy o równości rozkładów

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Notoria Serwis Sp. z o.o.* oraz <http://www.gpwinfostrefa.pl>.

<sup>22</sup> Zob. R. A. H a u g e n, *Nowa nauka o finansach. Przeciw efektywności rynku*, WIG Press, Warszawa 1999, s. 2.

<sup>23</sup> Obliczenia przeprowadzone zostały za pomocą programu STATISTICA.

Badania empiryczne nad kształtowaniem się stóp zwrotu z akcji w średnim i długim terminie analizowanych spółek zostało przeprowadzone w oparciu o metodykę analizy zdarzeń z wykorzystaniem stóp zwrotu wynikających z realizacji tzw. strategii *kup i trzymaj* (ang. *buy & hold return*, BHR). W badaniach empirycznych założono strategię inwestycyjną polegającą na zakupie akcji spółek przeprowadzających pierwszą ofertę publiczną po cenie zamknięcia z pierwszego dnia notowań i przyjęciu długoterminowego horyzontu inwestycyjnego. Pozwoliło to na wyeliminowanie wpływu krótkoterminowych zamian cen akcji w postaci obserwowanego na wielu rynkach i w różnych okresach systematycznego niedowartościowania pierwszych ofert publicznych<sup>24</sup>. W badaniach przyjęta została czteroletnia perspektywa analityczna.

Stopa zwrotu wynikająca ze wskazanej strategii inwestycyjnej wyznaczona została według następującej formuły:

$$BHR_T^{IPO,i} = \prod_{t=2}^T (1 + R_{i,t}) - 1$$

gdzie:

$BHR_T^{IPO,i}$  – stopa zwrotu wynikająca z realizacji strategii *kup i trzymaj* na akcjach *i*-tej spółki w dniu *t*,

$R_{i,t}$  – stopa zwrotu z akcji *i*-tej spółki w *t* dniu notowań.

W celu wnioskowania dla wydzielonych w ramach próby badawczej grup podmiotów, do wyznaczenia średniej stopy zwrotu wynikającej z realizacji przyjętej strategii *kup i trzymaj* zastosowany został wzór:

$$\overline{BHR_T^{IPO}} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n BHR_T^{IPO,i}$$

gdzie:

$\overline{BHR_T^{IPO}}$  – średnia stopa zwrotu wynikająca z realizacji strategii *kup i trzymaj* w dniu *t*,

*n* – liczba spółek,

pozostałe oznaczenia jak wyżej.

<sup>24</sup> Zob. A. Ljungqvist, *IPO underpricing*, [w:] B. E. Eckbo (red.), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Vol. A, Chapter 7, 2006, s. 8–10; T. Loughran, J. R. Ritter, K. Rydqvist, *Initial public offerings: International insights*, „Pacific-Basin Finance Journal” 1994, Vol. 2, s. 165–199; T. J. Boulton, S. B. Smart, C. J. Zutter, *IPO underpricing and international corporate governance*, „Journal of International Business Studies” 2010, Vol. 41, s. 206–222; D. Sukacz, *Pierwsze oferty publiczne na rynkach kapitałowych*, CeDeWu.pl, Warszawa 2005, s. 82.



Stopy zwrotu wyznaczone w oparciu o powyżej wskazaną formułę, poza czynnikami specyficznymi dla danej spółki lub grupy spółek uwzględniają również zmiany uwarunkowań ogólnorynkowych, jakie miały miejsce w okresie analizy. Dla wyeliminowania wpływu tego czynnika na otrzymane wyniki zachodzi konieczność skorygowania otrzymanych wyników o tzw. normalną stopę zwrotu. Ze względu na specyfikę pierwszych ofert publicznych do wyznaczenia normalnych stóp zwrotu stosuje się model indeksowy, według którego normalna stopa zwrotu z akcji określonej spółki będzie równa stopie zwrotu z portfela rynkowego. W realizowanych badaniach jako stopa zwrotu z portfela rynkowego wykorzystana została stopa zwrotu z Warszawskiego Indeksu Giełdowego w danym dniu. Zastosowane formuły dla poszczególnych spółek, jak i grup podmiotów przybrały zatem postać:

$$BHR_T^{WIG,i} = \prod_{t=2}^T (1 + R_{WIG,t}) - 1.$$

gdzie:

- $BHR_T^{WIG,i}$  – stopa zwrotu z indeksu WIG wynikająca z realizacji strategii *kup i trzymaj* w dniu  $t$  odpowiadająca spółce  $i$ ,
- $R_{WIG,t}$  – Stopa zwrotu z indeksu WIG w dniu  $t$ .

W celu wnioskowania dla wydzielonych w ramach próby badawczej grup podmiotów i pomiaru efektu cenowego w przyjętym oknie zdarzenia wynikającego z implementacji strategii *buy & hold*, stopa  $BHR_T^{IPO,i}$  została skorygowana o stopę zwrotu z portfela odzwierciedlającego zmianę warunków ogólnorynkowych  $BHR_T^{WIG,i}$ , czyli:

$$BHAR_T^{IPO,i} = BHR_T^{IPO,i} - BHR_T^{WIG,i}$$

$$BHAR_T^{IPO,i} = \prod_{t=2}^T (1 + R_{i,t}) - \prod_{t=2}^T (1 + R_{WIG,t}) \text{ oraz}$$

$$\overline{BHAR_T^{IPO}} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n BHAR_T^{IPO,i}$$

gdzie:

- $BHAR_T^{IPO,i}$  – nadzwyczajna stopa zwrotu wynikająca z realizacji strategii *kup i trzymaj* na akcjach  $i$ -tej spółki w dniu  $t$ ,
- $\overline{BHAR_T^{IPO}}$  – średnia nadzwyczajna stopa zwrotu wynikająca z realizacji strategii *kup i trzymaj* w dniu  $t$ ,

pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Ponadto do oceny kształtowania się stóp zwrotu z akcji w średnim i długim okresie wykorzystywano również zaproponowany przez J. R. Rittera wskaźnik względnego bogactwa (ang. *wealth relative*)<sup>25</sup>. Wskaźnik ten pokazuje sposób, w jaki kształtowała się efektywność inwestycji w formie *kup i trzymaj* w określonej klasie aktywów w porównaniu do inwestycji w portfel będący *benchmarkiem*. Na potrzeby realizowanych badań klasyczna formuła tego wskaźnika została odpowiednio zmodyfikowana do następującej postaci:

$$WR_T = \frac{1 + \overline{BHR}_T^{IPO}}{1 + \overline{BHR}_T^{WIG}} = \frac{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \left( \prod_{t=2}^T (1 + R_{i,t}) \right)}{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \left( \prod_{t=2}^T (1 + R_{WIG,t}) \right)}$$

gdzie:

$WR_T$  – wskaźnik względnego bogactwa w dniu  $t$ ,

$\overline{BHR}_T^{WIG}$  – średnia stopa zwrotu z indeksu WIG wynikająca z realizacji strategii *kup i trzymaj* w dniu  $t$ ,

pozostałe oznaczenia jak wyżej.

W zależności od wartości tego wskaźnika dla rozpatrywanej grupy spółek można formułować następujące wnioski:

–  $WR_T > 1$  – zwrot z inwestycji w akcje analizowanych spółek przewyższa zwrot z inwestycji w akcje spółek z portfela porównawczego,

–  $WR_T = 1$  – stopy zwrotu w oba porównywane portfele inwestycyjne są sobie równe,

–  $WR_T < 1$  – stopa zwrotu z inwestycji w akcje analizowanych spółek jest niższa w odniesieniu do stopy zwrotu z inwestycji w akcje wchodzące w skład portfela porównawczego.

Informacje dotyczące poziomu dziennych stóp zwrotu z akcji poszczególnych spółek oraz stóp zwrotu opisujących zmiany indeksu WIG na poszczególnych sesjach giełdowych wykorzystane w badaniu pochodziły z internetowego portalu informacyjnego prowadzonego przez Polską Agencję Prasową we współpracy z GPW w Warszawie <http://www.gpwinfostrafa.pl>. Ostatnia sesja giełdowa uwzględniona w badaniach odbyła się 30 marca 2012 r. W badaniach notowanie praw do akcji (PDA) było traktowane równorzędnie z notowaniem akcji, aczkolwiek jeżeli oba rodzaje papierów wartościowych były notowane jednocześnie, do obliczeń wykorzystana została stopa zwrotu z akcji.

<sup>25</sup> J. R. Ritter, *op. cit.*, s. 3–27.

## 5. WYNIKI BADAŃ EMPIRYCZNYCH NAD KSZTAŁTOWANIEM SIĘ ŚREDNIO- I DŁUGOTERMINOWYCH STÓP ZWROTU Z PIERWSZYCH OFERT PUBLICZNYCH SPÓŁEK PORTFELOWYCH FUNDUSZY *PRIVATE EQUITY*

Rozpoznanie długofalowych rynkowych efektów pierwszych ofert publicznych w obu grupach analizowanych spółek przy użyciu stóp zwrotu osiągniętych w wyniku implementacji strategii inwestycyjnej typu *buy & hold* wskazuje, iż można zaobserwować występowanie pewnych różnic na korzyść spółek portfelowych funduszy *private equity* (zob. rys. 1)

Analizując dane przedstawione na rys. 1 można wskazać, iż w okresie ponad dwóch lat od przeprowadzenia pierwszej oferty publicznej, inwestycje w akcje spółek portfelowych funduszy *private equity* charakteryzowały się średnio wyższą rentownością wyrażoną stopą  $\overline{BHR}_T^{IPO}$  w porównaniu ze stopami zwrotu zaobserwowanymi na inwestycjach w akcje spółek stanowiących grupę odniesienia.



Rys. 1. Średnie stopy zwrotu  $\overline{BHR}_T^{IPO}$  z inwestycji w akcje analizowanych spółek

Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://www.gpwinfstrefa.pl>

W kolejnych sesjach giełdowych zaobserwować można porównywalny poziom efektywności inwestycji w akcje obu grup spółek. Jednakże po okresie blisko trzech lat publicznych notowań badanych spółek uwidoczniły się wyraźne odmienne trendy. Średnie stopy zwrotu z akcji spółek portfelowych funduszy *private equity* ustabilizowały się na poziomie zbliżonym do 10%, kiedy to na akcjach pozostałych spółek wskazać można na występowanie wyraźnego trendu spadkowego. Niemalże w całym czteroletnim okresie analizy stopy zwrotu

z akcji wprowadzonych po raz pierwszy do publicznego obrotu w ramach procesów dezinwestycji funduszy *private equity* były dodatnie.

Jednakże analiza giełdowych stóp zwrotu z akcji badanych spółek uwzględniająca zmianę warunków rynkowych w badanym okresie nie pozwala na formułowanie tak jednoznacznych opinii dotyczących wyższej efektywności strategii inwestycyjnej polegającej na zakupie papierów wartościowych emitowanych przez przedsiębiorstwa udziałowe funduszy *private equity* (zob. tab. 3).

Badania empiryczne zrealizowane z wykorzystaniem nadzwyczajnych stóp zwrotu osiąganych w wyniku przyjęcia długoterminowej strategii inwestycyjnej wskazują na występowanie zbliżonych efektów rynkowych w obu rozważanych grupach spółek. Zarówno po 6 miesiącach od debiutu giełdowego, jak i na zakończenie pierwszego roku notowań na GPW w Warszawie wskazać można na niewielką przewagę efektywności inwestycji w akcje spółek stanowiących grupę porównawczą. Natomiast po drugim oraz trzecim roku od uzyskania statusu spółki publicznej to na akcjach spółek portfelowych funduszy *private equity* zaobserwowane zostały wyższe średnie nadzwyczajne stopy zwrotu. Natomiast na zakończenie czwartego roku średnia rentowność inwestycji w akcje obu grup spółek była zbliżona. Średnia rentowność inwestycji w akcje spółek portfelowych funduszy *private equity*, mierzona średnią arytmetyczną i medianą, we wszystkich wskazanych w tab. 3 momentach była ujemna.

Tabela 3

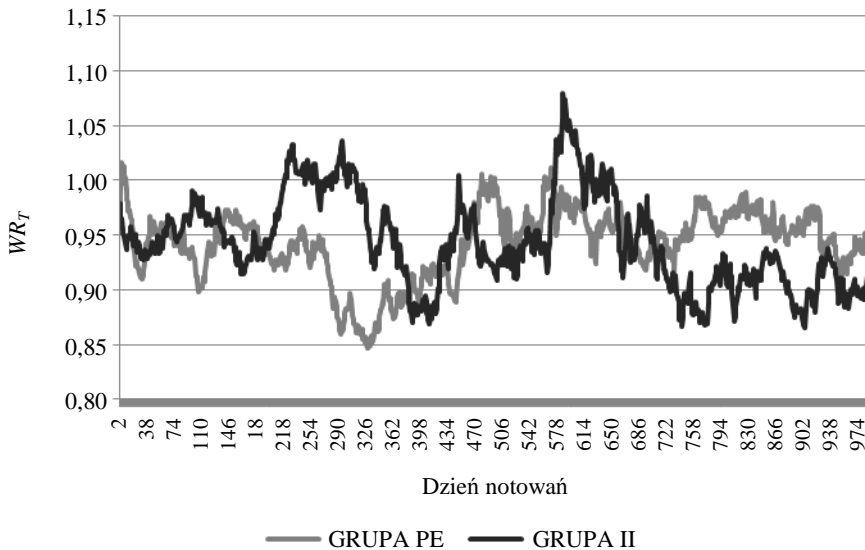
Wybrane statystyki opisowe stóp BHAR badanych spółek

Wyszczególnienie	Dzień notowań				
	125	250	500	750	1000
	GRUPA PE				
Średnia arytmetyczna	-0,0748	-0,0759	-0,0096	-0,0554	-0,0618
Mediana	-0,1135	-0,0602	-0,1001	-0,0705	-0,3443
Odchylenie standardowe	0,2504	0,3964	0,8019	0,7324	0,8644
Minimum	-0,5973	-0,7863	-1,3319	-1,3642	-0,8032
Maksimum	0,4891	0,6884	2,2314	2,1495	2,8140
Liczba spółek	26	26	24	22	18
	GRUPA II				
Średnia arytmetyczna	-0,0372	0,0131	-0,0846	-0,1356	-0,0557
Mediana	-0,0224	-0,1003	-0,2066	-0,2744	-0,3921
Odchylenie standardowe	0,2453	0,4913	0,7818	0,9485	0,9196
Minimum	-0,4130	-0,6793	-1,2377	-1,6645	-0,9189
Maksimum	0,4217	1,5356	2,8169	3,2889	3,1327
Liczba spółek	26	26	25	24	23
p-value dla testu U Manna Whitneya	0,4925	0,7349	0,4295	0,3615	0,9476

Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://www.gpwinfostrefa.pl>.

Należy zaznaczyć, iż w żadnym z analizowanych momentów odnotowane różnice w zakresie kształtowania się stóp *BHAR* pomiędzy porównywanymi grupami spółek nie były istotne statystycznie.

Ocena rynkowych efektów pierwszych ofert publicznych realizowanych w ramach procesów dezinvestycji funduszy *private equity* z wykorzystaniem względnego wskaźnika bogactwa również nie pozwala na sformułowanie jednoznacznego wniosku o wyższej efektywności inwestycji w którąkolwiek z analizowanych grup spółek (zob. rys. 2).



Rys. 2. Średni wskaźnik względnego bogactwa  $WR_T$  dla inwestycji w analizowane grupy spółek  
Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://www.gpwinfstrefa.pl>.

Analizując informacje zawarte na rys. 2 można zauważyć, iż rentowność inwestycji w akcje badanych grup spółek w okresie czterech lat od debiutu na warszawskiej giełdzie papierów wartościowych charakteryzowała się zarówno wyraźnymi falami spadkowymi, jak i wzrostowymi. W przyjętej perspektywie analitycznej można wskazać okresy, w których wyższą efektywnością charakteryzowały się inwestycje w akcje spółek portfelowych funduszy *private equity*, jak i te, gdy dla inwestorów korzystniejsze było ulokowanie kapitału w akcje drugiej grupy spółek. Ponadto można zauważyć, iż średni wskaźnik względnego bogactwa wyznaczony w obu analizowanych grupach spółek charakteryzował się przeważnie wartościami poniżej 1. Oznacza to, że inwestycja w akcje tych spółek charakteryzowała się niższymi stopami zwrotu od tych, które były obserwowane na całym warszawskim rynku giełdowym.

## 6. ZAKOŃCZENIE

Wyjście z inwestycji poprzez sprzedaż akcji spółki portfelowej w drodze pierwszej oferty publicznej stanowi jedną z podstawowych i ważnych metod dezinvestycji funduszy *private equity* działających w Polsce. Specyfika publicznego rynku papierów wartościowych sprawia, iż redukcja zaangażowania kapitałowego funduszu w przedsiębiorstwo udziałowe tą metodą przybiera zróżnicowaną dynamikę i skalę realizacji.

W wyniku przeprowadzonych badań empirycznych nie udało się jednoznacznie pozytywnie zweryfikować hipotezy badawczej stwierdzającej, iż w perspektywie średnio- i długoterminowej stopy zwrotu z akcji spółek portfelowych funduszy *private equity* przewyższają stopy zwrotu z pierwszych ofert publicznych spółek niekorzystających z tej formy wsparcia rozwoju. Zaobserwowane różnice poziomu badanej zmiennej w rozważanych grupach spółek nie były trwałe w przyjętej perspektywie analitycznej, a ponadto cechował je brak istotności statystycznej.

## BIBLIOGRAFIA

- Bessler W., Seim M., *The performance of venture-backed IPOs in Europe*, *Venture capital*, „An International Journal of Entrepreneurial Finance” 2012.
- Boulton T. J., Smart S. B., Zutter C. J., *IPO underpricing and international corporate governance*, „Journal of International Business Studies” 2010, Vol. 41.
- Brav A., Geczy C., Gompers P. A., *Is the abnormal return following equity issuances anomalous?*, „Journal of Financial Economics” 2000, Vol. 56.
- Brav A., Gompers P., *Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings: Evidence from venture and nonventure capital-backed companies*, „The Journal of Finance” 1997, Vol. 52.
- Cumming D. J., Johan S. A., *Venture capital and Private equity Contracting. An International Perspective*, Elsevier 2009.
- Cumming D. J., MacIntosh J. G., *A cross-country comparison of full and partial venture capital exits*, „Journal of Banking & Finance” 2003, Vol. 27.
- Eckbo E. B., Norli Ø., *Liquidity risk, leverage and long-run IPO returns*, „Journal of Corporate Finance” 2005, Vol. 11.
- Fama E. F., *Efficient Capital Markets: II*, „The Journal of Finance”, December 1991, Vol. 46, No. 5.
- Fama E. F., French K. R., *Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies*, „The Journal of Finance”, March 1996, Vol. 51, No. 1.
- Fenn G. W., Liang N., Prowse S., *The Economics of the Private equity Market*, „Federal Reserve Bulletin”, January 1996.
- Haugen R. A., *Nowa nauka o finansach. Przeciw efektywności rynku*, WIG Press, Warszawa 1999.
- Ljungqvist A., *IPO underpricing*, [w:] B. E. Eckbo (red.), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Vol. A, Chapter 7, 2006.
- Loughran T., Ritter J. R., Rydqvist K., *Initial public offerings: International insights*, „Pacific-Basin Finance Journal” 1994, Vol. 2.

- Loughran T., Ritter J. R., *The new issues puzzle*, „The Journal of Finance” 1995, Vol. L, No. 1.
- Meggison W. L., Weiss K. A., *Venture capitalists certification in initial public offerings*, „Journal of Finance” 1991, No. 46.
- Povaly S., *Private equity exits: Divestment process management for leveraged buyouts*, Springer, Berlin Heidelberg 2007.
- Ritter J. R., *The Long-Run Performance of Initial Public Offerings*, „Journal of Finance”, March 1991, Vol. XLVI, No. 1.
- Schuster J. A., *IPOs: Insights from Seven European Countries*, Discussion Paper 461, Financial Markets Group, London School of Economics and Political Science, London 2003.
- Siwek P., *Praktyka pierwszych ofert publicznych w Polsce*, CeDeWu.pl, Warszawa 2005.
- Sobańska K., Sieradzian P., *Inwestycje private equity/venture capital*, Key Text, Warszawa 2004.
- Sobotnik R., *Pierwsza oferta publiczna – zmieniające się trendy*, [w:] A. Szablewski (red.), *Migracja kapitału w globalnej gospodarce*, Difin, Warszawa 2009.
- Sukacz D., *Pierwsze oferty publiczne na rynkach kapitałowych*, CeDeWu.pl, Warszawa 2005.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych*, DzU 2005, nr 184, poz. 1539.
- Wall J., Smith J., *Better exits*, Price Waterhouse Corporate Finance for EVCA, 1997.
- Węclawski J., *Venture capital: nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, PWN, Warszawa 1997.
- Zasępa P., *Venture capital – sposoby dezinwestycji*, CeDeWu.pl Wydawnictwa Fachowe, Warszawa 2010.
- Zheng S.X., *Are IPOs really overpriced?*, „Journal of Empirical Finance” 2007, Vol. 14.

Tomasz Sosnowski

#### INITIAL PUBLIC OFFERINGS OF THE PRIVATE EQUITY FUNDS PORTFOLIO COMPANIES IN THE MEDIUM- AND LONG-TERM PERSPECTIVE

The main aim of this paper is to identify and evaluate medium- and long-term market effects of the disinvestment processes made by the private equity funds in the form of initial public offering on the Warsaw Stock Exchange.

The empirical studies have failed to positively verify the assumptions contained in the research hypothesis that, in the medium- and long-term rates of return on shares of private equity backed companies exceed the rates of return on initial public offerings of other companies. The observed differences in the rates of return on stocks in both groups of companies were not sustainable in the adopted research perspective, as well as were characterized by the lack of statistical significance.

The empirical studies have been carried out on the group of 52 companies that the first listing on the Warsaw Stock Exchange had taken place between 2002 and 2010.

**Key words:** private equity funds, divestment strategy, initial public offering.

## PODEJŚCIA I METODY WYCENY W ŚWIETLE STANDARDÓW WYCENY PRZEDSIĘBIORSTW

### 1. WPROWADZENIE

Od połowy lat 80. został zapoczątkowany proces współczesnej standaryzacji wyceny przedsiębiorstw. Impulsem do podjęcia unifikacji procesu wyceny był kryzys na rynku nieruchomości na początku lat 80. na rynku amerykańskim. Wtedy to wyszło na jaw, że wiele wycen sporządzonych dla potrzeb kredytowych zostało zmanipulowanych (przeszacowane), a zabezpieczenia kredytowe były mocno niedoszacowane. Stąd pojawiły się inicjatywy organizacji zrzeszających rzeczoznawców majątkowych określenia minimalnych wymagań jakie należy spełnić w procesie wyceny, aby wycena miała status rzetelnej. Standaryzacja wycen nieruchomości miała na celu ograniczenie ryzyka powstawania błędnych lub też nierzetelnych wycen, a przez to zmniejszenie ryzyka generowania baniek spekulacyjnych na rynku nieruchomości w przyszłości. Kolejny kryzys nieruchomości na rynku amerykańskim ujawnił konflikty interesów i brak standardów etycznych w sektorze finansowym. Jednocześnie pokazał, że standaryzacja procesu wyceny nieruchomości nie chroni przed tego typu zjawiskami. W połowie lat osiemdziesiątych proces standaryzowania wyceny rozszerzał się na kolejne obszary i objął również wycenę przedsiębiorstw. Obecnie w wielu krajach świata istnieją regulacje wpływające na przebieg procesu wyceny przedsiębiorstw, część z tych regulacji została wprowadzona poprzez ustawodawstwo krajowe lub poprzez organizacje zrzeszające ekspertów z danej dziedziny. Wycena przedsiębiorstw jest prawdopodobnie jednym z najbardziej skomplikowanych obszarów wyceny, gdzie występują problemy o charakterze mikro i makroekonomicznym, czy też zarządczym, gdzie istotną rolę odgrywają zjawiska społeczne i psychologiczne. Wszystkie zjawiska obejmują obszary wiedzy, które intensywnie się zmieniają w ostatnich kilkudziesięciu latach pod

---

\* Dr nauk o zarządzaniu, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu.



wpływem nowych odkryć naukowych. Zważywszy na ten interdyscyplinarny charakter wyceny przedsiębiorstw i skalę z tym związanych problemów, standaryzacja wyceny przedsiębiorstw powinna być ograniczona do kluczowych elementów procesu wyceny. Jednocześnie standardy powinny podlegać ciągłej rewizji i korektom, które byłyby odpowiedzią na zjawiska zachodzące w przedsiębiorstwie, w gospodarce i nauce.

Niniejszy artykuł ogranicza się tylko do jednego z aspektów poruszanego w standardach wyceny – do obszaru podejść i metod wyceny przedsiębiorstw, który jest dość często poruszany w literaturze z zakresu wyceny przedsiębiorstw. Stąd też celem tego artykułu jest identyfikacja zakresu regulacji oraz różnic między regulacjami w obszarze podejść i metod wyceny w ramach poszczególnych standardów wyceny przedsiębiorstw istniejących w poszczególnych krajach. W związku z tym artykuł próbuje odpowiedzieć na pytanie jak mocno poszczególne standardy wyceny ingerują w metodykę poszczególnych podejść i metod wyceny? Jakie są rozbieżności na tym polu pomiędzy analizowanymi standardami? Dla realizacji tak sformułowanego celu oraz odpowiedzi na postawione pytania przeanalizowano 12 standardów, cztery standardy amerykańskie, standard kanadyjski, australijski, nowozelandzki, chiński (Hong Kong), niemiecki, polski i dwa standardy międzynarodowe. Analizowane standardy obejmują standardy wyceny, którymi posługują się eksperci z zakresu wyceny w kilkudziesięciu krajach świata, stąd też prawdopodobnie obejmują one większość istniejących standardów z tego zakresu, oraz obejmują swym zasięgiem większość ekspertów zakresu wyceny, którzy posługują się standardami wyceny.

## 2. ANALIZOWANE STANDARDY WYCENY PRZEDSIĘBIORSTW

Dla potrzeb analizy porównano następujące standardy<sup>1</sup>:

– **Amerykański** – *Statement on Standards for Valuation Services* z czerwca 2007 r. opracowany przez American Institute of Certified Public Accountants (AICPA), w dalszej części artykułu określany mianem standardów AICPA<sup>2</sup>,

– **Amerykański** – *Professional Standards* z maja 2002 r. opracowany przez National Association of Certified Valuation Analysts (NACVA), w dalszej części artykułu określany mianem standardów NACVA<sup>3</sup>,

<sup>1</sup> Badania realizowano w ramach: Projektu badawczego – habilitacyjnego nr N N113 261836, finansowanego przez: Ministerstwo Nauki i Szkolnictwa Wyższego.

<sup>2</sup> Zob. *Valuation of a Business, Business Ownership Interest, Security, or Intangible Asset. Statement on Standards for Valuation Services*, American Institute of Certified Public Accountants, New York, June 2007.

<sup>3</sup> Zob. *Professional Standards*, National Association of Certified Valuation Analysts, May 31, 2002.

- **Amerykański** – *ASA Business Valuation Standards* z listopada 2009 r. opracowany przez American Society of Appraisers (ASA), w dalszej części artykułu określany mianem standardów ASA<sup>4</sup>,
- **Amerykański** – *Business Appraisal Standards* z października 2001 r. opracowany przez The Institute of Business Appraisers, w dalszej części artykułu określany mianem standardów IBA<sup>5</sup>,
- **Kanadyjski** – *Standard No. 110–530* z czerwca 2007 r. opracowany przez The Canadian Institute of Chartered Business Valuators (CICBV), w dalszej części artykułu określany mianem standardu chińskiego<sup>6</sup>,
- **Międzynarodowy** – *International Valuation Standards* z lipca 2007 r. opracowany przez International Valuation Standards Council (IVSC), w dalszej części artykułu określany mianem standardów IVSC<sup>7</sup>,
- **Międzynarodowy** – *Professional Standards* opracowany przez International Association of Consultants, Valuators, and Analysts (IACVA) 1 czerwca 2011 r., w dalszej części artykułu określany mianem standardów IACVA<sup>8</sup>,
- **Nowozelandzki** – *Independent Business Valuation Engagements* z lipca 2003 r. opracowany przez Institute of Chartered Accountants of New Zealand opracowany przy wsparciu The Canadian Institute of Chartered Business Valuators (CICBV), w dalszej części artykułu określany mianem standardów nowozelandzkich<sup>9</sup>,
- **Australijski** – *Valuation Services* z lipca 2008 r. opracowany przez Accounting Professional and Ethical Standards Board, w dalszej części artykułu określany mianem standardów australijskich<sup>10</sup>,
- **Chiński** – *Business Valuation Standards* z listopada 2005 r. opracowany przez The Hong Kong Business Valuation Forum, w dalszej części artykułu określany mianem standardów chińskich<sup>11</sup>,
- **Niemiecki** – *IDW Standard: Principles for the Performance of Business Valuations* (IDW S 1 Version 2008), w dalszej części artykułu określany mianem standardu niemieckiego<sup>12</sup>,

<sup>4</sup> Zob. *ASA Business Valuation Standards*, American Society of Appraisers, 2009.

<sup>5</sup> Zob. *Business Appraisal Standards*, The Institute of Business Appraisers, 2008.

<sup>6</sup> *Standard no 110–530*, The Canadian Institute of Chartered Business Valuators, June 2009.

<sup>7</sup> Zob. *International Valuation Standards. International Valuation Guidance Note No. 6. Business Valuation*, The International Valuation Standards Committee, 2007.

<sup>8</sup> *Professional Standards*, International Association of Consultants, Valuators, and Analysts (IACVA), June 1, 2011.

<sup>9</sup> *Independent Business Valuation Engagements, Advisory Engagement Standard 2*, Council of the Institute of Chartered Accountants of New Zealand, 06/2003.

<sup>10</sup> Zob. *APES 225 Valuation Services*, Accounting Professional and Ethical Standards Board, July 2008.

<sup>11</sup> Zob. *The Hong Kong Business Valuation Forum. Business Valuation Standards*, The Hong Kong Business Valuation Forum, November 2005.

<sup>12</sup> *IDW Standard: Principles for the Performance of Business Valuations* (IDW S 1 Version 2008), IDW Verlag GmbH, Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland, Düsseldorf 2009.

– **Polski** – *Nota Interpretacyjna NI 5, Wycena przedsiębiorstw z 2010 r.* opracowane przez Polską Federację Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, w dalszej części artykułu określany mianem standardu polskiego<sup>13</sup>.

### 3. PODEJŚCIA I METODY WYCENY W STANDARDACH WYCENY PRZEDSIĘBIORSTW

Podejścia i metody wyceny są jednym z częściej podejmowanych w literaturze zagadnień w wycenie przedsiębiorstw. Część standardów w przeciwieństwie do podręczników z zakresu wyceny ogranicza się do specyfikacji podejść i metod wyceny nie rozstrzygając w jakiej sytuacji należy stosować określone podejścia i metody. Stąd też w pierwszej kolejności warto przyrzeć się jakie podejścia i metody wyceny wyróżniają standardy wyceny przedsiębiorstw? Spośród analizowanych standardów właściwie wszystkie poza jednym (australijskim), który nie prezentuje żadnej klasyfikacji podejść lub metod wyceny, prezentuje anglosaski punkt widzenia na podejścia do wyceny dzielący podejścia do wyceny na dochodowe, porównawcze/rynkowe i majątkowe/kosztowe. Co ciekawe także standard niemiecki wpisuje się, choć nie wprost, w ten podział. Różnice pomiędzy poszczególnymi standardami w zakresie klasyfikacji podejść i metod wyceny tkwią w nazewnictwie, natomiast sens, intencje są generalnie tożsame.

Analizowane standardy wyceny przedsiębiorstw można podzielić na te, które w zakresie podejść i metod wyceny ograniczają się jedynie do ich specyfikacji oraz drobnych uwag oraz na standardy które zawierają także regulacje poświęcone szczegółom metodycznym poszczególnych podejść i metod wyceny. Do pierwszej grupy standardów należy zaliczyć standardy amerykańskie IBA, NACVA, standardy kanadyjskie, standardy chińskie, nowozelandzkie i australijskie oraz standardy międzynarodowe IACVA.

Odnosząc się do konkretnych przypadków w ramach pierwszej grupy **amerykański standard wyceny IBA** specyfikuje w różnych miejscach standardu takie podejścia do wyceny jak: dochodowe (ang. *income approach*), rynkowe/porównawcze (ang. *market approach*), majątkowe (ang. *asset/cost based approach*) (punkt 7.5) i nie specyfikuje żadnej z metod w ramach wymienionych podejść. Jedyne uwagi dotyczą rozważań jakie powinien przeprowadzić ekspert aby rozstrzygnąć, które podejście jest właściwe, a które nie w danym przypadku<sup>14</sup>. Kolejny **standard amerykański NACVA** wyróżnia podejście majątkowe (ang. *asset-based approach*), rynkowe/porównawcze (*market approach*), docho-

<sup>13</sup> Zob. *Nota Interpretacyjna NI 5, Wycena przedsiębiorstw*, Powszechne Krajowe Zasady Wyceny (PKZW), XIX Krajowa Konferencja Rzeczoznawców Majątkowych, Udział rzeczoznawców majątkowych w wycenie przedsiębiorstw. Zasady dobrej praktyki zawodowej, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, Kielce 2010.

<sup>14</sup> *Business Appraisal...*, *op. cit.*, s. 32–34.

dowe (ang. *income approach*) lub kombinację tych podejść. Standard ten nakłada na wyceniającego konieczność dokonania profesjonalnej oceny i wyboru podejścia lub podejść oraz metody lub metod, które najlepiej odzwierciedlą wartość przedmiotu wyceny (punkt 3.6)<sup>15</sup>. Niewiele miejsca podejściom i metodom wyceny poświęca także **standard kanadyjski** ograniczając się jedynie do specyfikacji trzech podejść do wyceny: dochodowe (ang. *income*), kosztowe (ang. *cost*) i rynkowe/porównawcze (ang. *market*)<sup>16</sup>. W ramach **podejścia dochodowego** wyróżniono dwie metody, a mianowicie opartą na dochodach (ang. *earnings method*) oraz przepływach pieniężnych (ang. *cash flow method*), w ramach **podejścia kosztowego** wyróżniono metodę skorygowanych aktywów netto (ang. *adjusted net book value method*), a w ramach **podejścia rynkowego** wyróżniono metodę porównywalnych transakcji (ang. *comparable transactions method*)<sup>17</sup>. To co różni klasyfikację standardów kanadyjskich w zakresie podejść do wyceny od wymienionych wcześniej standardów amerykańskich to posługiwanie się terminem podejście kosztowe w miejsce podejścia majątkowego.

Dość minimalistyczny charakter w obszarze podejść i metod wyceny mają **Standardy międzynarodowe IACVA**. Standardy te wyróżniają podejścia majątkowe (ang. *asset-based approach*), rynkowe/porównawcze (ang. *market approach*), dochodowe (ang. *income approach*) oraz kombinację tych podejść. Standardy IACVA wymagają, aby w oparciu o profesjonalną ocenę dokonać wyboru podejść i metod, które w najlepszy sposób wskażą wartość przedmiotu wyceny. Standardy dopuszczają także regułę kciuka, ale nie może ona być jedyłą użytą w wycenie metodą (punkt IV. F)<sup>18</sup>. Bardzo niewiele miejsca podejściom i metodom wyceny poświęcają **standardy chińskie**. Ograniczają się właściwie do dwóch konstatacji (punkt 5.12). Pierwsza dotyczy specyfikacji trzech podejść do wyceny: majątkowe (ang. *asset-based approach*), dochodowe (ang. *income approach*) i rynkowe/porównawcze (ang. *market approach*). Drugie zalecenie odnosi się do konieczności wykorzystywania więcej niż jednego podejścia i metody wyceny. Wg tych standardów oparcie się na jednej metodzie w ramach jednego podejścia może być niewystarczające<sup>19</sup>. Kolejnymi standardami, które niewiele miejsca poświęcają podejściom i metodom do wyceny są **standardy nowozelandzkie**. Standardy te ignorują klasyfikację na podejścia do wyceny ograniczając się do wyspecyfikowania możliwych do zastosowania metod: metodę DCF, kapitalizacji dochodów, kapitalizacji dywidend, metodę majątkową (ang. *asset realisation*), metodę porównawczą (ang. *market comparison-based techniques*) oraz inne rozpoznawalne metody bazujące na specyficz-

<sup>15</sup> *Professional Standards...*, *op. cit.*, s. 8.

<sup>16</sup> *Standard no 110*, The Canadian Institute of Chartered Business Valuators, June 2009, 13.2.

<sup>17</sup> *Standard no 120*, The Canadian Institute of Chartered Business Valuators, June 2009, 4.1 B.

<sup>18</sup> *Professional Standards...*, *op. cit.*, s. 7.

<sup>19</sup> *The Hong Kong Business Valuation...*, *op. cit.*, s. 14.

nych branżowych podejściach do wyceny i benchmarkach, spośród których wyceniający musi wybrać odpowiednie (punkt 29)<sup>20</sup>.

Spośród wymienionych w tej grupie standardów najbardziej minimalistyczne w kwestii podejść i metod wyceny są **standardy australijskie**. Standardy te poruszają kwestie podejść i metod wyceny jednak nie wymieniają ani nie odnoszą się do żadnego z nich. Standardy te w tym zakresie jedynie narzucają konieczność rozważenia i uzasadnienia wyboru podejść i metod wyceny (punkt 5.4).

Do drugiej grupy standardów, które ingerują w metodykę podejść i metod wyceny należy zaliczyć standardy amerykańskie ASA i AICPA, standard niemiecki, standard polski oraz standardy międzynarodowe IVSC. Zarówno standardy amerykańskie, jak i międzynarodowy standard wyceny IVSC, standard polski i pośrednio standard niemiecki wyróżniają i nakazują wyceniającemu rozważenie zastosowania trzech najbardziej popularnych podejść do wyceny. Istnieją między nimi jedynie drobne różnice w nazewnictwie. **Standardy międzynarodowe IVSC** wyróżniają podejścia majątkowe (ang. *asset-based business valuation approach*), dochodowe (ang. *income capitalisation approach to business valuation*), rynkowe/porównawcze (ang. *market approach to business valuation*)<sup>21</sup>. Jeden z najbardziej rozbudowanych **standardów wyceny AICPA** wyróżnia (punkt 31) podejście dochodowe (ang. *Income/Income-based approach*), majątkowe lub kosztowe (ang. *asset/asset-based approach or cost approach*) oraz rynkowe/porównawcze (ang. *market/market-based approach*)<sup>22</sup>. Z kolei standardy **amerykańskie ASA** posługują się takimi terminami jak majątkowe (ang. *asset based approach*), dochodowe (ang. *income approach*) i porównawcze/rynkowe (ang. *market approach*)<sup>23</sup>. Najmniej ingerujący w metody wyceny w tej grupie standardów polski standard wyceny wyróżnia także trzy podejścia: majątkowe, dochodowe, i porównawcze (punkt 8.1)<sup>24</sup>.

Standardy amerykańskie, jak i standardy kanadyjskie, ale także międzynarodowe standardy wyceny IACVA opierają się na tym samym słowniku terminów International Glossary of Business Valuation Terms, który definiuje podejścia (ang. *valuation approach/appraisal approach*) i metody wyceny (ang. *valuation method/appraisal method*):

– Podejście majątkowe (ang. *asset approach/asset-based approach*) – definiowane jako sposób określania wartości wynikającej z przedsiębiorstwa/przedsięwzięcia biznesowego, wkładów właścicieli lub papierów wartościowych

<sup>20</sup> *Independent Business Valuation Engagements...*, op. cit., s. 910.

<sup>21</sup> Międzynarodowe standardy wyceny w osobnych standardach regulują wycenę przedsiębiorstwa, biznesu (Note No. 6.6) i wycenę aktywów niematerialnych (Note Np. 6.4), zob. *International Valuation Standards...*, op. cit.

<sup>22</sup> *Valuation of a Business...*, op. cit., s. 16.

<sup>23</sup> *ASA Business Valuation Standards...*, op. cit., s. 9–13.

<sup>24</sup> *Nota Interpretacyjna NI 5, Wycena przedsiębiorstw...*, op. cit., s. 306–309.

wych, wykorzystujący jedną lub więcej metod bazujących na wartości aktywów netto ponad zobowiązania/aktywów skorygowanych o zobowiązania<sup>25</sup>.

- Metoda skorygowanych aktywów netto (ang. *adjusted book value method/adjusted book value method*) – metoda wyceny w ramach podejścia majątkowego, gdzie wszystkie aktywa i zobowiązania (biorąc pod uwagę także te, które są poza bilansem) są korygowane do ich godziwej wartości rynkowej (W Kanadzie w oparciu o założenie kontynuacji działalności)<sup>26</sup>.

- Podejście kosztowe (ang. *cost approach*) – sposób określania wartości indywidualnych aktywów przez kwantyfikowanie kwoty pieniędzy wymaganych do zastąpienia przyszłych usług możliwych do uzyskania z tych aktywów<sup>27</sup>.

- Podejście dochodowe (ang. *income approach/income-based approach*) – sposób określania wartości wynikającej z przedsiębiorstwa/przedsięwzięcia biznesowego, wkładów właścicieli papierów wartościowych lub aktywów niematerialnych wykorzystujący jedną lub więcej metod, które konwertują przewidywane ekonomiczne korzyści w obecną pojedynczą kwotę<sup>28</sup>.

- Metoda kapitalizacji dochodów (ang. *capitalization of earnings method*) – metody w ramach podejścia dochodowego, gdzie ekonomiczne korzyści z reprezentatywnego pojedynczego okresu są konwertowane w wartość poprzez dzielenie przez stopę kapitalizacji<sup>29</sup>.

- Podejście porównawcze/rynkowe (ang. *market approach/market-based approach*) – sposób określania wartości wynikającej z przedsiębiorstwa/ przedsięwzięcia biznesowego, wkładów właścicieli, papierów wartościowych lub aktywów niematerialnych wykorzystujący jedną lub więcej metod, które porównują przedmiot wyceny z podobnym przedsiębiorstwem/przedsięwzięciem biznesowym, wkładami właścicieli, papierami wartościowymi lub aktywami niematerialnymi, które zostały sprzedane<sup>30</sup>.

Większość wymienionych standardów – wskazując podejścia i metody jakie powinien rozważyć ekspert – nie dokonuje ich gradacji, oceny przydatności w określonych sytuacjach. Cześć standardów dość szczegółowo odnosi się do wszystkich podejść mimo, że jak zaznaczono to np. w punkcie 32 standardów AICPA szczegółowe wskazówki dotyczące podejść i metod oraz ich zastosowania wykraczają poza zakres tych standardów.

---

<sup>25</sup> *International Glossary of Business Valuation Terms*, w *Valuation of a Business, Business Ownership Interest, Security, or Intangible Asset, Statement on Standards for Valuation Services Issued by the AICPA Consulting Services Executive Committee, American Institute of Certified Public Accountants, Inc.*, New York 2007, s. 41.

<sup>26</sup> *Ibidem*, s. 41.

<sup>27</sup> *Ibidem*, s. 43.

<sup>28</sup> *Ibidem*, s. 45.

<sup>29</sup> *Ibidem*, s. 42.

<sup>30</sup> *Ibidem*, s. 46.

Jak mocno ingerują w metodykę poszczególnych podejść i metod wyceny te standardy wyceny przedsiębiorstw, które nie ograniczają się jedynie do ich specyfikacji? Jakie są rozbieżności na tym polu pomiędzy analizowanymi standardami? Na te pytania próbują odpowiedzieć następujące punkty artykułu.

#### 4. PODEJŚCIE DOCHODOWE

W ramach podejścia dochodowego **standardy AICPA** wyróżnić można dwie metody: kapitalizacji korzyści (ang. *capitalization of benefits metod*) i dyskontowania przyszłych korzyści (ang. *discounted future benefits metod*). Uwagi tych standardów w kwestii metod wyceny ograniczają się do zakresu rozważań jakie powinien rozważyć ekspert w procesie wyceny. W ramach **metody kapitalizacji korzyści** (ang. *capitalization of benefits metod*) standardy te wskazują, że wyceniający powinien rozważyć (33.a.): normalizujące dostosowania, jednorazowe przychody i koszty, podatki, strukturę kapitału i koszty finansowania, odpowiednie inwestycje kapitałowe, pozycje niepieniężne, oceny jakościowe istotne dla ryzyka wykorzystywanego w obliczaniu stopy dyskontowej i stopy kapitalizacji, oczekiwane zmiany w przyszłych korzyściach (w zakresie np. dochodów lub przepływów pieniężnych). W ramach **metody dyskontowania przyszłych korzyści** standardy AICPA nakazują rozważyć również takie kwestie jak (33b.): założenia do przewidywań i do projekcji, projektowanie dochodów lub przepływów pieniężnych, wartość końcową (ang. *terminal value*). Standardy te określają także zakres rozważań jakie należy przeprowadzić w przypadku wyceny aktywów niematerialnych, tj.: pozostały użyteczny okres życia danego aktywu, bieżące i przewidywane przyszłe wykorzystanie aktywu, przypisane prawa, pozycję danego aktywu w ramach jego cyklu życia, odpowiednią stopę dyskontową dla aktywów niematerialnych, odpowiedni kapitał, niezbędne wydatki na badania i rozwój lub marketing dla wzmocnienia aktywów niematerialnych w obecnym stanie, alokację dochodu w aktywach niematerialnych, korzyści podatkowe związane z amortyzacją, należności licencyjne, zwolnienia z opłat licencyjnych (33.c.)<sup>31</sup>.

Podobny zakres ingerencji w metodykę podejścia dochodowego można znaleźć w **standardach ASA**. Czwarta część tych standardów dotyczy podejścia dochodowego, które definiowane jest jako sposób określenia wartości przedsiębiorstwa, wkładów właścicieli, papierów wartościowych lub aktywów niematerialnych, wykorzystującego jedną lub więcej metod, które antycypując korzyści konwertują je na wartość. W ramach podejścia dochodowego standardy wymieniają metody oparte na kapitalizacji przyszłych korzyści i dyskontowaniu przyszłych korzyści. Standardy ASA zaznaczają, że antycypowane korzyści wyko-

<sup>31</sup> *Valuation of a Business....., op. cit., s. 16–18.*

rzystywane w podejściu dochodowym są wyrażane w postaci pieniężnej i mogą być reprezentowane przez takie pozycje jak dywidendy lub różne formy dochodów lub przepływów pieniężnych. Standardy te wskazują także, że antycypacja korzyści powinna być określana przez rozważenie takich kwestii jak natura, struktura kapitałowa i historyczna działalność, oczekiwane przyszłe perspektywy przedsiębiorstwa i odpowiednich branż oraz czynniki ekonomiczne. Konwersja antycypowanych korzyści na wartość bierze pod uwagę oczekiwany wzrost i czas trwania korzyści, ryzyko związane ze strumieniem korzyści oraz zmienną wartość pieniądza w czasie. Dla określenia czynnika kapitalizacji lub stopy dyskonta ekspert powinien rozważyć takie czynniki jak stopy procentowe, oczekiwane stopy zwrotu przez inwestorów z alternatywnych inwestycji i specyficzne ryzyko związane z antycypowanymi korzyściami<sup>32</sup>.

Podobny do standardów AICPA i standardów ASA zakres ingerencji prezentują międzynarodowe standardy wyceny IVSC, które definiują podejście dochodowe (ang. *income capitalization approach*) jako określanie wartości przedsiębiorstwa, wkładów właścicieli, papierów wartościowych przez obliczenie wartości obecnej antycypowanych korzyści i wyróżniają dwie powszechne/popularne metody: kapitalizację dochodu (ang. *capitalisation of income*) i zdyskontowane przepływy pieniężne (ang. *discounted cash flow* – DCF) lub zdyskontowane dywidendy (ang. *dividends method*) jako drugą metodę (5.14.2.1). W kolejnych punktach standardy międzynarodowe IVSC prezentują metodykę poszczególnych metod w ramach podejścia dochodowego, wskazując na stanowisko teoretyczne i praktyczne. Standardy przestrzegają np. że stopa dyskonta musi być odpowiednia do wykorzystywanych przepływów pieniężnych, a parametry takie jak stopa kapitalizacji czy też stopa dyskonta powinny być ustalone w oparciu o dane rynkowe (5.14.2.1.3). Standardy międzynarodowe IVS dostarczają także wskazówek metodycznych w zakresie konieczności analizowania szeregu czynników, które mogą mieć wpływ na antycypowanie dochodu lub innych korzyści dla potrzeb wyceny (5.14.2.2)<sup>33</sup>.

Polski standard wyceny definiuje podejście dochodowe oraz wyróżnia trzy metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych, zdyskontowanych zysków i zdyskontowanych dywidend (punkt 8.3). W zakresie metod dochodowych standard ten wskazuje na konieczność dostosowania okresu projekcji dochodów ekonomicznych do planowanego okresu działalności lub do fazy stabilnych dochodów. Dodatkowo standard zwraca uwagę na konieczność właściwego określenia kosztu kapitału oraz dokonania korekt o aktywa i pasywa które nie mają operacyjnego charakteru<sup>34</sup>.

Za najbardziej ingerujące w metodykę w zakresie metod wykorzystywanych w wycenie można uznać niemieckie standardy wyceny przedsiębiorstw. Stan-

<sup>32</sup> *ASA Business Valuation Standards*..., op. cit., s. 10–11.

<sup>33</sup> *International Valuation Standards*..., op. cit., s. 6.6.9–6.6.10.

<sup>34</sup> *Nota Interpretacyjna*..., op. cit., s. 306–307.



dardy te klasyfikują metody z punktu widzenia ich ważności, wiarygodności i przydatności w wycenie. Przykładem może być regulacja (punkt 2.1) podkreślająca rolę siły dochodowej przedsiębiorstwa w wycenie przedsiębiorstwa, która generalnie determinowana jest przez jego zdolność do generowania przepływów pieniężnych dla właścicieli. Stąd też standard ten akcentuje, że dobrym podejściem do wyceny przedsiębiorstw w praktyce są modele zdyskontowanych dywidend oraz zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Tym metodom przeciwstawiają podejście majątkowe (ang. *asset-based approach*), które nie odzwierciedla wartości tworzonej przez dane przedsięwzięcie biznesowe. Stąd też znaczna część standardów poświęcona jest podejściu dochodowemu (choć ten termin nie występuje w standardach niemieckich). Dla potrzeb metod wyceny zaliczanych do podejścia dochodowego standardy niemieckie nakazują branie pod uwagę tych czynników sukcesu przedsiębiorstwa, które istnieją na dzień wyceny (4.4.2.2.), jak również efektów synergicznych oraz efektów pseudo-synergicznych i ich wpływu na wycenę (4.4.2.2.). W siódmej rozbudowanej części standardu niemieckiego zatytułowanej metody wyceny opisano metodę zdyskontowanych dywidend, metodę DCF, metodę likwidacyjną oraz podejście porównawcze, przy czym szczegółowo odniesiono się jedynie do podejścia dochodowego. Osobne punkty w ramach tej części poświęcone są metodzie zdyskontowanych dywidend oraz metodom DCF. Ostatni punkt tej części poświęcony jest uwagom związanym z wiarygodnością wyceny. Metoda zdyskontowanych dywidend opisana jest w standardzie niemieckim bardzo szczegółowo w punkcie 7.2. Opisano w nim generalną procedurę oraz takie czynności jak: dostosowanie historycznych rachunków zysków i strat, planowanie wydatków i wpływów, określanie przepływów pieniężnych, projekty finansowe, przewidywanie stopy zwrotu, określanie dodatkowych korzyści z mniej istotnych aktywów (które nie mają charakteru operacyjnego), określanie stopy dyskontowej w sytuacji określania wartości obiektywnej i subiektywnej. W kolejnym punkcie (7.3.) również wiele miejsca poświęcono szczegółom metodycznym metody DCF. W punkcie tym wyróżniono trzy sposoby ustalenia wartości wkładów właścicieli: pośredni wykorzystujący przepływy pieniężne dla wszystkich dostawców kapitału i koncepcję WACC (ang. *weighted average cost of capital*), następnie metodę APV (ang. *adjusted present value method*), jak i metodę bezpośrednią bazującą na przepływach pieniężnych dla właścicieli oraz koszcie kapitału własnego. W tym kontekście detalicznie opisano procedury w zakresie określania średniego ważonego kosztu kapitału, przyszłych wolnych przepływów pieniężnych, wartości rezydualnej, wartości oraz kwestii podatku dochodowego właścicieli przedsiębiorstwa. W porównaniu do innych standardów wyceny standard niemiecki w zakresie podejścia dochodowego ma wybitnie charakter podręcznikowy i mocno ingeruje w kwestie metodyki dopuszczonych metod wyceny przed-

siębiorstw oraz poszczególnych modeli, parametrów wykorzystywanych w tych metodach<sup>35</sup>.

## 5. PODEJŚCIE PORÓWNAWCZE

W zakresie **podejścia porównawczego**/rynkowego standardy AICPA wyróżniają trzy najczęściej wykorzystywane metody w wycenie przedsiębiorstw, wkładów właścicieli lub papierów wartościowych:

- metodę opartą na wytycznych ze spółek giełdowych (ang. *guideline public company method*),
- metodę opartą na wytycznych z transakcji na rynku prywatnym (ang. *guideline company transactions method*),
- metodę opartą na wytycznych wynikających z dotychczasowej sprzedaży wkładów właścicieli w wycenianym przedsiębiorstwie (ang. *guideline sales of interests in subject entity*).

Standardy AICPA wyróżniają także trzy metody wyceny aktywów niematerialnych:

- metodę porównywalnych niekontrolowanych transakcji (ang. *comparable uncontrolled transactions method*),
- metodę porównywalnej marży zysku (ang. *comparable profit margin method*),
- metodę zwolnień z opłat za korzystanie z aktywów niematerialnych/alternatywnych opłat za korzystanie z aktywów niematerialnych (ang. *relief from royalty method*).

Stosując powyższe metody do wyceny standardy AICPA narzucają konieczność przeanalizowania: jakościowych i ilościowych porównań, transakcji i cen zrealizowanych na zasadach rynkowych, daty i adekwatność danych rynkowych. Standardy AICPA odnoszą się również do reguły kciuka, którą nie uznają za metodę wyceny. Stąd też standardy te stoją na stanowisku, że reguła kciuka oraz branżowe wskaźniki benchmarkowe nie mogą być jedynym sposobem określania wartości przedmiotu wyceny<sup>36</sup>.

Kolejne **standardy ASA** całą część piątą poświęcają podejściu rynkowemu (*market approach*). Regulacje te wskazują, że korzystanie z podejścia rynkowego wymaga uzasadnienia podstawy porównania. Stąd też należy rozważyć:

- Czy istnieje wystarczające podobieństwo ilościowe i jakościowe charakterystyk pomiędzy benchmarkiem a przedmiotem wyceny (inwestycją)?
- Czy znana jest kwota i czy można zweryfikować dane o podobnej inwestycji (podobnym przedmiocie jak przedmiot wyceny)?

<sup>35</sup> *IDW Standard: Principles for the Performance of Business Valuations....*, op. cit., s. 4–28.

<sup>36</sup> *Valuation of a Business....*, op. cit., s. 18–19.

– Czy cena podobnej inwestycji była obserwowana w warunkach rynkowej transakcji czy też w sytuacji przymusowej, awaryjnej?

Według tych standardów w związku z tym, że istnieje wiele wskaźników, które mogą być wykorzystane w podejściu rynkowym to ekspert powinien rozważyć wszystkie istotne czynniki, które mogą wpływać na ten wybór, jednocześnie być ostrożnym w takich kwestiach jak:

- dobór danych źródłowych wykorzystywanych w obliczeniach wskaźników,
- dobór okresu i metod uśredniania wykorzystywanych do obliczania danych źródłowych,
- obliczanie wskaźników wyceny,
- termin sporządzenia danych związanych z ceną i wykorzystywanych we wskaźnikach w kontekście efektywnej daty wyceny,
- wskaźniki wyceny – czy zostały dobrane i zastosowane w odniesieniu do danych źródłowych przedmiotu wyceny?

Podobnie jak standardy AICPA, standardy ASA odnoszą się także do reguły kciuka (ang. *rules of thumb*), która może być wykorzystana w określeniu wartości przedmiotu wyceny. Jednak wg standardów ASA wskazania wynikające z tej metody nie mogą mieć zasadniczego znaczenia dla wyników wyceny, chyba, że są potwierdzone innymi metodami wyceny<sup>37</sup>.

Polski standard wyceny definiuje podejście porównawcze, ale nie wyróżnia żadnych metod w ramach tego podejścia (punkt 8.4). Wymienia natomiast trzy rodzaje mnożników (mnożniki oparte na wartości rynkowej, mnożniki oparte na wartości całego przedsiębiorstwa oraz mnożniki oparte na charakterystycznych dla danego sektora wielkościach) jakie można zastosować w podejściu porównawczym. Standard ten zwraca uwagę także na wybrane problemy związane ze stosowaniem tego podejścia. Wg tej regulacji wycena oparta na mnożnikach sektorowych nie może stanowić jedynej metody wyceny. Podobnie jak w standardach międzynarodowych IVSC oraz amerykańskich standardach ASA, standard polski określa konieczność zbierania aktualnych i wiarygodnych danych, stosowania jednolitej metodyki w określaniu parametrów dla wycenianego przedsiębiorstwa i dla przedsiębiorstw porównywalnych, uwzględnienia elementów nieoperacyjnych, nadzwyczajnych, jednorazowych, dokonania korekt z tytułu kontroli, płynności i wielkości oraz korekt o inne czynniki, które zaburzają porównywalność<sup>38</sup>.

**Międzynarodowe standardy wyceny IVSC** definiują podejście rynkowe jako porównywanie przedmiotu wyceny do podobnych przedsiębiorstw, wkładów właścicieli, papierów wartościowych, które są sprzedawane na otwartym rynku (5.14.1.1). Standardy wyróżniają trzy powszechne, popularne źródła danych w podejściu porównawczym: rynek papierów wartościowych, rynek prze-

<sup>37</sup> *ASA Business Valuation Standards...*, op. cit., s. 12–13.

<sup>38</sup> *Nota Interpretacyjna NI 5, Wycena przedsiębiorstw...*, op. cit., s. 307–308.

jęć i dotychczasowe transakcje na przedmiocie wyceny (5.14.1.2). Także w zakresie tego podejścia standardy międzynarodowe IVS zawierają liczne wskazówki metodyczne w zakresie doboru zbliżonych biznesów do przedmiotu wyceny (5.14.1.3). W tym zakresie standardy zwracają uwagę na takie kwestie jak: ten sam rodzaj branży lub branży charakteryzującej się tymi samymi zmiennymi, charakterystykę jakościową i ilościową przedmiotu wyceny oraz przedmiotu wybranego do porównań, liczba/wielkość i sprawdzalność danych z podobnego biznesu. Wg standardów międzynarodowych **IVSC** zastosowanie podejścia rynkowego musi być sporządzone w przejrzysty sposób i nie może być mylące. Standardy te zawierają liczne przestrogi odnoszące się do podejmowanych działań w ramach podejścia rynkowego, dotyczą one m. in. porównywalności wykorzystywanych wskaźników, punktu widzenia wartości przeciętnych, dat, zdarzeń jednorazowych i aktywów nieoperacyjnych, różnic w ryzyku, poziomie kontroli, poziomu płynności przedmiotu wyceny i przedmiotu wybranego do porównań. W sytuacji wykorzystywania w podejściu rynkowym wcześniejszych transakcji standardy wymagają, aby przeprowadzić konieczne dostosowania, które będą uwzględniały wpływ czasu, zmiany warunków w gospodarce, branży i danym biznesie (5.14.1.4.1–5.14.1.4.11). Standardy IVSC odnoszą się również do niepotwierdzonych reguł wyceny lub **reguły kciuka**, które mogą być użyteczne w wycenie, ale nie powinno się im nadawać istotnej wagi, jakkolwiek mogą być pokazywane jeśli kupujący i sprzedający na nich polegają (5.14.1.6)<sup>39</sup>.

Zmiany, jakie zaszły w umiejscowieniu podejść do wyceny w standardach międzynarodowych IVSC w stosunku do poprzedniej edycji regulacji, mogą sugerować, że podejście porównawcze zostało dowartościowane poprzez przesunięcie na pierwsze miejsce omawianych podejść, natomiast podejście majątkowe wymieniane do tej pory jako pierwsze zostało umieszczone na końcu omawianych podejść. Może to świadczyć o przesunięciu akcentów w ramach tej regulacji. Bardziej dosadnie w zakresie ważności poszczególnych podejść i metod wyceny „wypowiada” się standard niemiecki, który metody w ramach podejścia porównawczego i majątkowego sytuuje niżej w hierarchii niż podejście dochodowe. W przeciwieństwie do standardów niemieckich amerykańskie standardy ASA, AICPA, jak też większość innych standardów z tego zakresu nie wskazują preferowanego podejścia, metody i nie dezawuuują metod porównawczych.

W punkcie (2.4.) niemiecki standard odnosi się do problemu wyceny przedsiębiorstw przy użyciu **podejścia porównawczego** wskazując, że bieżące ceny akcji przedsiębiorstw mogą dostarczać wystarczająco porównywalnych i aktualnych ocen, ale nie mogą one zastąpić wyceny przedsiębiorstwa (rozumianej jako wyceny przy użyciu podejścia dochodowego). Tym samym standardy niemieckie w pewnym stopniu dystansują się od podejścia porównawczego w wycenie przedsiębiorstw. Także trzeci rozdział tego standardu poświęcony jest relacji

<sup>39</sup> *International Valuation Standards...*, op. cit., s. 6.6.8–6.6.9.

wartości akcji przedsiębiorstwa ustalonego wg standardu wyceny IDW oraz cen giełdowych akcji. Standardy niemieckie każą rozróżniać wartość przedsiębiorstwa, akcji w przedsiębiorstwie ustaloną w oparciu o pryncypia ustalone przez Standardy IDW od cen giełdowych czy też rynkowej kapitalizacji determinowanej przez ceny giełdowe. Zwracają jednak uwagę na tylko jeden powód tych ewentualnych różnic. Wg tych standardów wycena przeprowadzona wg standardów bazuje na szczegółowych analizach danych takich jak biznes plan, budżet, które nie są dostępne uczestnikom rynku kapitałowego. Standardy niemieckie nie odnoszą się natomiast do innych ewentualnych przyczyn różnic takich jak np. behawioralne efekty na rynkach finansowych czy też kierowanie się analizą techniczną przez wielu uczestników rynku w przeciwieństwie do wyceniających kierujących się analizą fundamentalną. Mimo iż, jak można sądzić, standardy niemieckie wyżej cenią uzyskane wyniki wyceny oparte na podejściu dochodowym zgodnym ze standardem IDW niż wyceny uzyskane metodą porównawczą/rynkową, to zalecają, jeśli to możliwe, używanie giełdowych cen akcji w wycenie dla oceny wiarygodności wartości przedsiębiorstwa lub akcji określonych według standardu IDW, wzięwszy pod uwagę, że ceny giełdowe mogą być pod wpływem wielu czynników takich jak np. niewielka liczba akcji w obrocie, specyficzna sytuacja rynkowa. Z drugiej strony, wg standardu niemieckiego różnice między wartością ustaloną w oparciu o przyszłe dochody i ceną rynkową akcji nie mogą być podstawą do krytycznego przeglądu danych wejściowych i założeń poczynionych w wycenie (przy użyciu podejścia dochodowego). Ten brak konsekwencji w opisywaniu relacji wartości uzyskanej w procesie wyceny przy użyciu metod dochodowych i metod porównawczych odwołujących się do ceny rynkowej akcji związany jest być może z tym, że jak zwracają uwagę standardy niemieckie to, zgodnie z niemieckimi przepisami w specyficznych przypadkach wyceny przedsiębiorstw za wartość minimalną wkładów właścicieli przyjmowana jest cena giełdowa akcji jeśli jest wyższa niż wartość uzyskana wg modelu zdyskontowanych dywidend. Przy czym według standardu tego typu sytuacja nie ma zastosowania w przypadkach, gdy cena giełdowa akcji jest efektem niskiej płynności czy też manipulacji. Standard niemiecki jednak nie precyzuje kiedy ekspert może uznać, że płynność akcji jest zbyt mała lub też mamy do z manipulacją cen. Standard niemiecki odnosi się do podejścia porównawczego także w punkcie 7.5., w którym podnosi problem wiarygodności wyceny. Podejście to wg standardu niemieckiego mimo, że określone jest mianem uproszczonej wyceny, to może być wykorzystane dla oceny wiarygodności wykorzystanych metod wyceny takich jak DCF czy też metoda zdyskontowanych dywidend pod warunkiem, że ceny rynkowe akcji są dostępne. Jednocześnie standard informuje, że w praktyce podejście porównawcze jest często używane dla uproszczonej wyceny w przypadku małych i średnich przedsiębiorstw, jednak to nie oznacza, iż takie podejście może być substytutem wyceny przedsiębiorstw przeprowadzanej wg standardu IDW 1 (czyli wyceny według podejścia

dochodowego). Jeśli standard niemiecki uznaje, że można badać wiarygodność dwóch metod dochodowych poprzez podejście porównawcze to tym samym oznacza, że podejścia porównawcze są wzorcem, punktem odniesienia dla innych metod. W takim razie niezrozumiałe, niespójne wydaje się stanowisko standardu, który nadaje metodom porównawczym jedynie funkcję pomocniczą. Podejście porównawcze poruszane jest jeszcze w ramach punktu 8.3.3. opisującego generalne ograniczenia w dostępie do informacji, gdzie ustosunkowano się do takich kwestii jak: dostosowanie historycznych rezultatów uzyskiwanych przez przedsiębiorstwo, analizowanie siły dochodowej przedsiębiorstwa, uproszczona wycena, wartość aktywów netto. Pod hasłem uproszczona wycena (albo lepiej użyć określenia uproszczone określanie ceny do terminu *simplified pricing*) odniesiono się do metod multiplikacyjnych (dochodowych, sprzedażowych, produktowo-ilościowo zorientowanych) (punkt 8.3.4.). W punkcie tym standard informuje, że te metody multiplikacyjne są używane (nie mówi, czy powinny czy też nie) szczególnie dla określenia cen rynkowych małych jednostek usługowych. Standard zwraca jednocześnie uwagę, że to podejście znacząco bazuje na wartości u rynkowej bazy klientów, a dla wartości rynkowej profesjonalnych praktyk istotną rolę odgrywa transferowalność list klientów<sup>40</sup>.

## 6. PODEJŚCIE MAJĄTKOWE

W zakresie **podejścia majątkowego** i **podejścia kosztowego** standardy AICPA wskazują obszary, które powinny być przedmiotem rozważań przez wyceniającego. W przypadku metody skorygowanych aktywów netto wyceniający powinien rozważyć następujące informacje w nawiązaniu do podstawowego założenia wyceny: identyfikację aktywów i pasywów, indywidualną lub zagregowaną wartość aktywów i pasywów, koszty likwidacji jeśli mają zastosowanie. Wg standardów AICPA podejście kosztowe ma zastosowanie w wycenie aktywów niematerialnych (ang. *intangible assets*). W przypadku wykorzystania metod w ramach podejścia kosztowego do wyceny aktywów niematerialnych wyceniający powinien rozważyć rodzaj kosztu jaki powinien być zastosowany np. koszt reprodukcji/odtworzenia, koszt zastąpienia, odpowiednia forma umorzenia, starzenie się oraz pozostały czas użytkowania aktywów niematerialnych<sup>41</sup>.

**Standardy ASA** w trzeciej części wiele uwagi poświęcają podejściu majątkowemu w wycenie. Standardy uznają to podejście jako jedną z możliwych dróg do określenia wartości przedsiębiorstwa, wkładów właściciela, papierów wartościowych lub aktywach niematerialnych, która wykorzystuje jedną lub więcej

<sup>40</sup> IDW Standard: *Principles for the Performance of Business Valuations...*, op. cit., s. 6–33.

<sup>41</sup> *Valuation of a Business...*, op. cit., s. 18.

metod bazujących na wartości aktywów netto. Standardy ASA – jak również standardy międzynarodowe IVS (punkt 5.14.3.1) – zwracają uwagę, że **podejście majątkowe** w wycenie przedsiębiorstw może mieć analogiczny charakter do podejścia kosztowego w innych obszarach wyceny. Wg standardów ASA zastosowanie podejścia majątkowego w wycenie powinno być rozważane w przypadku przedsiębiorstw, które mają charakter inwestycyjny lub są holdingiem w obszarze nieruchomości oraz w przypadkach innych przedsiębiorstw, kiedy założenie wyceny jest inne niż kontynuacja działalności. Wycena szczególnych rodzajów wkładów właścicieli w przedsiębiorstwie może lub nie musi wymagać wykorzystania podejścia majątkowego. Wg tych standardów podejście majątkowe nie może być jedynym (sole) podejściem wykorzystanym w wycenie, w której założono kontynuację działalności w przedsiębiorstwach o charakterze operacyjnym (prowadzących działalność polegającą na wytwarzaniu, sprzedaży lub handlu produktami lub usługami). Jak się wydaje standard dostreżga historyczny kontekst podejścia majątkowego oraz to, że wielu sprzedających i kupujących zwykle wykorzystujących to podejście będzie nadal chciało wiedzieć jaką wartość pokazuje to podejście. W takich sytuacjach wyceniający powinien wspierać ten wybór mając jednak na uwadze to, że nie może to być jedyny punkt widzenia na wartość przedsiębiorstwa<sup>42</sup>.

Standardy międzynarodowe IVSC wiele miejsca poświęcają podejściu majątkowemu w punkcie 5.14.3.2. Wskazują, że podejście majątkowe opiera się na regule substytucji zgodnie z którą dane aktywne jest warte nie więcej niż mógłby wynieść koszt wymiany wszystkich jego części składowych. Wg standardów międzynarodowych IVSC podejście majątkowe powinno być rozważane w przypadku wyceny kontrolnych udziałów w jednostce biznesowej, która jest inwestycją, holdingiem w sektorze nieruchomości (*property business*) lub w sektorze rolniczym lub też w sytuacji kiedy wyceniany biznes jest przy założeniu innym niż kontynuacji działalności. Podobnie jak w standardy ASA standardy międzynarodowe IVSC stoją na stanowisku, że podejście majątkowe nie może być jedynym wykorzystywanym podejściem w ocenie części operacyjnej biznesu przy założeniu kontynuacji działalności chyba, że jest zwykle/zwyczajowo wykorzystywana przez sprzedających i kupujących. W tego typu sytuacjach wyceniający musi wspierać wybór takiego podejścia (5.14.3.5). W kolejnych regulacjach standardy międzynarodowe IVSC zawierają kolejne wskazówki metodyczne w zakresie stosowania podejścia majątkowego. Wskazują np. że w sytuacji kiedy wyceniana jest działalność operacyjna nie w oparciu o założenie kontynuacji działalności to aktywa powinny odzwierciedlać wartość rynkową zakładającą skrócony okres czasu ekspozycji na rynek, a wszystkie koszty sprzedaży aktywów lub zamknięcia biznesu muszą być brane pod uwagę w tym typie wyceny. Standardy te zwracają też uwagę na to, że wartości niematerialne – takie jak *goodwill* – mogą nie mieć wartości w tego typu okolicznościach,

<sup>42</sup> ASA Business Valuation Standards..., op. cit., s. 9.

jednak inne aktywa niematerialne – takie jak patenty, znaki towarowe itp. – mogą zachować, utrzymać swoją wartość (5.14.3.6). Standardy nakazują, aby w przypadku wyceny holdingu, który posiada nieruchomości przynoszące dochód, wartość rynkowa powinna być ustalona dla każdej z nieruchomości z osobna (5.14.3.7). Standardy międzynarodowe IVSC zwracają także uwagę, że w sytuacji wyceny holdingu inwestycyjnego wyceniane papiery wartościowe, zarówno te, które są notowane jak i nie notowane na rynkach papierów wartościowych, mogą wpływać takie czynniki jak płynność i ich wielkość, co może oznaczać, że ich wartość będzie różnić się w zależności od cen notowanych na rynku (5.14.3.8)<sup>43</sup>.

Regulacja polska definiuje podejście majątkowe oraz wyróżnia w jego ramach następujące metody: wartości skorygowanych aktywów netto, wartości likwidacyjnej oraz wartości odtworzeniowej (punkt 8.2). Nota zwraca uwagę, że metody te nie uwzględniają synergii pomiędzy składnikami przedsiębiorstwa oraz, że w wycenie przy użyciu tych metod należy uwzględnić aktywa i zobowiązania pozabilansowe<sup>44</sup>.

Standard niemiecki IDW w niewielkim stopniu odnosi się do **podejścia majątkowego**. Zaledwie jeden krótki punkt standardu poświęcono określaniu wartości likwidacyjnej przedsiębiorstwa (punkt 7.4.). W regulacji tej określono, że ten sposób wyceny może być zastosowany w sytuacji, gdy dochody przedsiębiorstwa są na tyle słabe, że wartość likwidacyjna przedsiębiorstwa jest wyższa niż przy założeniu kontynuacji działalności. Procedurę określania tej wartości zawarto w krótkim wyjaśnieniu według którego wartość tą określa się jako obecną wartość z wpływów netto uzyskanych ze zbycia aktywów pomniejszych o zobowiązania i koszty likwidacji oraz skorygowaną o ewentualne podatki. W ósmej części standard niemiecki prezentuje stanowisko odnośnie wartości aktywów netto (ang. *net assets value*), opisując je jako wartość wydatków jakie należałoby ponieść, aby odtworzyć substancję materialną i niematerialną przedsiębiorstwa uwzględniając ich dotychczasowe zużycie i przewidywany okres użytkowania (punkt 8.4.). Wskazuje również, że ze względu na trudności napotymane przy określeniu wartości aktywów, które nie są uwzględniane w bilansie przedsiębiorstwa to zwykle jest obliczana jako częściowa wartość odtworzeniowa netto (ang. *net partial replacement value*). Standard zaznacza, że wartość uzyskana w ten sposób nie ma bezpośredniego związku z przyszłymi przepływami pieniężnymi, w związku z czym nie jest istotnym czynnikiem dla określania wartości przedsiębiorstwa. Stąd też wartość aktywów netto jest wyłącznie ustalana w sytuacji, kiedy jest określona w specyficznych warunkach wynikających z umowy<sup>45</sup>.

<sup>43</sup> *International Valuation Standards...*, op. cit., s. 6.6.10–6.6.11..

<sup>44</sup> Zob. Nota . NI 5, *Wycena przedsiębiorstw...*, op. cit., s. 306.

<sup>45</sup> *IDW Standard: Principles for the Performance of Business Valuations...*, op. cit., s. 29–34.



## 7. PODSUMOWANIE

Przeanalizowane standardy wyceny wykazują liczne podobieństwa w zakresie podejść i metod wyceny przedsiębiorstw. Większość standardów wyceny przedsiębiorstw wyróżnia trzy podejścia do wyceny: dochodowe, majątkowe i porównawcze/rynkowe. Wyjątkiem są tu standardy kanadyjskie, które w miejsce podejścia majątkowego wymieniają podejście kosztowe, natomiast standardy AICPA traktują podejście kosztowe jako alternatywne w określonych sytuacjach do podejścia majątkowego. Standardy amerykańskie IBA, NACVA, ASA oraz standard chiński i międzynarodowy IACVA nie specyfikują metod wyceny. Standardy AICPA, ASA, międzynarodowe IVSC oraz standard niemiecki i polski odnoszą się do szczegółów metodycznych w ramach poszczególnych podejść i wybranych metod wyceny. Standard niemiecki w przeciwieństwie do pozostałych metod uznaje, że wartość przedsiębiorstwa właściwie odzwierciedlają jedynie metody w ramach podejścia dochodowego. Podejście porównawcze dla standardu niemieckiego pełni jedynie funkcję pomocniczą lub kontrolną, a podejście majątkowe znajduje zastosowanie jedynie w sytuacjach innych niż kontynuacja działalności. Standardy amerykańskie AICPA, ASA i międzynarodowe IVSC jako jedyne regulują zasady stosowania reguły kciuka. Standardy ASA i międzynarodowe IVSC wskazują w jakich przypadkach podejście majątkowe znajduje zastosowanie przy założeniu kontynuacji działalności, przy czym standardy ASA zastrzegają, że podejście majątkowe nie może być jedynym podejściem wykorzystanym w wycenie. Pozostałe analizowane standardy wyceny przedsiębiorstw nie zawierają żadnych wskazówek metodycznych w zakresie podejść i metod wyceny.

## BIBLIOGRAFIA

- APES 225 Valuation Services*, Accounting Professional and Ethical Standards Board, July 2008.
- ASA Business Valuation Standards*, American Society of Appraisers, 2009.
- Business Appraisal Standards*, The Institute of Business Appraisers, 2008.
- IDW Standard: Principles for the Performance of Business Valuations* (IDW S 1 Version 2008), IDW Verlag GmbH, Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland, Düsseldorf 2009.
- Independent Business Valuation Engagements, Advisory Engagement Standard 2*, Council of the Institute of Chartered Accountants of New Zealand, 06/2003.
- International Glossary of Business Valuation Terms*, w *Valuation of a Business, Business Ownership Interest, Security, or Intangible Asset*, Statement on Standards for Valuation Services Issued by the AICPA Consulting Services Executive Committee, *American Institute of Certified Public Accountants, Inc.*, New York 2007.
- International Valuation Standards. International Valuation Guidance Note No. 6. Business Valuation*, The International Valuation Standards Committee, 2007.
- Nota Interpretacyjna NI 5, Wycena przedsiębiorstw*, Powszechne Krajowe Zasady Wyceny (PKZW), XIX Krajowa Konferencja Rzecznawców Majątkowych, Udział rzeczoznawców

- majątkowych w wycenie przedsiębiorstw. Zasady dobrej praktyki zawodowej, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, Kielce 2010.
- Professional Standards*, International Association of Consultants, Valuators, and Analysts (IACVA), June 1, 2011.
- Professional Standards*, National Association of Certified Valuation Analysts, May 31, 2002.
- Standard no 110–530*, The Canadian Institute of Chartered Business Valuators, June 2009.
- The Hong Kong Business Valuation Forum. Business Valuation Standards*, The Hong Kong Business Valuation Forum, November 2005.
- Valuation of a Business, Business Ownership Interest, Security, or Intangible Asset. Statement on Standards for Valuation Services*, American Institute of Certified Public Accountants, New York June 2007.

*Piotr Szymański*

### **VALUATION APPROACHES AND METHODS IN BUSINESS VALUATION STANDARDS**

This paper tries to analyze whether and to what extent business valuation standards regulate valuation approaches and methods. The paper includes research carried out on 12 business valuation standards (four American standards, Canadian, Australian, New Zealand, Chinese – Hong Kong, German, Polish and two international standards) in order to show differences and similarities in regulations. The research shows that some business valuation standards interfere very deeply in the scope of valuation approaches and methods.

**Key words:** business valuation, business valuation standards, valuation approach, valuation method.



**DYNAMIKA I KIERUNKI ZMIAN PODMIOTÓW  
GOSPODARCZYCH ZATRUDNIAJĄCYCH OD 10 DO 49 OSÓB  
W POLSCE W LATACH 1998–2011**

**1. WPROWADZENIE**

Rola małych przedsiębiorstw w Polskiej gospodarce wydaje się być nie do przecenienia. Przedsiębiorstwa zatrudniające do 49 osób stanowiły w 2011 r. 98,9% wszystkich podmiotów gospodarczych działających w Polsce (w tym mikroprzedsiębiorstwa o liczbie pracujących do 9 osób stanowiły 95,9%)<sup>1</sup>. Nie tylko jednak liczba tych przedsiębiorstw świadczy o ich dużym znaczeniu dla gospodarki. W podmiotach gospodarczych zatrudniających do 49 osób pracowała w 2011 r. ponad połowa wszystkich zatrudnionych w firmach niefinansowych. Na małe przedsiębiorstwa przypadało także prawie 35% przychodów ogółem, prawie 30% nakładów inwestycyjnych oraz prawie 40% wartości produkcji wygenerowanej we wszystkich przedsiębiorstwach niefinansowych<sup>2</sup>. Oprócz dużego znaczenia dla gospodarki Polski opisywana grupa przedsiębiorstw charakteryzuje się pewną bardzo istotną cechą, a mianowicie dużą wrażliwość na zmiany koniunktury gospodarczej oraz tendencji rynkowych. Z uwagi na swą wrażliwość przedsiębiorstwa tej grupy znacznie szybciej reagują na zmiany oczekiwań klientów i są w stanie dużo szybciej dostawać swą ofertę. Małe przedsiębiorstwa w sposób znacznie szybszy ulegają także całkowitemu przebranzowieniu. Te i inne cechy małych przedsiębiorstw sprawiają, iż podmioty te często nazywane są barometrem gospodarki. Kondycja tej grupy przedsiębiorstw oraz zmiany ich zachowań obrazują wielokrotnie stan (gospodarki)

---

\* Dr, Adiunkt, Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

<sup>1</sup> Dotyczy przedsiębiorstw niefinansowych. Por.: *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2011 r.*, Notatka informacyjna, GUS, Warszawa 2012, s. 1.

<sup>2</sup> Por.: *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2011 r...*, op. cit., s. 2.

oraz jej przeobrażenia. Ta specyficzna rola małych przedsiębiorstw w gospodarce sprawia, iż wnikliwe badanie ich zbiorowości może posłużyć do wnioskowania o obecnych i przyszłych kierunkach i dynamice rozwoju tak podmiotów gospodarczych, jak i całej gospodarki.

Niestety statystyka powszechna pozwala jedynie na zebranie pełnej informacji od przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 9-ciu pracowników. Przedsiębiorstwa te zobowiązane są do wypełnienia i przesłania corocznej ankiety oraz sporządzenia statystycznego sprawozdania finansowego (SP, F-02). Dane Głównego Urzędu Statystycznego dotyczące przedsiębiorstw zatrudniających do 9-ciu pracowników (mikro-przedsiębiorstwa) oparte są na badaniu grupy reprezentacyjnej. Taka forma zbierania danych może mieć negatywny wpływ na wiarygodność dokonywanych na ich podstawie analiz oraz prawdziwość formułowanych wniosków. Dodatkowo mikroprzedsiębiorstwa cechują się bardzo dużą fluktuacją, działają w wielu przypadkach jedynie teoretycznie lub ich zakładanie wynika z przyczyn podatkowych lub przyjętej, elastycznej formy zatrudnienia w dużych przedsiębiorstwach. Te i inne cechy mikroprzedsiębiorstw sprawiają, iż dla uzyskania rzetelnych informacji, będących następnie podstawą do wnioskowania wykorzystano jedynie te dane, które dotyczą małych przedsiębiorstw zatrudniających od 10 do 49 osób. Dane te pochodzą z obowiązkowo wypełnianych sprawozdań statystycznych, a wybrana grupa przedsiębiorstw cechuje się znacznie większą stabilnością.

W badaniu wybranej grupy przedsiębiorstw posłużono się czterema miernikami, które pozwalają w sposób wybiórczy, ale wszechstronny ocenić zachodzące w małych przedsiębiorstwach zmiany<sup>3</sup>. Do wybranych wskaźników należą: liczba pracujących, wartość środków trwałych, nakłady inwestycyjne oraz przychody ogółem. Z uwagi na zmianę klasyfikacji działalności gospodarczej w trakcie okresu badawczego analizą objęto dwa okresy – 1998–2007 – według PKD 2004 oraz 2007–2011 według PKD 2007.

## **2. DYNAMIKA PRACUJĄCYCH W PRZEDSIĘBIORSTWACH ZATRUDNIAJĄCYCH OD 10 DO 49 OSÓB WEDŁUG SEKCJI**

Liczba pracujących oraz jej dynamika są jednymi z istotnych mierników pokazujących skalę działalności gospodarczej. W badaniu zbiorowości przedsiębiorstw zmiany w ramach liczby pracujących wskazują generalnie na rozwój bądź ograniczenie działalności w całej zbiorowości lub z podziałem na grupy

---

<sup>3</sup> O wykorzystaniu tych mierników w badaniu rozwoju przedsiębiorstw pisze: S. Chomątoński, *Metody analizy i oceny kierunków i dynamiki zmian wielkości i struktury działalności gospodarczej przedsiębiorstw*, [w:] S. Chomątoński (red.), *Dynamika i kierunki zmian wielkości i struktury sektora przedsiębiorstw w Polsce w latach 1990–2005*, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie – Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2009, s. 37–53.

według przyjętego kryterium. Należy jednak pamiętać, iż np. spadająca liczba zatrudnionych przy jednoczesnym wzroście nakładów inwestycyjnych i wartości środków trwałych może oznaczać – przy założeniu możliwej substytucji pracy ludzkiej pracą maszyn i urządzeń – wzrost automatyzacji i stopnia unowocześnienia procesów wytwórczych i usługowych. Analiza dynamiki pracujących z podziałem na sekcje prowadzonej działalności pozwala na wskazanie tak krótkoterminowych wahań, jak i trwałych tendencji świadczących o rozwoju, stagnacji bądź regresie w wybranych rodzajach prowadzonej działalności gospodarczej.

W tab. 1 i 2 przedstawiono dynamikę zmian liczby pracujących w przedsiębiorstwach zatrudniających od 10 do 49 osób z podziałem na sekcje w latach 1999–2011<sup>4</sup>.

W okresie 1998–2007 liczba pracujących w przedsiębiorstwach zatrudniających od 10 do 49 osób spadła o niespełna 6%. Największy spadek w zakresie liczby pracujących odnotowało rolnictwo – w 2007 r. liczba pracujących w tej sekcji stanowiła już tylko połowę liczby z 1998 r. Podobnie poważnym okazał się spadek w budownictwie, w którym zatrudnienie spadło w całym badanym okresie o prawie jedną czwartą. Spadki w tych dwóch sekcjach są szczególnie istotne z punktu widzenia ich znaczącego udziału w strukturze pracujących na początku badanego okresu. Poważniejszy spadek w zakresie pracujących odnotowało także pośrednictwo finansowe, gdzie liczba ta spadła o 12,5%. O niespełna 7% w okresie 1998–2007 spadała także liczba zatrudnionych w działalności handlowej oraz w przetwórstwie przemysłowym. Należy także zaznaczyć, iż oprócz sekcji rolnictwo, łowiectwo i leśnictwo, która cechuje się w badanym okresie stałą tendencją spadkową pozostałe wymienione sekcje charakteryzowały się dużymi wahaniami w zakresie liczby pracowników. Liczba pracujących w handlu oraz w przetwórstwie przemysłowym spadała z drobnymi wahaniami aż do 2002 r. kiedy sięgnęła swojego minimum, a następnie rozpoczęła tendencję wzrostową. Podobnie przedstawiała się sytuacja w zakresie liczby pracujących w budownictwie – ciągły spadek trwał tam jednak dłużej, bo aż do 2004 r., a więc do wejścia Polski do Unii Europejskiej. Po tym roku liczba pracujących w tej sekcji zaczęła rosnąć.

W całym badanym okresie 1998–2007 wzrost zatrudnienia zanotowano w sześciu sekcjach. Zmiana liczby zatrudnionych była najpoważniejsza w sekcji ochrona zdrowia, gdzie odnotowano niemalże czterokrotny wzrost w stosunku do 1998 r. Tak duży wzrost w tej grupie małych przedsiębiorstw niewątpliwie można powiązać z rozwojem prywatnej służby zdrowia i Niepublicznych Zakładów Opieki Zdrowotnej zatrudniających powyżej 10 osób<sup>5</sup>. Wysoką dynamikę wzrostu zanotowano także w sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię

<sup>4</sup> Z uwagi na zmiany w Polskiej Klasyfikacji Działalności dokonano podziału na dwa okresy badawcze, tj.: 1998–2007 według PKD 2004 oraz 2007–2011 według PKD 2007.

<sup>5</sup> Szerzej: P. Krzemiński, *Zmiany wielkości i struktury podmiotów gospodarczych prowadzących działalność usługową w zakresie ochrony zdrowia i opieki społecznej w Polsce*, [w:] S. Chomątoński (red.), *Dynamika i kierunki zmian wielkości i struktury...*, op. cit., s. 167–207.

elektryczną, w której wzrost wyniósł prawie 60%. Wzrost ten związany jest m. in. z rozwojem energetyki rozproszonej szczególnie tej powiązanej z odnawialnymi źródłami energii. Przedsiębiorstwa działające w sekcji hotele i restauracje w 2007 r. zatrudniały o ponad 1/3 więcej osób niż na początku badanego okresu, co może świadczyć o dynamicznym rozwoju tej działalności w badanej grupie małych przedsiębiorstw. W tym samym czasie o prawie 17% wzrosła liczba pracujących w transporcie i gospodarce magazynowej, a o niespełna 12% w ramach pozostałej działalności usługowej.

W całym badanym okresie na relatywnie stałym poziomie utrzymywała się liczba zatrudnionych w górnictwie i kopalnictwie, w której spadek wynosił zaledwie 0,5%.

Jak można zauważyć, analizując dane o zatrudnieniu w badanej grupie przedsiębiorstw według układu PKD, że w badanym okresie po wcześniejszych spadkach, z roku na rok następował wzrost liczby zatrudnionych ogółem. Choć nowa klasyfikacja działalności nie pozwala na pełną porównywalność danych, to można stwierdzić, iż wspomniany wzrost był kontynuowany także w latach 2007–2011 (z pominięciem 2010 r.). Według PKD 2007 w 2007 r. w badanej grupie podmiotów gospodarczych liczba pracujących wzrosła o 17%. Do tak dynamicznego wzrostu zatrudnienia w tej grupie przedsiębiorstw przyczyniło się przede wszystkim zwiększenie zatrudnienia w budownictwie aż o 34%. Wzrost ten stanowił ponad 20% całego przyrostu liczby zatrudnionych w badanej grupie przedsiębiorstw. Poważne skutki dla ogólnego przyrostu zatrudnienia miały także wzrosty liczby pracujących w działalności handlowej oraz w przetwórstwie przemysłowym, a także w transporcie i gospodarce magazynowej oraz w działalności profesjonalnej, naukowej i technicznej. Wzrost zatrudnienia w tych czterech sekcjach był odpowiedzialny za przyrost ogółem zatrudnionych w badanej grupie przedsiębiorstw o ponad 50%. Sekcją, która najszybciej zwiększała liczbę zatrudnionych było górnictwo i wydobywanie. W sekcji tej liczba zatrudnionych w latach 2007–2011 wzrosła o niespełna 64%. Jest to szczególnie interesujące z punktu widzenia omówionej już w zasadzie stałej liczby zatrudnionych w tej sekcji w latach 1998–2007 (według PKD 2004). Do innych szybko zwiększających liczbę zatrudnionych sekcji należały między innymi: działalność finansowa i ubezpieczeniowa (59%), edukacja (59%), działalność związana z kulturą, rozrywką i rekreacją (51%), informacja i komunikacja (50,5%). Jak już powiedziano najwolniejszym przyrostem liczby zatrudnionych charakteryzowały się wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną i pozostała działalność usługowa (odpowiednio 1,7% i 4,9%) a także handel, który choć wyróżniał się jeśli chodzi o bezwzględny przyrost pracowników, to w ujęciu względnym przyrost ten stanowił jedynie nieco ponad 7%.

Tabela 1

Dynamika pracujących w przedsiębiorstwach zatrudniających od 10 do 49 osób według sekcji (PKD 2004) w Polsce w latach 1999–2007 (w %, rok poprzedni = 100)

Sekcje	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2007/1998=100
Rolnictwo, łowiectwo i leśnictwo	94,29	87,55	97,10	79,74	94,15	92,78	96,67	99,76	96,89	52,17
Rybołówstwo i rybactwo	98,32	107,29	103,62	98,21						
Górnictwo i kopalnictwo	95,09	97,86	102,92			96,52	109,01	98,76	102,55	99,55
Przetwórstwo przemysłowe	88,84	97,09	99,90	98,08	103,26	99,08	105,32	101,54	100,93	93,32
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, wodę	102,86	103,17	115,75			104,01	102,33	106,34	99,73	158,02
Budownictwo	87,77	93,61	99,94	88,63	96,73	90,31	103,62	103,83	110,45	75,55
Handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów mechanicznych, motocykli oraz artykułów użytku osobistego i domowego	93,39	95,10	100,69	95,52	109,14	95,80	103,13	99,77	101,36	93,15
Hotele i restauracje	98,69	105,24	102,04	96,19	107,21	105,72	108,42	106,38	102,30	136,33
Transport, gospodarka magazynowa i łączność	91,62	94,27	101,06	92,06	110,29	101,14	114,24	104,96	108,54	116,64
Pośrednictwo finansowe	110,73	93,25	101,37	80,24	97,03	96,23	100,52	100,52	110,36	87,45
Obsługa nieruchomości, wynajem, nauka i usługi związane z prowadzeniem działalności gospodarczej	97,54	100,09	103,97	92,75	104,59	99,18	104,59	104,03	101,96	108,35
Edukacja	101,27	107,03	92,12	111,50						
Ochrona zdrowia i opieka społeczna	115,63	179,23	153,12	110,56	117,09	101,21	110,51	103,07	102,48	485,34
Pozostała działalność usługowa komunalna, społeczna i indywidualna	96,89	100,59	106,84	99,18	106,96	101,12	98,82	98,43	102,93	111,82
Razem	<b>92,31</b>	<b>96,31</b>	<b>101,40</b>	<b>92,91</b>	<b>106,23</b>	<b>97,10</b>	<b>104,30</b>	<b>101,58</b>	<b>102,42</b>	<b>93,75</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych w: *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych*, GUS, Warszawa 2000, s. 30 i nast.; 2001, s. 31 i nast.; 2002, s. 32 i nast.; 2003, s. 34 i nast.; 2004, s. 36 i nast.; 2005, s. 36 i nast.; 2006, s. 37 i nast.; 2007, s. 37 i nast.; 2008, s. 37 i nast.; 2009, s. 49 i nast.



Tabela 2

Dynamika pracujących w przedsiębiorstwach zatrudniających od 10 do 49 osób według sekcji (PKD 2007) w Polsce w latach 2008–2011 (w %, rok poprzedni = 100)

Sekcje	2008	2009	2010	2011	2011/2007=100
Rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo	96,66	97,94	96,46	99,74	91,08
Górnictwo i wydobywanie	121,64	111,16	104,84	115,38	163,56
Przetwórstwo przemysłowe	107,84	107,21	93,79	101,72	110,30
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych	98,63	103,06	98,24	101,81	101,66
Dostawa wody; gospodarowanie ściekami i odpadami oraz działalność związana z rekultywacją	110,25	105,71	98,70	108,33	124,61
Budownictwo	130,14	106,25	94,03	102,87	133,74
Handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów samochodowych, włączając motocykle	109,72	101,70	96,97	99,21	107,35
Transport i gospodarka magazynowa	124,56	105,78	93,58	113,26	139,66
Działalność związana z zakwaterowaniem i usługami gastronomicznymi	108,06	113,79	96,40	105,17	124,66
Informacja i komunikacja	125,42	105,87	101,77	111,40	150,53
Działalność finansowa i ubezpieczeniowa	119,77	113,06	108,93	107,62	158,74
Działalność związana z obsługą rynku nieruchomości	105,06	102,07	99,62	108,17	115,56
Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna	126,42	108,83	102,62	101,92	143,90
Działalność w zakresie usług administrowania i działalność wspierająca	117,43	106,73	102,03	103,79	132,72
Edukacja	126,09	109,12	105,07	109,79	158,72
Opieka zdrowotna i pomoc społeczna	101,48	120,40	101,77	101,65	126,41
Działalność związana z kulturą, rozrywką i rekreacją	104,45	129,04	101,43	110,37	150,88
Pozostała działalność usługowa	112,56	103,20	83,96	107,57	104,91
<b>Razem</b>	<b>112,34</b>	<b>105,12</b>	<b>96,55</b>	<b>102,44</b>	<b>116,81</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych w: *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych*, GUS, Warszawa 2009, s. 49 i nast.; 2010, s. 49 i nast.; 2011, s. 48 i nast.; 2012, s. 46 i nast.; 2013, s. 46 i nast.

### 3. DYNAMIKA WARTOŚCI ŚRODKÓW TRWAŁYCH W PRZEDSIĘBIORSTWACH ZATRUDNIAJĄCYCH OD 10 DO 49 OSÓB WEDŁUG SEKCJI

Kolejnym istotnym elementem analizy kierunków zmian wielkości przedsiębiorstw zatrudniających od 10–49 osób jest badanie kształtowania się w czasie wartości i dynamiki środków trwałych pozostających w posiadaniu tych podmiotów. W tab. 3 i 4 podano dane liczbowe charakteryzujące dynamikę środków trwałych w przedsiębiorstwach zatrudniających od 10–49 osób z podziałem na sekcje w latach 1999–2011.

W latach 1998–2007 wartość środków trwałych w badanej grupie przedsiębiorstw wzrosła prawie dwukrotnie. Na ten przyrost wartości środków trwałych największy wpływ miał wzrost w sekcji obsługa nieruchomości. Sekcja ta, dysponująca największym ze wszystkich badanych majątkiem, zwiększyła wartość środków trwałych o ponad 101%. Przyrost wartości środków trwałych w tej sekcji był odpowiedzialny za ponad połowę wzrostu ich wartości w całej grupie badanych przedsiębiorstw w analizowanym okresie. Analiza corocznej dynamiki wartości środków trwałych pozwala zauważyć, iż w całym badanym okresie z wyjątkiem 2004 r. następował wzrost wartości tych środków. Tempo było dość zróżnicowane i wahało się od 2 do 20%. Najwyższe 20% tempo wzrostu badanej wielkości zanotowano w 2007 r. W całym badanym okresie najszybciej zwiększała się wartość środków trwałych w sekcji hotele i restauracje, przedsiębiorstwa działające w tej sekcji zwiększyły wartość tych środków o ponad 434%. Drugą najszybciej rosnącą pod względem środków trwałych sekcją było budownictwo (wzrost o 354%). Ponad 3-krotnie zwiększały swój majątek sekcje: pozostała działalność usługowa oraz ochrona zdrowia i opieka społeczna, następnie o prawie 170% i 136% górnictwo i kopalnictwo oraz pośrednictwo finansowe. Jednocześnie te trzy ostatnie sekcje podlegały w badanym okresie największym wahaniom (szczególnie górnictwo i kopalnictwo). W badanym okresie o ponad 130% wzrosła także wartość środków trwałych w działalności związanej z wytwarzaniem i zaopatrywaniem w energię elektryczną, a w obsłudze nieruchomości wartość ta wzrosła dwukrotnie. Wartość środków trwałych przedsiębiorstw prowadzących działalność związaną z obsługą nieruchomości była jednocześnie jedną z najbardziej stabilnych, a więc podlegających najmniejszemu wahaniom – w całym badanym okresie nie wystąpiły spadki tej wartości, a wzrosty oprócz dwóch lat – 2003 i 2007 – nie przekraczały 10% rocznie. W badanym okresie najwolniej rosła wartość środków trwałych w przedsiębiorstwach prowadzących działalność handlową i naprawczą (33%). W żadnej z badanych sekcji nie zanotowano spadków wartości środków trwałych w relacji 2007/1998.

W latach 2007–2011 wartość środków trwałych w badanej grupie przedsiębiorstw wzrosła o 27%. Inaczej niż w poprzednim badanym okresie na zmianę wartości środków trwałych w 2011 roku w odniesieniu do roku 2007 znacząco wpłynęły oprócz wzrostów – w 15 z 18 sekcji – także spadki tej wartości w 3 sekcjach. Do sekcji, które w okresie 4 lat zmniejszyły wartość środków trwałych należały: działalność finansowa i ubezpieczeniowa, pozostała działalność usługowa i działalność w zakresie usług administrowania, które zmniejszyły wartość majątku o odpowiednio 55%, 48% i 31%. Wartość środków trwałych najszybciej rosła w sekcjach opieka zdrowotna i pomoc społeczna, działalność profesjonalna, naukowa i techniczna oraz działalność związana z zakwaterowaniem i usługami gastronomicznymi – odpowiednio o 211%, 208% i 202%. Tak duże – trzykrotne – zwielokrotnienie wartości środków trwałych w ciągu zaledwie czterech lat mogłoby być uznane za imponujące, gdyby można było je przypisać do stałej grupy przedsiębiorstw lub przynajmniej do istniejących i nowo powstałych. Niestety do przedsiębiorstw tych w badanym okresie zaliczały się także te, które w wyniku redukcji zatrudnienia „spadały” do innej kategorii – z podmiotów średnich do małych. Szybko rosły środki trwałe także w sekcjach górnictwo i wydobywanie, informacja i komunikacja i w budownictwie (odpowiednio o 130%, 123% i 100%) oraz w kulturze i edukacji (87%, 86%).

#### **4. DYNAMIKA NAKŁADÓW INWESTYCYJNYCH W PRZEDSIĘBIORSTWACH ZATRUDNIAJĄCYCH OD 10 DO 49 OSÓB WEDŁUG SEKCJI**

Następnym istotnym z punktu widzenia kierunku prowadzonych badań miernikiem są nakłady inwestycyjne i ich dynamika. W tab. 5 i 6 zaprezentowano dane liczbowe charakteryzujące dynamikę nakładów inwestycyjnych w przedsiębiorstwach zatrudniających od 10–45 osób z podziałem na sekcje w latach 1998–2011. Należy pamiętać, iż specyfika miernika, jakim są nakłady inwestycyjne, będące wartością strumieniową a nie zasobową zależną często od corocznych decyzji zarządów i właścicieli przedsiębiorstw oraz powiązane również z tą specyfiką duże wahania nakładów inwestycyjnych znacznie utrudniają porównywanie i właściwą analizę dynamiki tych nakładów w długim okresie.

Wartość nakładów inwestycyjnych poniesionych przez przedsiębiorstwa zatrudniające od 10 do 49 osób w 1998 r. była najniższa w całym badanym okresie. W kolejnych latach wartość ta ulegała znacznym wahanom. Najwyższe nakłady inwestycyjne zostały poniesione przez badaną grupę przedsiębiorstw w roku 2000. W ostatnim z badanych (według PKD 2004) 2007 r. nakłady te były znacznie, bo ponad 2,5 krotnie, wyższe od tych z 1998 r.

Tabela 3

Dynamika wartości środków trwałych w przedsiębiorstwach zatrudniających od 10 do 49 osób według sekcji (PKD 2004) w Polsce w latach 1999–2007 (w %, rok poprzedni = 100)

Sekcje	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2007/1998=100
Rolnictwo, łowiectwo i leśnictwo	111,33	101,52	149,58	86,63	105,58	84,05	101,06	118,04	107,10	166,01
Rybołówstwo i rybactwo	99,09	77,66	95,41	125,05						
Górnictwo i kopalnictwo	254,12	65,63	143,71			41,09	117,13	107,16	181,92	269,49
Przetwórstwo przemysłowe	106,41	108,35	110,86	110,05	103,50	100,49	101,57	114,04	100,23	169,87
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, wodę	112,59	108,58	94,34			102,36	110,73	114,12	119,18	231,34
Budownictwo	168,55	122,90	112,61	118,31	111,35	96,83	111,67	102,56	133,13	453,74
Handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów mechanicznych, motocykli oraz artykułów użytku osobistego i domowego	81,27	137,40	82,99	165,02	73,80	92,07	111,66	103,18	111,92	133,97
Hotele i restauracje	144,86	156,19	127,33	109,43	123,96	127,64	130,25			534,30
Transport, gospodarka magazynowa i łączność	108,78	131,79	113,78	107,72	214,90	35,28	117,04	113,35	106,14	187,57
Posrednictwo finansowe	149,64	112,36	88,11	121,45	70,62	80,64	102,75	121,67	184,40	236,21
Obsługa nieruchomości, wynajem, nauka i usługi związane z prowadzeniem działalności gospodarczej	103,69	106,35	109,73	106,54	127,57	101,37	100,19	101,61	118,48	201,09
Edukacja	121,09	225,69	116,73	90,75						
Ochrona zdrowia i opieka społeczna	83,24	115,92	161,23	111,67	134,01	91,14	110,48	106,89	120,82	302,77
Pozostała działalność usługowa komunalna, społeczna i indywidualna	125,60	101,61	121,85	112,15	112,43	102,45	112,77	105,60	128,63	307,73
<b>Razem</b>	<b>106,03</b>	<b>113,08</b>	<b>104,81</b>	<b>113,18</b>	<b>113,64</b>	<b>93,87</b>	<b>103,96</b>	<b>103,64</b>	<b>120,49</b>	<b>197,00</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych w: *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych*, GUS, Warszawa 2000, s. 46 i nast.; 2001, s. 46 i nast.; 2002, s. 46 i nast.; 2003, s. 48 i nast.; 2004, s. 48 i nast.; 2005, s. 48 i nast.; 2006, s. 50 i nast.; 2007, s. 50 i nast.; 2008, s. 50 i nast.; 2009, s. 62 i nast.

Tabela 4

Dynamika wartości środków trwałych w przedsiębiorstwach zatrudniających od 10 do 49 osób według sekcji (PKD 2007) w Polsce w latach 2008–2011 (w %, rok poprzedni = 100)

Sekcje	2008	2009	2010	2011	2011/2007=100
Rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo	103,90	110,17	112,69	113,96	147,01
Górnictwo i wydobywanie	124,89	141,85	99,79	130,35	230,45
Przetwórstwo przemysłowe	134,61	113,82	101,17	106,44	165,00
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych	129,80	115,54	113,18	99,82	169,42
Dostawa wody; gospodarowanie ściekami i odpadami oraz działalność związana z rekultywacją	115,10	124,02	108,59	116,70	180,90
Budownictwo	154,68	96,25	112,81	119,22	200,25
Handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów samochodowych, włączając motocykle	117,85	107,63	104,48	106,47	141,09
Transport i gospodarka magazynowa	114,63	103,98	99,20	114,45	135,34
Działalność związana z zakwaterowaniem i usługami gastronomicznymi	130,58	160,28	115,71	124,87	302,37
Informacja i komunikacja	138,54	102,60	91,59	171,01	222,63
Działalność finansowa i ubezpieczeniowa	69,71	62,20	100,77	102,24	44,67
Działalność związana z obsługą rynku nieruchomości	105,44	103,42	102,21	98,93	110,27
Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna	136,41	151,51	108,89	136,65	307,53
Działalność w zakresie usług administrowania i działalność wspierająca	75,57	90,45	94,85	105,65	68,50
Edukacja	101,92	172,55	109,13	96,91	186,01
Opieka zdrowotna i pomoc społeczna	116,68	162,19	137,87	119,15	310,89
Działalność związana z kulturą, rozrywką i rekreacją	135,60	109,12	99,90	126,23	186,60
Pozostała działalność usługowa	79,16	221,00	103,82	28,81	52,32
<b>Razem</b>	<b>108,10</b>	<b>103,19</b>	<b>104,43</b>	<b>109,00</b>	<b>126,97</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych w: *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych*, GUS, Warszawa 2009, s. 62 i nast.; 2010, s. 62 i nast.; 2011, s. 60 i nast.; 2012, s. 58 i nast.; 2013, s. 58 i nast.

Największy wzrost w odniesieniu do 1998 r. odnotowano w sekcji przetwórstwo przemysłowe – w 2007 r. nakłady inwestycyjne w tej sekcji były ponad 15-krotnie wyższe. Należy jednak zaznaczyć, że do tak wysokiej dynamiki przyczynił się przede wszystkim wzrost jaki miał miejsce w 1999 r., kiedy to nakłady te wzrosły o 1068%. W kolejnych latach tak wzrosty, jak i spadki nie przekraczały 30%. Zupełnie inaczej wyglądały zmiany w górnictwie oraz w ochronie zdrowia, gdzie także bardzo wysoki, ponad trzynastokrotny, wzrost nakładów inwestycyjnych w odniesieniu do 1998 r. wynikał z corocznych często kilkusetprocentowych przyrostów. Stabilny a jednocześnie intensywny wzrost nakładów można było zauważyć szczególnie w ochronie zdrowia, gdzie spadek tej wielkości w całym badanym okresie wystąpił jedynie w 2004 r. Znacznie, bo ponad pięciokrotnie większymi nakładami inwestycyjnymi w 2007 r. w stosunku do roku 1998 charakteryzowała się sekcja hotele i restauracje. W sekcji tej występowały jednak znaczące, sięgające niekiedy 50%, okresowe spadki nakładów inwestycyjnych. Inną sekcją, która obok opieki zdrowotnej mogła poszczycić się niemalże niezachwianym wzrostem nakładów inwestycyjnych było rolnictwo, gdzie oprócz 7% spadku w 2003 r. nakłady z roku na rok rosły, a w 2007 r. stanowiły już 287% stanu z początku badanego okresu. Najwolniej nakłady inwestycyjne wzrosły w odniesieniu do 1998 r. w sekcjach pośrednictwo finansowe oraz budownictwo – odpowiednio o 99% i 93%. Obie z wymienionych sekcji odnotowały w 2003 r. dość istotny spadek nakładów, a w przypadku pośrednictwa finansowego był to jednocześnie największy z odnotowanych w całym badanym okresie i we wszystkich sekcjach spadek – o 88,5%.

W 2011 r. nakłady inwestycyjne badanej grupy przedsiębiorstw były o ponad 30% wyższe niż w 2007 r. Wciąż intensywny (choć już według PKD 2007), a jednocześnie najwyższy w okresie 2008–2011 wzrost nakładów inwestycyjnych odnotowano w sekcji ochrona zdrowia, wzrosły one w tej sekcji o ponad 177%. Należy także podkreślić, że ochrona zdrowia była jedyną sekcją, w której nakłady te nie spadały ani razu w latach 2008–2011. Podobnie wysoki wzrost – o 175% – odnotowało budownictwo, w którym największe wzrosty przypadły na lata 2008 i 2009. O ponad 130% wyższe nakłady inwestycyjne w 2011 r. w stosunku do roku 2007 wykazały także przedsiębiorstwa działające w sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną. Sekcja ta wykazała się jednak znacznymi wahaniami wartości nakładów inwestycyjnych w badanym okresie. Do przedsiębiorstw, w których w okresie 2007–2011 nakłady inwestycyjne rosły najwolniej należały te prowadzące działalność handlową oraz działające w górnictwie (wzrost o odpowiednio 12,6% i 11,8%). Natomiast spadki nakładów inwestycyjnych odnotowały przedsiębiorstwa prowadzące działalność finansową i ubezpieczeniową oraz w zakresie usług administrowania. W tej ostatniej sekcji nakłady inwestycyjne w 2011 roku stanowiły zaledwie 27% ich wartości z roku bazowego.

Tabela 5

Dynamika nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw zatrudniających od 10 do 49 osób według sekcji (PKD 2004) w Polsce w latach 1999–2007 (w %, rok poprzedni = 100)

Sekcje	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2007/1998=100
Rolnictwo, łowiectwo i leśnictwo	132,84	127,82	106,13	101,10	92,75	105,84	138,70	105,31	109,90	287,06
Rybołówstwo i rybactwo	97,82	131,42	32,02	214,21						
Górnictwo i kopalnictwo	311,78	134,12	73,66			61,71	135,64	139,34	361,88	1353,15
Przetwórstwo przemysłowe	1167,75	109,63	77,79	88,76	117,36	127,71	99,74	108,83	105,27	1514,01
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, wodę	125,67	53,24	102,22			105,16	108,51	98,51	113,53	215,41
Budownictwo	155,43	141,84	105,32	139,10	23,97	128,28	159,78	99,92	121,82	193,13
Handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów mechanicznych, motocykli oraz artykułów użytku osobistego i domowego	164,31	128,97	53,86	120,95	95,54	125,38	96,21	119,15	108,49	205,67
Hotele i restauracje	230,77	169,10	93,90	50,04	127,33	91,20	174,06	68,17	235,12	594,02
Transport, gospodarka magazynowa i łączność	320,68	115,45	58,24	62,95	131,62	125,24	83,04	136,54	107,13	271,80
Pośrednictwo finansowe	363,20	113,60	58,73	53,32	11,54	203,14	169,97	190,37	203,51	199,44
Obsługa nieruchomości, wynajem, nauka i usługi związane z prowadzeniem działalności gospodarczej	289,91	94,06	72,52	82,99	93,62	92,47	99,96	117,17	143,80	239,33
Edukacja	195,82	228,54	93,33	19,69						
Ochrona zdrowia i opieka społeczna	228,82	164,57	112,06	100,41	179,42	78,63	151,69	115,86	127,29	1337,41
Pozostała działalność usługowa komunalna, społeczna i indywidualna	187,64	95,60	84,21	102,67	91,82	155,41	91,20	134,41	121,71	330,21
<b>Razem</b>	<b>263,69</b>	<b>111,49</b>	<b>69,57</b>	<b>90,31</b>	<b>83,24</b>	<b>115,58</b>	<b>105,09</b>	<b>116,49</b>	<b>124,59</b>	<b>271,05</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych w: *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych*, GUS, Warszawa 2000, s. 36 i nast.; 2001, s. 36 i nast.; 2002, s. 38 i nast.; 2003, s. 38 i nast.; 2004, s. 40 i nast.; 2005, s. 40 i nast.; 2006, s. 42 i nast.; 2007, s. 42 i nast.; 2008, s. 42 i nast.; 2009, s. 54 i nast.

Tabela 6

Dynamika nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw zatrudniających od 10 do 49 osób według sekcji (PKD 2007) w Polsce w latach 2008–2011 (w %, rok poprzedni = 100)

Sekcje	2008	2009	2010	2011	2011/2007=100
Rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo	102,66	104,67	96,27	154,20	159,50
Górnictwo i wydobywanie	86,40	42,83	116,66	259,00	111,81
Przetwórstwo przemysłowe	120,18	97,49	111,01	93,95	122,21
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych	90,45	124,86	441,30	46,78	233,17
Dostawa wody; gospodarowanie ściekami i odpadami oraz działalność związana z rekultywacją	116,03	99,41	107,05	165,73	204,64
Budownictwo	195,79	145,18	93,82	103,26	275,37
Handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów samochodowych, włączając motocykle	121,92	82,70	105,65	105,73	112,64
Transport i gospodarka magazynowa	148,15	64,75	165,82	88,82	141,27
Działalność związana z zakwaterowaniem i usługami gastronomicznymi	132,40	109,24	88,15	144,99	184,86
Informacja i komunikacja	159,50	126,26	77,13	86,75	134,74
Działalność finansowa i ubezpieczeniowa	79,34	88,39	43,72	246,00	75,42
Działalność związana z obsługą rynku nieruchomości	129,16	88,52	95,53	117,78	128,65
Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna	186,81	91,14	70,85	154,26	186,08
Działalność w zakresie usług administrowania i działalność wspierająca	92,01	45,33	104,32	62,09	27,01
Edukacja	112,73	158,50	67,34	189,00	227,40
Opieka zdrowotna i pomoc społeczna	119,87	152,42	114,10	132,93	277,11
Działalność związana z kulturą, rozrywką i rekreacją	284,34	131,42	57,82	69,73	150,65
Pozostała działalność usługowa	207,84	133,60	135,78	58,14	219,19
<b>Razem</b>	<b>123,60</b>	<b>94,96</b>	<b>103,44</b>	<b>107,47</b>	<b>130,48</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych w: *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych*, GUS, Warszawa 2009, s. 54 i nast.; 2010, s. 55 i nast.; 2011, s. 54 i nast.; 2012, s. 52 i nast.; 2013, s. 52 i nast.



## 5. DYNAMIKA PRZYCHODÓW ZE SPRZEDAŻY W PRZEDSIĘBIORSTWACH ZATRUDNIAJĄCYCH OD 10 DO 49 OSÓB WEDŁUG SEKCJI

Kolejnym istotnym miernikiem uwzględnionym w prowadzonych badaniach były przychody ze sprzedaży. W tab. 7 i 8 zaprezentowano dynamikę przychodów ze sprzedaży w badanej grupie przedsiębiorstw z podziałem na sekcje w latach 1998–2011. W 2007 r. przychody ze sprzedaży badanej grupy przedsiębiorstw były o 103% wyższe od tych z 1998 r. Największy wpływ na wzrost przychodów w całej badanej zbiorowości miało zwiększenie się przychodów w przetwórstwie przemysłowym. We wszystkich badanych sekcjach w 2007 r. w odniesieniu do roku 1998 odnotowano wzrost przychodów. W latach 1998–2007 najszybciej rosły przychody w działalności związanej z ochroną zdrowia, a na koniec badanego okresu wartość przychodów w tej sekcji była ponad 9-krotnie wyższa niż w roku 1998. Szybki wzrost przychodów odnotowały także przedsiębiorstwa z sekcji hotele i restauracje, które w całym badanym okresie zwiększyły je o ponad 250%. Należy również zauważyć, iż sekcja ta była jedyną, która nie zmniejszyła swoich przychodów w całym badanym okresie. Zbliżony do sekcji hotele i restauracje był także wzrost przychodów z działalności związanej z wytwarzaniem i zaopatrywaniem w energię elektryczną równy 248%. Szybko rosły przychody także w sekcji transport, gospodarka magazynowa i łączność; górnictwo i kopalnictwo; pozostała działalność usługowa, obsługa nieruchomości i przetwórstwo przemysłowe (odpowiednio o 189%, 162%, 151%, 116%, 99%). W badanym okresie najczęściej przychody spadały w pośrednictwie finansowym. Nieprzerwany spadek tej wielkości odnotowano tam w latach 2001–2006. O finalnie dodatnim tempie wzrostu w stosunku do 1998 r. zadecydował wysoki ponad 2,5-krotny wzrost przychodów w tej grupie przedsiębiorstw, jaki miał miejsce w 2007 r.

W drugim analizowanym podokresie – w latach 2008–2011 przychody badanej grupy przedsiębiorstw wzrosły o 57%. Najszybciej wzrosły one w działalności związanej z kulturą, rozrywką i rekreacją oraz w górnictwie – odpowiednio o 171% i 156%. Uwagę zwraca wysoki – ponad dwukrotny przyrost przychodów w sekcji ochrona zdrowia, co świadczy o kontynuacji tendencji zaobserwowanej w poprzednim podokresie (choć w ramach nieco innej klasyfikacji). Szybko rosły także przychody w budownictwie – wzrost o 92% – co jest szczególnie istotne z racji bardzo dużego udziału tej sekcji w przychodach ogółem całej badanej grupy przedsiębiorstw<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> Szerzej: K. Kolegowicz, *Tendencje zmian struktury przychodów ze sprzedaży małych, średnich i dużych przedsiębiorstw w Polsce w latach 2007–2011*, [w:] J. Pyka (red.), *Nowoczesność przemysłu i usług. Dynamika zmian w polskim przemyśle i usługach*, TNOiK O/Katowice, Katowice 2011, s. 63–75.

Tabela 7

Dynamika przychodów ze sprzedaży przedsiębiorstw zatrudniających od 10 do 49 osób według sekcji (PKD 2004) w Polsce w latach 1999–2007 (w %, rok poprzedni = 100)

Sekcje	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2007/1998=100
Rolnictwo, łowiectwo i leśnictwo	95,01	111,04	109,55	87,89	98,34	110,83	97,34	109,20	114,13	134,32
Rybołówstwo i rybactwo	116,75	88,75	118,89	118,45						
Górnictwo i kopalnictwo	147,19	106,77	107,32			42,75	139,41	111,13	119,72	262,18
Przetwórstwo przemysłowe	105,59	111,91	105,55	99,23	117,05	110,32	102,79	110,33	110,06	199,49
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, wodę	145,45	108,63	97,11			102,19	101,76	110,01	142,11	348,32
Budownictwo	107,36	95,72	106,70	87,89	108,53	99,99	115,30	116,64	124,48	175,06
Handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów mechanicznych, motocykli oraz artykułów użytku osobistego i domowego	107,19	114,89	111,92	108,08	115,22	93,34	104,63	97,68	106,64	174,61
Hotele i restauracje	119,28	121,35	111,18	105,69	114,24	118,59	120,43	103,79	122,17	351,84
Transport, gospodarka magazynowa i łączność	120,26	103,34	109,43	99,87	131,92	118,39	114,46	108,00	110,29	289,18
Pośrednictwo finansowe	155,12	135,78	85,85	64,61	97,97	68,74	93,78	85,31	268,26	168,83
Obsługa nieruchomości, wynajem, nauka i usługi związane z prowadzeniem działalności gospodarczej	130,81	110,19	105,93	94,93	116,79	105,21	112,05	99,98	108,38	216,27
Edukacja	124,80	114,45	97,56	108,07						
Ochrona zdrowia i opieka społeczna	118,29	181,04	156,37	129,88	466,68	28,35	115,25	114,86	119,17	907,78
Pozostała działalność usługowa komunalna, społeczna i indywidualna	128,04	104,91	114,48	96,75	102,40	120,22	102,39	113,91	117,79	251,64
<b>Razem</b>	<b>113,10</b>	<b>109,30</b>	<b>106,28</b>	<b>94,49</b>	<b>121,37</b>	<b>102,21</b>	<b>107,46</b>	<b>107,48</b>	<b>114,15</b>	<b>203,06</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych w: *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych*, GUS, Warszawa 2000, s. 36 i nast.; 2001, s. 36 i nast.; 2002, s. 36 i nast.; 2003, s. 38 i nast.; 2004, s. 36 i nast.; 2005, s. 38 i nast.; 2006, s. 40 i nast.; 2007, s. 40 i nast.; 2008, s. 40 i nast.; 2009, s. 52 i nast.

Tabela 8

Dynamika przychodów ze sprzedaży przedsiębiorstw zatrudniających od 10 do 49 osób według sekcji (PKD 2007) w Polsce w latach 2008–2011 (w %, rok poprzedni = 100)

Sekcje	2008	2009	2010	2011	2011/2007=100
Rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo	101,83	103,99	112,22	109,55	130,18
Górnictwo i wydobywanie	146,58	108,20	103,37	155,85	255,52
Przetwórstwo przemysłowe	108,92	103,96	101,14	125,08	143,25
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych	140,68	100,76	66,63	130,48	123,23
Dostawa wody; gospodarowanie ściekami i odpadami oraz działalność związana z rekultywacją	132,55	114,33	113,97	103,13	178,13
Budownictwo	153,22	96,54	105,38	123,06	191,82
Handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów samochodowych, włączając motocykle	123,64	100,11	112,69	101,28	141,27
Transport i gospodarka magazynowa	129,57	97,42	108,87	122,62	168,51
Działalność związana z zakwaterowaniem i usługami gastronomicznymi	124,09	112,39	102,47	127,73	182,54
Informacja i komunikacja	142,78	98,85	103,51	121,22	177,08
Działalność finansowa i ubezpieczeniowa	78,93	276,16	45,00	103,35	101,37
Działalność związana z obsługą rynku nieruchomości	111,58	113,30	106,23	107,95	144,97
Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna	129,15	109,12	103,80	107,69	157,53
Działalność w zakresie usług administrowania i działalność wspierająca	118,94	101,50	99,13	107,82	129,03
Edukacja	133,93	93,95	120,13	118,73	179,47
Opieka zdrowotna i pomoc społeczna	128,20	137,19	106,51	111,21	208,35
Działalność związana z kulturą, rozrywką i rekreacją	227,68	126,33	91,03	103,58	271,19
Pozostała działalność usługowa	120,79	110,20	87,40	105,17	122,35
<b>Razem</b>	<b>123,80</b>	<b>105,55</b>	<b>101,78</b>	<b>117,89</b>	<b>156,80</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych w: *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych*, GUS, Warszawa 2009, s. 52 i nast.; 2010, s. 53 i nast.; 2011, s. 52 i nast.; 2012, s. 50 i nast.; 2013, s. 50 i nast.

Sekcja ta, z wyjątkiem niespełna 4% spadku w 2009 r., sukcesywnie zwiększa swoje przychody już od 2005 r. (Według PKD 2003 i 2007). Na niemalże niezmiennym poziomie w stosunku do 2007 r. pozostały natomiast przychody w sekcji działalność finansowa i ubezpieczeniowa.

## 6. PODSUMOWANIE

W latach 1998–2011 zachodziły istotne zmiany w dynamice badanych wielkości ekonomicznych charakteryzujących rozwój działalności gospodarczej przedsiębiorstw zatrudniających 10–49 osób. Analiza dynamiki tych wielkości pozwala na odnalezienie pewnych prawidłowości oraz na wskazanie historycznych i przewidywanych kierunków rozwoju przedsiębiorstw.

W latach 1998–2007 uwagę zwraca spadek liczby pracujących o ponad 6%. Pozytywnym sygnałem może być jednak sukcesywny wzrost tej wielkości począwszy od 2005 r. Wzrostowy trend liczby pracujących w wybranej grupie małych przedsiębiorstw był kontynuowany także w drugim badanym podokresie, co przyniosło prawie 17% wzrost w tej dziedzinie w 2011 r. w odniesieniu do 2007 r. Spadkowi liczby pracujących w pierwszym badanym podokresie towarzyszyły wzrosty pozostałych badanych mierników. Wartości środków trwałych oraz przychodów były w 2007 r. około dwukrotnie wyższe od tych z roku 1998. W tym samym czasie inwestycje wzrosły o ponad 171%. W drugim badanym podokresie nastąpił wzrost we wszystkich analizowanych wielkościach. Najszybciej, bo o 57% wzrosły przychody, a przyrost nakładów inwestycyjnych i wartości środków trwałych był zbliżony do 30%.

Jeśli chodzi o dynamikę zmian wybranych mierników w poszczególnych sekcjach to należy podkreślić, iż jej szczegółowa interpretacja nie może zostać w pełni przedstawiona w tak krótkim opracowaniu. Syntetyzując można stwierdzić, iż obserwacja dynamiki wybranych mierników w ramach poszczególnych sekcji pozwala na wyodrębnienie rodzajów działalności, które szczególnie w ostatnim badanym dziesięcioleciu znacząco się rozwijały. Do takich sekcji należały niewątpliwie ochrona zdrowia (opieka zdrowotna), która w całym badanym okresie 1998–2011 cechowała się stabilnym i intensywnym wzrostem we wszystkich z badanych mierników. Drugą sekcją intensywnego wzrostu były hotele i restauracje (działalność związana z zakwaterowaniem i usługami gastronomicznymi – według PKD 2007). Pewien kryzys przeżywały natomiast w badanym okresie sekcje związane z działalnością finansową oraz pośrednictwem finansowym i ubezpieczeniowym. Ciekawym i istotnym faktem był znaczący spadek zatrudnienia w rolnictwie przy jednoczesnym wzroście w zakresie pozostałych mierników. Zaobserwowane zmiany mogą świadczyć o znaczących przeobrażeniach na polskiej wsi – zmianie struktury zatrudnienia typowego gospodarstwa oraz unowocześnianiu produkcji rolnej wraz z inwestycjami w nowe

maszyny i urządzenia. Pozytywną i uspokajającą obserwacją wyłaniającą się z przeprowadzonych analiz jest fakt stabilnego rozwoju trzech najistotniejszych z punktu widzenia ich potencjału sekcji – przetwórstwa przemysłowego, budownictwa oraz handlu.

#### BIBLIOGRAFIA

- Chomątowski S., *Metody analizy i oceny kierunków i dynamiki zmian wielkości i struktury działalności gospodarczej przedsiębiorstw*, [w:] S. Chomątowski (red.), *Dynamika i kierunki zmian wielkości i struktury sektora przedsiębiorstw w Polsce w latach 1990–2005*, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie – Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2009.
- Działalność przedsiębiorstw niefinansowych*, GUS, Warszawa 2000–2013.
- Kolegowicz K., *Tendencje zmian struktury przychodów ze sprzedaży małych, średnich i dużych przedsiębiorstw w Polsce w latach 2007–2011*, [w:] J. Pyka (red.), *Nowoczesność przemysłu i usług. Dynamika zmian w polskim przemyśle i usługach*, TNOiK O/Katowice, Katowice 2011.
- Krzemiński P., *Zmiany wielkości i struktury podmiotów gospodarczych prowadzących działalność usługową w zakresie ochrony zdrowia i opieki społecznej w Polsce*, [w:] S. Chomątowski (red.), *Dynamika i kierunki zmian wielkości i struktury sektora przedsiębiorstw w Polsce w latach 1990–2005*, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie – Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2009.

Wojciech Szymła

#### THE DYNAMIC AND THE DIRECTION OF CHANGES IN POLISH MEDIUM-SIZED ENTERPRISES IN 1998–2011

The paper presents the part of wider researches dedicated to intensity and directions of transformation of enterprises' structures in Poland in the years of 1998–2011. Using four simple but comprehensive measures: number of employees, value of fixed assets, investment outlays and total revenue the author examines the state and changes in the group of small enterprises by section.

**Key words:** small enterprises, trends of development, number of employees, fixed assets, investment outlays, total revenue.

## ROZWÓJ RYNKU OBLIGACJI KORPORACYJNYCH W POLSCE

### 1. WPROWADZENIE

Przedsiębiorstwa od zawsze potrzebują kapitału niezbędnego zarówno do prowadzenia bieżącej działalności, jak i zapewniającego im realizację przyjętej strategii rozwoju. Nie zawsze ilość kapitału zapewniona przez właścicieli okazuje się wystarczająca i zarządzający przedsiębiorstwem są zobligowani do poszukiwania źródeł zewnętrznych w celu jego pozyskania. Emisja obligacji korporacyjnych od wielu lat stanowi źródło finansowania polskich przedsiębiorstw, stanowiąc ciekawą alternatywę dla różnych form pozyskania kapitału.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie aktualnej sytuacji na rynku obligacji korporacyjnych w Polsce, a także wskazanie determinantów i kierunków jego rozwoju w świetle zarówno aktualnej sytuacji makroekonomicznej, jak i dostępności innych form finansowania działalności przedsiębiorstw.

### 2. OBLIGACJE KORPORACYJNE JAKO ŹRÓDŁO FINANSOWANIA DZIAŁALNOŚCI PRZEDSIĘBIORSTW

Obligacje korporacyjne stanowią alternatywę dla innych form pozyskania kapitału przez przedsiębiorstwa. Zagadnienie obligacji znajduje swoje uregulowanie na gruncie prawa polskiego. Podstawowym aktem prawnym jest Ustawa o obligacjach.<sup>1</sup> Definiuje ona obligacje jako (...) *papier wartościowy emitowany w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (ob-*

---

\* Mgr ekonomii, doktorant na Uniwersytecie Ekonomicznym w Poznaniu.

<sup>1</sup> Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, DzU 2001, nr 120, poz. 1300 z późn. zm.

ligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia<sup>2</sup>.

Jako forma finansowania dłużnego obligacje korporacyjne traktowane są najczęściej jako alternatywa kredytu bankowego, stanowiące przede wszystkim doskonałe źródło dywersyfikacji finansowania działalności przedsiębiorstw, w szczególności jeśli chodzi o wydłużenie okresu zapadalności długu. Dodatkowo obligacje mogą okazać się jedyną dostępną formą finansowania dłużnego w przypadku braku możliwości pozyskania finansowania w formie kredytu z uwagi na branżę, kondycję finansową czy też wymogi banków odnośnie zabezpieczeń.

Tabela 1

## Porównanie obligacji i kredytu bankowego

Kryterium	Obligacje	Kredyt bankowy
1	2	3
Podstawa prawna	Zastosowanie ma ustawa o obligacjach i Kodeks spółek handlowych. Dodatkowo w przypadku upublicznienia emisji ustawy o ofercie publicznej, ustawa o obrocie instrumentami finansowymi oraz rozporządzenie Ministra Finansów w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych.	Obowiązują przepisy ustawy Prawo bankowe oraz Kodeksu spółek handlowych i ustawy o swobodzie działalności gospodarczej.
Ograniczenia formalne pozyskania środków związane z formą prawną kredytobiorcy/emitenta	Emitentem obligacji może być spółka akcyjna, spółka komandytowo-akcyjna oraz spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, zgodnie z Kodeksem spółek handlowych uchwałę o emisji podejmuje walne zgromadzenie akcjonariuszy, w spółce komandytowo-akcyjnej zgodę wyrazić muszą wszyscy komplementariusze.	Brak ograniczeń, w szczególności związanych z formą prawną prowadzenia działalności, obowiązują reguły zaciągania zobowiązań przez organy spółek.
Źródło pochodzenia kapitału	Większa liczba obligatariuszy, co eliminuje ryzyko limitu koncentracji jednej instytucji na dany podmiot i zwiększa szansę pozyskania finansowania w wyższej wysokości.	Jedna instytucja (lub kilka w przypadku kredytów konsorcjalnych).
Sposób kalkulacji oprocentowania/kosztu finansowania	Oprocentowanie zmienne WIBOR + marża lub stałe, istnieje możliwość emisji obligacji zerokuponowych, obejmowanych z dyskontem, wykupywanych przez emitenta po cenie emisyjnej. Oprocentowanie proponowane przez emitenta i akceptowane przez rynek.	Oprocentowanie zmienne w oparciu o stawkę WIBOR i marżę, rzadziej stałe, ustalane przez bank, uzależnione od oceny ryzyka kredytobiorcy i rodzaju produktu, akceptowane przez kredytobiorcę.

<sup>2</sup> *Ibidem*, art. 4.

Tabela 1 (cd.)

1	2	3
Dodatkowe koszty	Wszystkie dodatkowe koszty związane z emisją: wynagrodzenie podmiotu pośredniczącego, wynagrodzenie doradców, koszty związane z ustanowieniem zabezpieczeń, koszty ewentualnego upublicznienia emisji, ponoszone bezpośrednio przez emitenta.	Ponoszone przez kredytobiorcę w formie prowizji ustalonych przez bank, dodatkowo koszty związane z ustanowieniem zabezpieczeń ponoszone bezpośrednio przez kredytobiorcę.
Zabezpieczenia	Zabezpieczenia formalnie nie wymagane, chociaż często stosowane w celu obniżenia ryzyka obligatariuszy i zmniejszenia kosztów związanych z pozyskaniem kapitału.	Zabezpieczenia bezwzględnie wymagane przez bank, akceptowane przez kredytobiorcę. Rodzaj i struktura zabezpieczeń uzależniona od rodzaju kredytu i oceny sytuacji finansowej kredytobiorcy.
Harmonogram spłaty odsetek	Większa elastyczność w definiowaniu okresów spłaty odsetek, najczęściej w okresach trzy- lub sześciomiesięcznych.	Odsetki najczęściej spłacane w cyklach miesięcznych.
Harmonogram spłaty kapitału/wykupu obligacji	Wykup obligacji jednorazowy w ustalonym dniu wykupu. Możliwość emisji obligacji w transzach o różnym terminie wykupu.	Uzależniony od rodzaju finansowania. W przypadku kredytu inwestycyjnego – najczęściej harmonogram ratalny. W przypadku kredytu obrotowego – raty lub spłata całości na koniec okresu. W przypadku kredytu w rachunku bieżącym – automatyczna spłata po wpływie środków na rachunek bankowy.
Przekazywanie informacji na temat sytuacji kredytobiorcy/emitenta	Sformalizowany sposób i termin przekazywania informacji, określony ustawą oraz/lub regulaminem rynku w przypadku dopuszczenia instrumentów finansowych do obrotu. W tym drugim istotne są zasady przekazywania do publicznej informacji istotnych informacji na temat prowadzonej działalności emitenta.	Brak formalizacji, bank związany tajemnicą bankową może poprosić o każdy rodzaj informacji w każdym momencie.
Czas procedowania	Uzależniony w dużym stopniu od harmonogramu przyjętego przez emitenta, czas ten uzależniony od decyzji emitenta o sposobie emisji (publiczna lub prywatna) oraz od decyzji o wprowadzeniu instrumentów do publicznego obrotu.	Nie zdefiniowany formalnie, uzależniony w dużym stopniu od sprawności funkcjonowania banku i wewnętrznych procedur, teoretycznie krótszy ale zdarzają się przypadki długiego procedowania bardziej skomplikowanych zagadnień.
Ocena sytuacji finansowej kredytobiorcy/emitenta	Dokonywana przez obligatariuszy, dużym atutem jest dokonanie oceny przez zewnętrzną agencję ratingową.	Dokonywana przez bank.
Egzekwowanie roszczeń – bankowy tytuł egzekucyjny	Brak możliwości zastosowania takiego instrumentu.	Instrument stosowany przez bank uprawniający do uproszczonej procedury windykacji.
Możliwość wcześniejszego wypowiedzenia umowy	Znacznie węższy katalog sytuacji upoważniających obligatariusza do żądania wcześniejszego wykupu.	Umowa kredytowa definiuje szereg sytuacji upoważniających bank do wcześniejszego żądania spłaty kredytu.

Źródło: opracowanie własne.



Kluczowym czynnikiem dla potraktowania obligacji jako alternatywy kredytu bankowego może okazać się dość duży zakres swobody w zakresie ustalania w warunkach emisji klauzul zobowiązujących w sposób mniej restrykcyjny od tych zawartych w umowach kredytowych. Dużym atutem jest możliwość pozyskania środków bez konieczności przedstawiania materialnych/rzeczowych zabezpieczeń, tylko w oparciu o ryzyko korporacyjne przedsiębiorcy. Warto również w przypadku obligacji zwrócić uwagę na możliwość definiowania celów emisji w sposób zapewniający elastyczność wykorzystania środków.

Z punktu widzenia przedsiębiorcy zarówno kredyt bankowy jak i obligacja stanowią formę długu. Inna jest tylko formuła prawna tych instrumentów. Z oceny dokonanego porównania wynika, że trudno się jednoznacznie wypowiedzieć co do tego, co jest lepsze. I kredyt i obligacja mają swoje zalety i mogą stanowić przewagę biorąc pod uwagę wybrane kryteria. Każde z nich wymaga określonego procedowania, każde wiąże się z ponoszeniem dodatkowych kosztów, każde wymaga określonej ilości czasu dla jego pozyskania.

Obligacje mogą w niektórych przypadkach stanowić alternatywę do pozyskania kapitału w formie emisji akcji na rynku publicznym. Ma to najczęściej miejsce w sytuacji, kiedy przedsiębiorstwo jest na początkowym etapie rozwoju i stanowi jeszcze zbyt niską wartość dla skutecznego przeprowadzenia emisji akcji na satysfakcjonującym dla emitenta poziomie. Zasadniczo można przeprowadzić ten proces na dwa sposoby:

a) poprzez emisję obligacji na rynku publicznym i w dalszym etapie emisję akcji, w ramach której część środków może być przeznaczona na redukcję zadłużenia,

b) emisję obligacji zamiennych.

W pierwszym przypadku mamy do czynienia z sytuacją, gdzie przedsiębiorstwo w naturalny sposób dostosowuje strukturę finansowania zarówno do czynników wewnętrznych, dotyczących jego kondycji finansowej i potencjału wzrostu i potencjału rynkowego, jak i czynników zewnętrznych dotyczących możliwości pozyskania różnych form kapitału. Zaistnienie na rynku publicznym poprzez emisję obligacji daje przedsiębiorstwom możliwość poznania zasad i reguł komunikacji z uczestnikami tego rynku a także pozwala na kreowanie swojego wizerunku i budowanie swojej wiarygodności w oczach potencjalnych inwestorów.

Drugi sposób, czyli emisja obligacji zamiennych, ma zastosowanie w przypadku przedsiębiorstw, które debiut na rynku akcji mają już za sobą i dla których możliwe jest określenie bieżącej wyceny poprzez notowanie na rynku głównym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie lub też na rynku New Connect. Z formalnego punktu widzenia obligacje zamienne to obligacje dające obligatariuszowi prawo, lub nakładające na niego obowiązek zamiany obligacji na akcje emitenta obligacji z zachowaniem określonego współczynnika konwer-

sji<sup>3</sup>. Z punktu widzenia ich posiadacza stanowią więc swoisty łącznik pomiędzy statusem wierzyciela i akcjonariusza spółki<sup>4</sup>.

Emisja obligacji zamiennych zmniejsza tzw. stopień „rozwodnienia” (*dilution*) zysku przypadającego na akcję. W wyniku konwersji obligacji na akcje dochodzi do powiększenia kapitału i zwiększenia liczby akcji. Jednakże zjawisko zwiększenia liczby głosów na walnym zgromadzeniu oraz „rozwodnienia” zysku na akcję jest odsunięte w czasie do momentu, w którym zaczyna się proces zamiany obligacji na akcje. Z reguły okres ten trwa od 2 do 3 lat. Oznacza to, że emitent uzyskuje kapitał ze znacznym wyprzedzeniem w stosunku do niekorzystnych zjawisk, którymi są: wzrost liczby głosów i spadek wskaźnika zysku w stosunku do ceny rynkowej akcji<sup>5</sup>. Obligacje zamienne to atrakcyjna alternatywa. Warto je stosować do finansowania firmy wtedy, gdy jej aktywa netto będą miały szansę na silny wzrost wartości w założonym terminie wykupu<sup>6</sup>.

### 3. DETERMINANTY ROZWOJU RYNKU OBLIGACJI KORPORACYJNYCH W POLSCE

Niewątpliwie jednym z najważniejszych warunków dla rozwoju rynku obligacji jest sprzyjające otoczenie prawne, dające formalną możliwość emisji tego typu instrumentów finansowych. Podstawowym aktem prawnym jest ustawa o obligacjach, dość liberalna jeśli chodzi o wymogi podmiotowe dotyczące emitentów obligacji<sup>7</sup>. Dodatkowo istnieją właściwe uregulowania prawne związane z emisją obligacji na rynku publicznym.

Bardzo istotną rolę jeśli chodzi o rozwój rynku obligacji korporacyjnych, stanowią uwarunkowania o charakterze makroekonomicznym. W okresach spowolnienia gospodarczego podmioty szukające finansowania na publicznym rynku kapitałowym prezentują mniejszy potencjał wzrostu, generując mniejsze zainteresowanie potencjalnych nabywców na rynku akcji, dlatego też szukają alternatywy na rynku obligacji, gdzie nabywcy bardziej zainteresowani są stabilnością przepływów finansowych emitenta niż potencjałem wzrostu jego wartości w przyszłości. Istotne znaczenie dla rozwoju rynku obligacji korporacyjnych ma rynkowy poziom stóp procentowych. Obniżka stóp procentowych powoduje, że fundusze obligacyjne bardziej skłonne są szukać alternatywy do obligacji emitowanych przez Skarb Państwa, a inwestycje na rynku obligacji stają się cieka-

<sup>3</sup> K. J a j u g a, *Obligacje i akcje*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2009, s. 38.

<sup>4</sup> S. T h i e l, *Rynek kapitałowy i terminowy*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2010, s. 31.

<sup>5</sup> W. D ę b s k i, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, PWN, Warszawa 2010, s. 238.

<sup>6</sup> M. G r u d z i ń s k i, *Kiedy emitować obligacje zamienne*, CEO, czerwiec 2008.

<sup>7</sup> *Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach...*, *op. cit.*, art. 2.

wym rozwiązaniem dla inwestorów indywidualnych, szukających wyższego zarobku niż coraz niżej oprocentowana lokata bankowa.

W 2011 r. na polskim rynku finansowym można było zauważyć wzrastającą liczbę funduszy inwestycyjnych specjalizujących się w inwestowaniu w papiery dłużne przedsiębiorstw, co przekładało się na rosnący udział tej grupy inwestorów w strukturze nabywców długoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw. Część inwestorów poszukiwała bowiem możliwości osiągnięcia wyższych stóp zwrotu niż z tradycyjnych lokat bankowych czy obligacji skarbowych. Obligacje przedsiębiorstw niejednokrotnie oferowały taką możliwość (średnie oprocentowanie takich obligacji wprowadzonych w 2011 r. do obrotu na rynkach w ramach platformy Catalyst wynosiło 11,7%, podczas gdy średnie oprocentowanie nowo składanych depozytów przedsiębiorstw o terminie pierwotnym powyżej 2 lat 4,7%, a 2-letnich detalicznych obligacji skarbowych wyemitowanych w 2011 r. 4,0%)<sup>8</sup>.

Obligacje korporacyjne stanowią alternatywę dla kredytu bankowego, dlatego też niezwykle ważnym czynnikiem dla rozwoju rynku obligacji jest sytuacja na rynku kredytowym. Analiza raportu NBP dotycząca sytuacji na rynku kredytowym wskazuje, że banki przewidują zaostrzenie polityki kredytowej we wszystkich kategoriach kredytów dla przedsiębiorstw<sup>9</sup>. Zaostrzenie dotyczyć będzie w szczególności sektora małych i średnich przedsiębiorstw. W segmencie kredytów dla dużych przedsiębiorstw banki oczekują zaostrzenia polityki kredytowej przede wszystkim w zakresie kredytów długoterminowych. Banki zaostrzyły wszystkie warunki udzielania kredytów dla przedsiębiorstw, w szczególności podwyższenie pozaodsetkowych kosztów kredytu, zwiększenie wymaganych zabezpieczeń, podwyższenie marż od kredytów obciążonych wyższym ryzykiem<sup>10</sup>. Zaostrzenie kryteriów przyznawania kredytów przez banki, połączone z wprowadzaniem bardziej rygorystycznych klauzul w umowach kredytowych powoduje istotne ograniczenie dostępności kredytów jako formy finansowania działalności przedsiębiorstw i większą skłonność przedsiębiorców do szukania kapitału na rynku obligacji.

Rynek obligacji wymaga dla swojego rozwoju odpowiednich uwarunkowań instytucjonalnych. Kluczową kwestią jest zapewnienie płynności obrotu. Z dniem 30 września 2009 r. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie i Bond Spot uruchomiły nowy system zorganizowanego obrotu dłużnymi papierami wartościowymi oraz ich tzw. autoryzacji pod nazwą Catalyst<sup>11</sup>. Catalyst umożliwia swobodny obrót obligacjami. Dodatkowo emitenci, których obligacje notowane są na rynku Catalyst, zobowiązani są do wypełniania obowiązków informacyjnych i publikacji zarówno swoich sprawozdań finansowych, jak

<sup>8</sup> *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2011 roku*, NBP, Warszawa 2012, s. 307.

<sup>9</sup> *Sytuacja na rynku kredytowym, wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, I kwartał 2013*, NBP, Warszawa, styczeń 2013, s. 6.

<sup>10</sup> *Ibidem*.

<sup>11</sup> S. Thiel, *op. cit.*, s. 96.

i informacji na temat istotnych wydarzeń w spółkach. Powstanie platformy Catalyst można uznać z pewnością za kamień milowy w rozwoju rynku obligacji korporacyjnych w Polsce.

Bardzo ważnym czynnikiem rozwoju rynku obligacji korporacyjnych w Polsce jest „jakość” emitentów. Wskazywane wcześniej zmniejszenie tempa wzrostu gospodarczego może mieć negatywny wpływ na sytuację finansową emitentów. Należy podkreślić, że inwestycjom w obligacje przedsiębiorstw towarzyszy wyższe ryzyko niż w obligacje emitowane przez Skarb Państwa i z tego punktu widzenia nie można utożsamiać tych dwóch rodzajów produktów. Dlatego potencjalni nabywcy obligacji zawsze w jednakowym stopniu zwracali i zwracają szczególną uwagę zarówno na kondycję finansową emitentów, jak i na takie czynniki jak: przejrzystość struktury właścicielskiej, przejrzystość struktury korporacyjnej i poziom zrozumienia biznesu. Istotna jest zawsze branża, w której działa emitent, przyjęta strategia, w szczególności w zakresie przyjętych zasad finansowania przedsiębiorstwa, oraz jakość kadry zarządzającej. Potencjalny emitent skupiony będzie zawsze na szacunku ryzyka braku wykupu obligacji w uzgodnionym terminie. Z tego punktu widzenia kluczowa jest kwestia zabezpieczeń spłaty długu, przedstawiona przez emitenta i zaakceptowana przez nabywców obligacji. Należy mieć świadomość, że obligatariusze w przeciwieństwie do banków nie dysponują bankowym tytułem egzekucyjnym, dlatego obok materialnych zabezpieczeń np. w formie hipoteki na nieruchomości coraz częściej oczekują podpisania przez emitenta oświadczenia o dobrowolnym poddaniu się egzekucji<sup>12</sup>. W najbliższych latach rozwój platformy Catalyst będzie w istotnym stopniu uzależniony od tego, czy emitenci obligacji wywiążą się ze wszystkich ciążących na nich zobowiązań wobec obligatariuszy, w tym dokonają terminowego wykupu tych instrumentów<sup>13</sup>.

Z formalnego punktu widzenia dla przeprowadzenia emisji obligacji na rynku polskim nie jest wymagany rating. Rating obligacji w ogólnym rozumieniu to niezależna i obiektywna ocena ryzyka kredytowego podmiotu posiadającego lub zaciągającego dług na rynku finansowym<sup>14</sup>. Rating obligacji to ocena tworzona przez wyspecjalizowane instytucje, zwane agencjami ratingowymi, polegająca na zakwalifikowaniu danej obligacji do klasy o ściśle zdefiniowanym poziomie ryzyka niedotrzymania warunków<sup>15</sup>. Ryzyko niedotrzymania warunków to ryzyko pojawiające się wtedy, gdy jedna ze stron kontraktu nie spełnia warunków przewidzianych w kontrakcie, tzn. nie dokonuje płatności na rzecz drugiej strony.<sup>16</sup> W obliczu braku formalnego wymogu posiadania ratingu obowiązek oceny

<sup>12</sup> Ustawa z dnia 17 listopada 1964 r. Kodeks postępowania cywilnego, DzU z dnia 1 grudnia 1964 r., z późn. zm., art. 777.

<sup>13</sup> *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2011 roku...*, op. cit., s. 307.

<sup>14</sup> W. Dębski, op. cit., s. 279.

<sup>15</sup> K. Jajuga, op. cit., s. 39.

<sup>16</sup> *Ibidem*.

kondycji finansowej emitenta i dodatkowych elementów, o których mowa powyżej, spoczywa więc bezpośrednio na samych obligatariuszach.

#### 4. POLSKI RYNEK OBLIGACJI KORPORACYJNYCH PRZEDSIĘBIORSTW W LICZBACH

Formalne uregulowanie emisji obligacji ustawą z 1995 r. zapoczątkowało rozwój obligacji korporacyjnych w Polsce. Według raportu Środkowoeuropejskiego Centrum Ratingu i Analiz SA – CERA SA wartość wyemitowanych na koniec 1997 r. obligacji przedsiębiorstw i banków wyniosła 563,5 mln PLN (19 emitentów) i wzrosła do końca 1999 r. do 1 830,9 mln PLN (46 emitentów)<sup>17</sup>. Na koniec 2012 r. wartość rynku obligacji przedsiębiorstw (powyżej 365 dni) wyniosła 31 356,19 mln PLN, a wartość rynku obligacji banków (powyżej 365 dni) kształtowała się na poziomie 44 368,43 mln PLN. Na koniec IV kwartału łączna wartość wyemitowanych przez banki, przedsiębiorstwa i jednostki samorządu terytorialnego przekroczyła 117 mld PLN<sup>18</sup>.

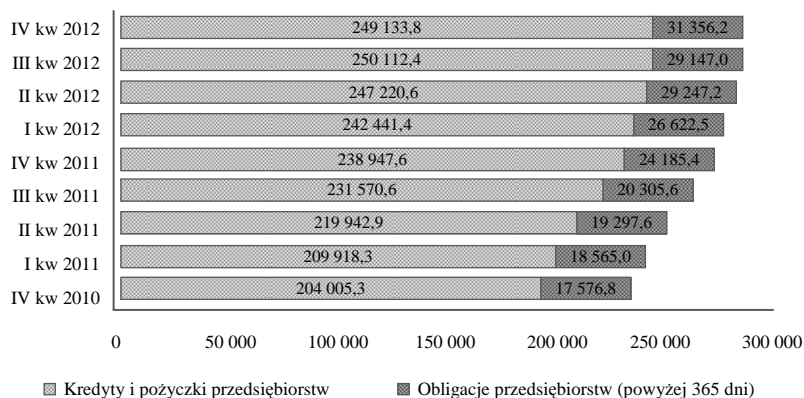
Warto zwrócić uwagę, że obligacje korporacyjne zyskują na znaczeniu jako alternatywa kredytów bankowych. Pomimo, że ich udział w finansowaniu przedsiębiorstw jest cały czas relatywnie nieduży, to w IV kwartale 2012 r. po raz pierwszy odnotowano zmniejszenie zadłużenia przedsiębiorstw z tytułu kredytów i pożyczek (o 978,6 mln PLN) i jednocześnie wzrost zadłużenia z tytułu obligacji (o 2 209,2 mln PLN) – rys. 1.

Sukcesywnie rośnie również wartość rynku Catalyst w zakresie emisji obligacji korporacyjnych emitowanych przez przedsiębiorstwa – z 2 667,5 mln PLN na koniec IV kwartału 2010 r. do 9 861,4 mln PLN na koniec 2012 r. Widzimy więc wyraźną tendencję do emisji obligacji korporacyjnych na rynku publicznym.

Na potrzeby niniejszego artykułu przeprowadzono badanie struktury emitentów na rynku Catalyst dla wyemitowanych obligacji na dzień 31 grudnia 2012 r. W ramach pierwszego kryterium wyodrębniono cztery grupy obligacji korporacyjnych: Bank Gospodarstwa Krajowego, banki komercyjne, przedsiębiorstwa i fundusze inwestycyjne. Wyniki badania dla tego kryterium przedstawiono w tab. 2.

<sup>17</sup> *Raport o stanie rynku*, CERA, Warszawa 2000, s. 3.

<sup>18</sup> *Podsumowanie IV kwartału 2012 i roku 2012 na rynku nie skarbowych instrumentów dłużnych w Polsce*, FitchRatings, Warszawa 2013, s. 1.



	IV kw 2010	I kw 2011	II kw 2011	III kw 2011	IV kw 2011	I kw 2012	II kw 2012	III kw 2012	IV kw 2012
Kredyty i pożyczki przedsiębiorstw	204 005,3	209 918,3	219 942,9	231 570,6	238 947,6	242 441,4	247 220,6	250 112,4	249 133,9
Obligacje przedsiębiorstw (powyżej 365 dni)	17 576,8	18 565,0	19 297,6	20 305,6	24 185,4	26 622,5	29 247,2	29 147,0	31 356,2

Rys. 1. Obligacje a kredyty i pożyczki przedsiębiorstw w latach 2010–2012 (w mln PLN).

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i raportów Fitch za lata 2010–2012.

Tabela 2

Struktura emitentów obligacji korporacyjnych na rynku Catalyst na dzień 31.12.2012 r.

Podmiot	Liczba emitentów	Wartość emisji [mln PLN]
Bank Gospodarstwa Krajowego	1	28 295,5
Banki komercyjne	9	8 209,1
Przedsiębiorstwa	104	9 601,2
Fundusze inwestycyjne	8	260,2

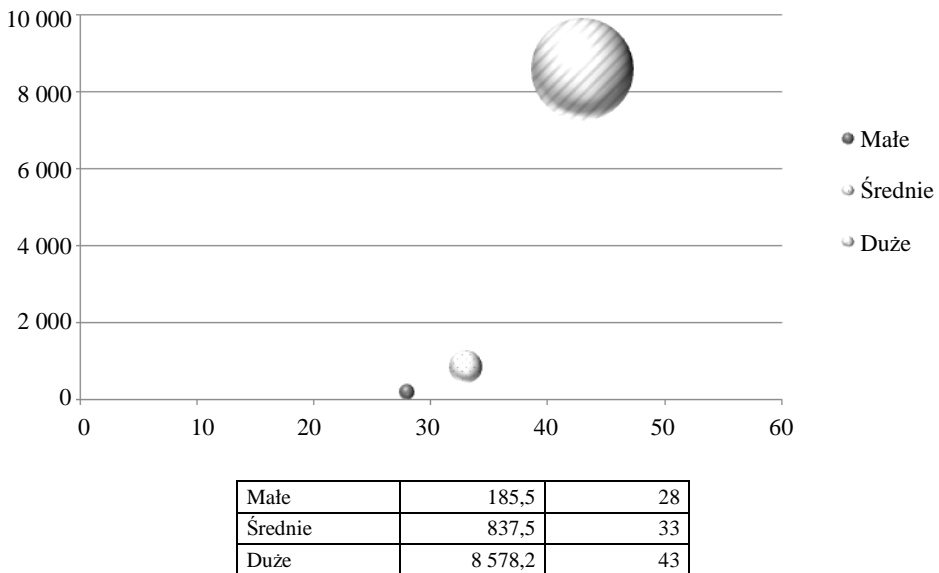
Źródło: opracowanie własne na podstawie Biuletynu Statystycznego Catalyst.

W ramach drugiego kryterium dokonano podziału przedsiębiorstw pod kątem ich wielkości, wyróżniając trzy grupy – przedsiębiorstwa duże, małe i średnie<sup>19</sup>. Źródło danych stanowiły sprawozdania finansowe przedsiębiorstw za rok

<sup>19</sup> Zgodnie z definicją zawartą w Art. 2 Załącznika I do *Rozporządzenia 364/2004 Komisji Wspólnot Europejskich* za małe uważa się przedsiębiorstwo zatrudniające mniej niż 50 pracowników i którego roczny obrót i/lub całkowity bilans roczny nie przekracza 10 milionów EUR, za średnie uważa się przedsiębiorstwo, które zatrudnia mniej niż 250 pracowników i którego roczny obrót nie przekracza 50 milionów EUR a/lub całkowity bilans roczny nie przekracza 43 milionów EUR.

obrotowy 2011, publicznie dostępne w formie raportów kwartalnych lub rocznych. Wyniki badania dla tego kryterium zaprezentowano na rys. 2.

Rynek Catalyst jest miejscem dla wszystkich emitentów niezależnie od ich wielkości. Pomimo, że 43 podmioty to przedsiębiorstwa duże, to jednak ponad 60% emitentów to reprezentanci sektora małych i średnich przedsiębiorstw. Oczywiście skala emisji jest diametralnie różna dla tych grup. Najmniejszą emisję odnotowano w przypadku przedsiębiorstwa AEROGELS (250 tys. PLN), największą w przypadku PGNiG (2 500 000 tys. PLN). Średnia wartość emisji dla poszczególnych grup to odpowiednio – w przypadku małych przedsiębiorstw 6 625 tys. PLN, w przypadku średnich przedsiębiorstw 25 379 tys. PLN, a w przypadku dużych przedsiębiorstw 199 493 tys. PLN.



Rys. 2. Struktura emisji obligacji korporacyjnych na Catalyst według wielkości przedsiębiorstw na dzień 31.12.2012 r. (w mln PLN)

Źródło: opracowanie własne na podstawie Biuletynu Statystycznego Catalyst i sprawozdań finansowych emitentów za rok obrotowy 2011 publicznie udostępnionych w formie raportów kwartalnych lub rocznych.

Według agencji ratingowej Fitch potencjał długoterminowego wzrostu rynku obligacji pozostaje wysoki. Wpływa na to nie tylko poziom wzrostu gospodarczego ale także ciągle relatywnie niewielka skala rynku obligacji i niska ekspozycja krajowych firm na tym rynku<sup>20</sup>. Również zdaniem firmy doradczej

<sup>20</sup> *Poland Corporate Bond Market Growth to Continue*, FitchRatings, Warsaw 2012, s. 6.

Grant Thornton rynek obligacji w Polsce ma ogromny potencjał rozwoju. W przeciwieństwie do bardziej rozwiniętych rynków Europy Zachodniej, zarówno udział obrotu obligacjami w stosunku do obrotu akcjami, jak i same wielkości emisji są dużo mniejsze. Porównując wielkość emisji papierów dłużnych przedsiębiorstw i instytucji finansowych w relacji do PKB okazuje się, że wskaźnik dla Polski wynosi zaledwie 6%. Jest to zdecydowanie mniej niż w takich krajach jak chociażby Irlandia, Stany Zjednoczone, Wielka Brytania, czy Niemcy, gdzie stosunek ten wynosi odpowiednio 310%, 150%, 140% i 100%. Wskazuje to na duży potencjał rynku instrumentów dłużnych w Polsce<sup>21</sup>.

## 5. BARIERY ROZWOJU RYNKU OBLIGACJI KORPORACYJNYCH W POLSCE

Uregulowania prawne, powstanie platformy Catalyst, aktualna sytuacja makroekonomiczna, ograniczenia w dostępie do kredytów dla przedsiębiorstw to czynniki, które z pewnością mają kluczowy wpływ dla rozwoju rynku obligacji korporacyjnych w Polsce. Należy mieć jednak świadomość, że tempo tego rozwoju będzie integralnie związane z istnieniem czynników, które mogą ten rozwój istotnie ograniczać.

Podstawowym czynnikiem rozwoju rynku obligacji jest zapewnienie inwestorom odpowiedniej dywersyfikacji i płynności portfela obligacji. Obecnie na rynku Catalyst dominują emitenci, reprezentujący kilka branż: (banki, deweloperzy, firmy windykacyjne), co utrudnia zbudowanie portfela obligacji dobrze zróżnicowanego sektorowo. Dodatkowo mamy do czynienia z dużym zróżnicowaniem wielkości emisji, z jednej strony emisje trzech podmiotów (PGNiG, PKN ORLEN i ENERGA) tworzą ponad 45% całego rynku obligacji korporacyjnych przedsiębiorstw, z drugiej strony aż 75% emisji na rynku Catalyst miało wartość na poziomie poniżej 30 mln PLN<sup>22</sup>. Zdaniem agencji ratingowej Fitch niska płynność rynku mogłaby ulec poprawie, jeżeli banki jako główne podmioty pełniące funkcję organizatora emisji obligacji miałyby prawo do obrotu nimi bezpośrednio na Catalyst – w tym momencie Ministerstwo Finansów zezwala tylko domom maklerskim na bezpośredni handel na platformie<sup>23</sup>.

Tempo rozwoju rynku będzie z pewnością związane z sytuacją finansową przedsiębiorstw w Polsce, która istotnie wpływa na brak możliwości obsługi zadłużenia przez niektórych emitentów. Zaobserwowane w 2012 r. zjawisko ogłoszenia upadłości kilku istotnych emitentów wpłynie z pewnością na bardziej ostrożne podejście inwestorów do angażowania środków w obligacje korpora-

<sup>21</sup> *Raport Catalyst – podsumowanie rozwoju*, Grant Thornton, Warszawa 2012, s. 9.

<sup>22</sup> *Ibidem*, s. 14.

<sup>23</sup> *Poland, Corporate Bond Market Growth to Continue...*, *op. cit.*, s. 6.



cyjne spółek, przejawiające się między innymi bardziej rygorystycznym podejściem do jakości zabezpieczenia spłaty długu przez emitenta.

Niewątpliwie dużym ograniczeniem dla rozwoju rynku obligacji, szczególnie ze strony inwestorów, jest brak wymogu posiadania formalnie nadanego ratingu przez agencję ratingową. Obecnie cały ciężar oceny kondycji finansowej emitenta spoczywa na obligatariuszach a pojawiające się coraz częściej problemy z terminową obsługą zadłużenia powodować będą zwiększone wymogi odnośnie oceny „jakości emitentów”. Z pewnością obowiązek posiadania formalnego ratingu przez emitentów obligacji wpłynąłby pozytywnie na zmniejszenie ryzyka inwestycji i większe zainteresowanie rynkiem obligacji przez potencjalnych inwestorów, w szczególności indywidualnych, należy mieć jednak świadomość, że poziom kosztów związanych z ratingiem i organizacja tego procesu po stronie emitenta stanowiłyby dość istotną barierę w rozwoju rynku obligacji korporacyjnych w Polsce. Na pewno wpłynęłyby na możliwość finansowania rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw, gdzie przy relatywnie niskiej skali emisji koszty ratingu przygotowanego przez profesjonalną instytucję stanowią mogą bardzo istotną część wszystkich kosztów związanych z emisją.

Analizując strukturę emitentów w ramach rynku Catalyst stwierdzić można, że emisja obligacji korporacyjnych jest wciąż mało popularnym źródłem finansowania małych i średnich przedsiębiorstw. Warto przypomnieć, że przewidziane ograniczenia kredytowe ze strony banków w największym stopniu dotyczą tej grupy przedsiębiorstw. W tym przypadku poza ograniczeniami dotyczącej kondycji finansowej czy jakości zabezpieczeń można z pewnością wskazać takie bariery jak: brak świadomości przedsiębiorców o istnieniu tego typu instrumentów, brak wiedzy w temacie technicznych aspektów funkcjonowania obligacji, obawa przed skomplikowanymi procedurami związanymi z emisją, obawa przed kosztami związanymi z przygotowaniem emisji (doradcy, podmioty pośredniczące), potencjalna konieczność upublicznienia działalności przedsiębiorstwa, wyższe koszty związane z funkcjonowaniem służb finansowo księgowych, audytem sprawozdań finansowych oraz publikacją raportów bieżących i okresowych.

## 6. PODSUMOWANIE

Obligacje korporacyjne stanowią alternatywę dla innych form pozyskania kapitału przez przedsiębiorstwa, jako forma finansowania dłużnego głównie dla kredytu bankowego, chociaż emisja obligacji może z powodzeniem zastąpić emisję akcji. Obligacje korporacyjne są ciągle mało popularną formą finansowania przedsiębiorstw. Ich znaczenie jednak rośnie, a na rozwój rynku mają wpływ zarówno sytuacja makroekonomiczna, jak i uwarunkowania instytucjonalne,

w szczególności powstanie platformy Catalyst. Dużą szansą dla rozwoju rynku obligacji korporacyjnych jest przewidywany ograniczony dostęp do kredytów bankowych. Pomimo dużego potencjału tempo rozwoju rynku będzie uzależnione od kondycji finansowej emitentów oraz od możliwości zapewnienia inwestorom odpowiedniej dywersyfikacji i płynności portfela obligacji.

### BIBLIOGRAFIA

- Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, PWN, Warszawa 2010.
- Grudziński M., *Kiedy emitować obligacje zamienne*, CEO, czerwiec 2008.
- Jajuga K., *Obligacje i akcje*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2009.
- Podsumowanie IV kwartału 2012 i roku 2012 na rynku nie skarbowych instrumentów dłużnych w Polsce*, FitchRatings, Warszawa 2013.
- Poland Corporate Bond Market Growth to Continue*, FitchRatings, Warsaw 2012.
- Raport Catalyst – podsumowanie rozwoju*, Grant Thornton, Warszawa 2012.
- Raport o stanie rynku*, CERA, Warszawa 2000.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2011 roku*, NBP, Warszawa 2012.
- Sytuacja na rynku kredytowym, wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, I kwartał 2013*, NBP, Warszawa, styczeń 2013.
- Thiel S., *Rynek kapitałowy i terminowy*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2010.
- Ustawa z dnia 17 listopada 1964 r. Kodeks postępowania cywilnego*, DzU z dnia 1 grudnia 1964 r.
- Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach*, DzU 2001, nr 120, poz. 1300 ze zm.

Rafał Wilczyński

### DEVELOPMENT OF CORPORATE BOND MARKET IN POLAND

The aim of this paper is to present the current situation in the corporate bond market in Poland, as well as the identification of determinants and directions of its development in the light of both the current macroeconomic situation and the availability of other form of corporate financing.

The potential for the development of the corporate bond market in Poland is very high. Corporate bonds are a very good alternative to bank credit. In some cases, issuance of corporate bonds can be used instead of the issue of shares. Despite its characteristics corporate bonds are still not very popular form of financing companies in Poland.

Actually we can observe steady and systematically growth of the corporate bond market, supported by development of Catalyst platform and by situation on the bank credit market.

According to many experts the corporate market growth is going to be continued in the future. The growth rate will be affected by such determinants as financial standing of issuers and ability to provide to investors adequate level of diversification and liquidity of the bond portfolio.

**Key words:** corporate bonds, market development, investors, issuers, rating.



## WYCOFANIE SPÓŁKI Z RYNKU KAPITAŁOWEGO JAKO OPCJA STRATEGII WYJŚCIA

### 1. WSTĘP

Nieustanne dążenie do wzrostu i rozwoju przedsiębiorstw skłania do równoczesnej racjonalizacji mechanizmów rynkowych przez rządy krajowe i instytucje mające na nie wpływ. Cechą dobrze rozwiniętych gospodarek jest właściwa infrastruktura rynkowa i odpowiedni poziom wolności gospodarczej, sprzyjający nie tylko powstawaniu nowych podmiotów, ale również ich przekształceniom i poszukiwaniom najefektywniejszych dróg podnoszenia wartości.

Jedną z najwyższych form wspierania rynku i przedsiębiorstw, świadczącej o znacznej stabilizacji, jest rozwinięty rynek kapitałowy. Liczba przedsiębiorstw zainteresowanych pozyskaniem i pomnażaniem wartości kapitału, a w szczególności liczba inwestorów i dokonywanych transakcji, obok wskaźników długoterminowego wzrostu, są ważnym wyznacznikiem kondycji gospodarki. Warszawska Giełda Papierów Wartościowych – największa w rejonie Europy Środkowo-Wschodniej, z pewnością może być symbolem pozytywnych transformacji i przekształceń ostatnich dwóch dekad.

W skali mikro, dla przedsiębiorców, możliwość upublicznienia akcji związana jest z szansą/okazją pozyskania kapitału na rozwój. Dla dotychczasowych właścicieli jest z kolei metodą na wycofanie zaangażowania kapitałowego i realizację zysków. Bez względu na pierwotne intencje, uzyskanie statusu spółki publicznej i wprowadzenie akcji do obrotu giełdowego znacznie podnosi prestiż i poprawia wizerunek spółki.

Wejście na giełdę wiąże się jednak z szeregiem obowiązków i rygorów, którym nie podlegają inne podmioty. Początkowe zalety związane z możliwością

---

\* Doktor, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu.

pozyskania kapitału w dłuższym czasie, czy w określonych sytuacjach mogą zamienić się w trudności i ograniczenia rozwoju.

Autor artykułu zajmuje się analizą strategii wyjścia z punktu widzenia właścicieli. Upublicznienie akcji jest jedną z metod uwolnienia zaangażowanych środków. W toku badań zwrócono jednak uwagę na nietypową sytuację, w której „wyjście” może dotyczyć intencji potencjalnych lub obecnych inwestorów i obejmować chęć wycofania akcji spółki notowanej na giełdzie z obrotu.

W tej sytuacji strategia wyjścia może dotyczyć mniejszościowych czy indywidualnych akcjonariuszy, którzy mają szansę na spieniężenie swoich aktywów – rozwiązania prawne chronią w tej sytuacji ich interesy przed wpływem akcjonariuszy sprawujących kontrolę nad spółką. Patrząc z innej perspektywy, strategia wyjścia obejmuje samo wycofanie akcji z obrotu i zniesienie szeregu obowiązków i obostrzeń związanych z funkcjonowaniem spółki. W niektórych przypadkach opuszczenie rynku regulowanego związane będzie z typowymi opcjami strategii wyjścia, takimi jak przejęcia i fuzje, czy też opcjami defensywnymi, takimi jak likwidacja, a w skrajnych przypadkach upadłość (przy czym zakończenie notowań giełdowych będzie raczej konsekwencją, a nie przyczyną).

Niniejszy artykuł ma charakter przyczynkowy i jego głównym celem jest prezentacja wycofania przedsiębiorstwa z rynku kapitałowego przez pryzmat realizacji strategii wyjścia<sup>1</sup>. Intencją autora jest zainteresowanie innych badaczy problematyką i zachęcenie praktyków do uwzględniania różnych opcji strategii wyjścia w analizach i scenariuszach służących podejmowaniu kluczowych decyzji dla przedsiębiorstw.

Główne badania autora zmierzające do poznania metod realizacji strategii wyjścia, prowadzone są metodą wywiadów ustrukturyzowanych w podmiotach zajmujących się doradztwem gospodarczym i prawnym – ich wyniki są pierwotną przyczyną zainteresowania tematem. W niniejszym artykule wykorzystane zostały wtórne dane statystyczne, a także analiza przepisów prawnych i publikacji (w tym fachowych publikacji branżowych).

## 2. PRZYCZYNY WYCOFANIA SIĘ SPÓŁEK Z GIEŁDY

Wycofanie się spółek z giełdy jest znanym zachowaniem na rynku, wymaga jednak krótkiego uporządkowania terminologicznego. Reguły wyznaczone prawnie (dalej nie rozpatrywane) mówią o zaprzestaniu notowania akcji na giełdzie oraz zniesieniu dematerializacji akcji, z tej grupy wyłączyć jednak należy czasowe zawieszania notowania (powszechne szczególnie na rynku NewCon-

---

<sup>1</sup> Dla uproszczenia terminologicznego, w artykule wycofanie akcji z obrotu będzie uznawane za wycofanie z giełdy, mimo iż teoretycznie akcje mogą nadal pozostawać zdematerializowane.

nect). Z punktu widzenia celu należy zauważyć, że wycofanie z giełdy oznacza zniesienie wielu obowiązków związanych z uczestnictwem na rynku publicznym i ustabilizowanie formy własności. Określenie w języku angielskim: *going private*, sugeruje uwzględnienie wycofania z giełdy jako formy prywatyzacji – zgodnie z jedną z jej definicji mówiącej o zmianie formy własności ze społecznej (masowej) na prywatną, nie należy jednak traktować tej problematyki jako zbieżnej<sup>2</sup>.

Zgodnie z teorią zarządzania finansami przedsiębiorstw wskazuje się, że przedsiębiorstwa publiczne zamieniają się w prywatne, jeśli nie ma pozytywnej relacji między korzyściami a kosztami pozostawania na giełdzie. Do typowych przyczyn należą tu zyski z dźwigni finansowej, korzyści podatkowe czy chęć zmian w ładzie korporacyjnym<sup>3</sup>.

Wprowadzanie przedsiębiorstwa na giełdę związane jest z wieloma pozytywnymi motywami i szansami dla przedsiębiorstwa. Jednocześnie w trakcie tego procesu przedsiębiorcy rozważają szereg obaw i ryzyk. Obok znacznego wysiłku organizacyjnego (i finansowego) związanego z wprowadzeniem akcji do obrotu<sup>4</sup>, w toku dalszego funkcjonowania spółki publiczne muszą się liczyć z:

- koniecznością ujawniania wielu informacji i zdarzeń istotnych z punktu widzenia inwestorów (określonych w regulacjach dotyczących obowiązków informacyjnych),

- obowiązkiem sporządzania wielu sprawozdań, w tym znacznie bardziej szczegółowych sprawozdań finansowych,

- ryzykiem dodatkowych kontroli, głównie ze strony Komisji Nadzoru Finansowego,

- kosztami związanymi z funkcjonowaniem na rynku publicznym (opłaty stałe, koszty dodatkowych obowiązków, utrzymywanie relacji inwestorskich, czy inne, np. zwiększone koszty organizacji Zgromadzeń Akcjonariuszy),

- koniecznością uwzględniania interesów szerszej grupy interesariuszy,

- wpływem kursu akcji na postrzeganie przedsiębiorstwa przez kontrahentów, w tym instytucje finansowe.

Wymienione obowiązki, szczególnie dla przedsiębiorstw nie mogących liczyć na dalszy dynamiczny wzrost czy pozyskanie kapitału (związanego z zasadnymi inwestycjami), mogą stanowić bariery i ograniczenia rozwoju, ewentualnie ich wypełnianie może być nieuzasadnioną trudnością.

Do przyczyn rezygnacji przedsiębiorstwa z obrotu giełdowego, będących częściej jednym z pozytywnych skutków tego wycofania, zaliczyć również

---

<sup>2</sup> A. Dowżycki, H. Sobolewski, W. Tłuchowski, *Restrukturyzacja, prywatyzacja i wycena przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2003, s. 89.

<sup>3</sup> J. Brau, J. Carpenter, M. Rodriguez, C. Sirmans, *REIT Going Private Decisions*, „Journal of Real Estate Finance & Economics”, January 2013, Vol. 46, Issue 1, s. 24.

<sup>4</sup> U. Banaszczak-Soroła, *Instytucje i uczestnicy rynku kapitałowego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 27.

można chęć redukcji kosztów wynikających z rozdzielenia własności kapitału od zarządzania, tzw. kosztów agencji<sup>5</sup>. Nie są to koszty transakcyjne związane bezpośrednio z obrotem giełdowym czy wymogami prawnymi, charakteryzują raczej kwestię zarządzania i nadzoru korporacyjnego, która może być inaczej, w domyśle taniej lub skuteczniej, zapewniona przy stałej strukturze właścicielskiej.

Pierwotne przyczyny wycofania z giełdy uwarunkowane są jednak częściej zdarzeniami zewnętrznymi, jedynie pośrednio związanymi z wyżej wspomnianymi obowiązkami. Często przyczyną jest pozyskanie inwestora zewnętrznego lub partnera strategicznego. Wyróżnić w tym zakresie należy dwa scenariusze:

- istnienie potencjalnego inwestora, który dzięki szczególnym zasobom (kapitałowym, relacyjnym, organizacyjnym) o charakterze strategicznym może znacząco wpłynąć na wzrost, rentowność czy efektywność działania danego przedsiębiorstwa – zainteresowany jest jednak pozostaniem jedynym beneficjentem przyszłych (spowodowanych przez siebie) zmian,
- przejęcie lub fuzja, w wyniku której inne przedsiębiorstwo notowane na giełdzie, przejmuje daną Spółkę, emitując (lub przeznaczając) dla jej dotychczasowych akcjonariuszy swoje akcje<sup>6</sup>.

Wycofanie z giełdy może być w tych przypadkach warunkiem koniecznym i etapem wzrostu – uzyskanie efekty synergii czy efektu restrukturyzacji będzie wpływało pozytywnie jedynie na inicjatorów zmian i pozostałych akcjonariuszy, oni staną się beneficjentami wzrostu wartości przedsiębiorstwa<sup>7</sup>.

Jednocześnie wycofanie akcji danego podmiotu z rynku może nastąpić bez woli samego przedsiębiorstwa lub jego właścicieli – w szczególności w przypadku naruszenia prawa, zaprzestania wypełniania określonych wymogów lub niewypłacalności. Wszelkie te sytuacje reguluje § 31 Regulaminu Giełdy, zgodnie z którym Zarząd Giełdy (obligatoryjnie) wyklucza instrumenty finansowe z obrotu giełdowego:

- jeżeli ich zbywalność stała się ograniczona,
- na żądanie KNF zgłoszone zgodnie z przepisami Ustawy,
- w przypadku zniesienia ich dematerializacji,
- w przypadku wykluczenia ich z obrotu na rynku regulowanym przez właściwy organ nadzoru.

---

<sup>5</sup> A. Pieloch, *Determinanty restrukturyzacji przedsiębiorstw w wyniku przeprowadzania operacji Buy-Back*, [w:] R. Borowiecki, A. Jaki (red.), *Zarządzanie procesami restrukturyzacji. Koncepcje – strategie – analiza*, Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2012, s. 634.

<sup>6</sup> Strona internetowa Domu Maklerskiego ING:  
[http://www.ingsecurities.pl/e-learning\\_wycofanie.xml](http://www.ingsecurities.pl/e-learning_wycofanie.xml) [dostęp: 14.03.2013].

<sup>7</sup> Por. T. Rojek, *Rola aliansów strategicznych w tworzeniu wartości przedsiębiorstwa*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Czas na pieniądź. Zarządzanie finansami. Inwestycje, wycena przedsiębiorstw, zarządzanie wartością*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2012, s. 485.

Ponadto Zarząd Giełdy może (zależy to od jego decyzji, nie jest zatem obligatoryjne) wykluczyć instrumenty finansowe z obrotu giełdowego:

- jeżeli przestały spełniać inne, niż określony w ust. 1 pkt 1 warunek dopuszczenia do obrotu giełdowego na danym rynku,
- jeżeli emitent uporczywie narusza przepisy obowiązujące na giełdzie,
- na wniosek emitenta,
- wskutek ogłoszenia upadłości emitenta albo w przypadku oddalenia przez sąd wniosku o ogłoszenie upadłości z powodu braku środków w majątku emitenta na zaspokojenie kosztów postępowania,
- jeżeli uzna, że wymaga tego interes i bezpieczeństwo uczestników obrotu,
- wskutek podjęcia decyzji o połączeniu emitenta z innym podmiotem, jego podziale lub przekształceniu,
- jeżeli w ciągu ostatnich 3 miesięcy nie dokonano żadnych transakcji giełdowych na danym instrumencie finansowym,
- wskutek podjęcia przez emitenta działalności, zakazanej przez obowiązujące przepisy prawa,
- wskutek otwarcia likwidacji emitenta<sup>8</sup>.

Katalog przyczyn wycofania przedsiębiorstwa z obrotu giełdowego rozszerza również *Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*. Wskazuje ona na:

- możliwość przymusowego wykupu akcji. Akcjonariuszowi spółki publicznej, który osiągnął lub przekroczył 90 % ogólnej liczby głosów w tej spółce, przysługuje, w terminie trzech miesięcy od osiągnięcia lub przekroczenia tego progu, prawo żądania od pozostałych akcjonariuszy sprzedaży wszystkich posiadanych przez nich akcji (z uwzględnieniem warunków cenowych uwzględniających interesy pozostałych akcjonariuszy);
- konieczność wykupu akcji. Żądanie takie mogą zgłosić pozostali akcjonariusze, jeśli jeden z podmiotów posiada 90% lub więcej akcji. Do podobnych skutków prowadzić może przekroczenie 66 % ogólnej liczby głosów w spółce publicznej, kiedy nabywca może osiągnąć ten efekt wyłącznie w wyniku ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji tej spółki<sup>9</sup>.

Podsumowując, przyczyny wycofania z giełdy można podzielić na cztery główne kategorie chroniące wartości dla określonych grup interesariuszy (uwzględnione w zależności od intencji ustawodawcy):

---

<sup>8</sup> *Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*, stan prawny na 20 czerwca 2012 r.

<sup>9</sup> Art. 74, 82, 83 *Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*.

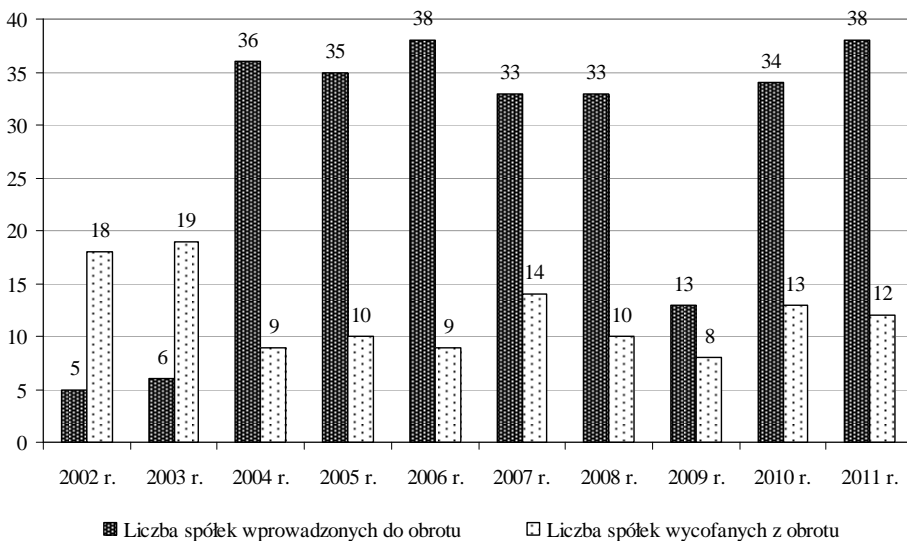


- służące ochronie interesów inwestorów obecnych i potencjalnych, w tym służące ochronie interesów giełdy,
- służące ochronie i ułatwianie funkcjonowanie większościowych akcjonariuszy (z pakietem ponad 90% akcji),
- służące ochronie inwestorów mniejszościowych,
- służące przedsiębiorstwu i jego potencjalnym inwestorom lub partnerom strategicznym.

### 3. SPOSOBY I SKALA „PRYWATYZACJI” SPÓŁEK PUBLICZNYCH

Analiza przyczyn wycofania Spółki z obrotu giełdowego determinuje formę jego przeprowadzenia – jest ona również usankcjonowana przez wspomnianą ustawę o ofercie. Wyróżnić należy trzy podstawowe scenariusze: wykluczenie z obrotu na wniosek spółki, sanacyjne wykluczenie z obrotu, oraz wykluczenie związane z upadłością.

Pierwszy z nich wymaga ogłoszenia wspomnianego już wezwania oraz uzyskania zezwolenia udzielanego przez KNF. W drugim przypadku to właśnie KNF może wydać decyzję o wykluczeniu na czas określony lub bezterminowo. Trzeci przypadek związany jest natomiast z sytuacją materialną spółki<sup>10</sup>.



Rys. 1. Spółki wprowadzane i wycofane z GPW w Warszawie w latach 2002–2011  
 Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z raportów statystycznych GPW.

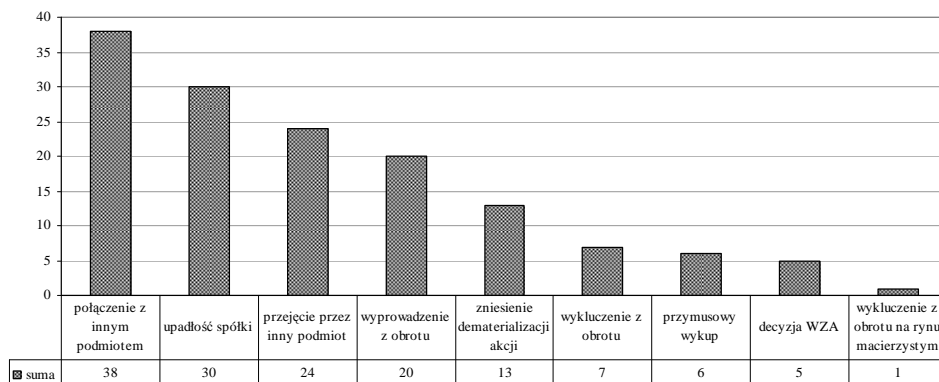
<sup>10</sup> Art. 91 i 96 *Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r...*, *op. cit.*

Doniesienia mediów, również tych branżowych zdecydowanie częściej przedstawiają informację o spółkach wprowadzanych na giełdę czy tych, które dokonują kolejnych emisji, niż podmiotów które decydują się (lub zmuszone są) do jej opuszczenia. Jednocześnie takie przyczyny jak upadłość podmiotu, planowane przejście czy połączenie znacznie zmieniają obraz spółki dla inwestorów.

W zestawieniu (zob. rys. 1) przedstawiono dane na temat ilości spółek wycofanych z obrotu giełdowego w porównaniu do ilości spółek na nią wprowadzanych. Okazuje się, że w latach 2002–2003 wystąpiła zaskakująca relacja: więcej spółek przestało być notowanych na giełdzie – choć ogólna tendencja wskazuje, iż na około trzy nowe podmioty, jeden opuszcza rynek.

Wskaźników takich nie należy jednak oceniać negatywnie – naturą wolnego rynku jest poszukiwanie nowych możliwości podnoszenia efektywności. Pozyaskanie nowego inwestora może być drogą do wzrostu, z drugiej jednak strony, warunki konkurencyjne powodują, że podmioty nieskuteczne nie mają szans na zbudowanie wartości dodanej – one opuszczają giełdę ze względu na likwidację, upadłość czy z powodu decyzji właścicieli.

Analiza skali wycofania przedsiębiorstw z obrotu giełdowego powinna zostać uzupełniona o wskazanie przyczyn tego wycofania. Na poniższym rysunku (zob. rys. 2) przedstawiono takie zestawienie. Wynika z niego, że przyczyn pozytywnych i dobrowolnych, wskazujących na możliwość dalszego rozwoju przedsiębiorstwa, będących świadomą decyzją właścicieli czy inwestorów, jest zdecydowanie więcej.



Rys. 2. Przyczyny wycofania spółek z GPW w Warszawie w latach 1997–2011

Źródło: jak do rys. 1.

Najwięcej spółek wycofano w giełdy ze względu na połączenie z innym podmiotem, sporo związanych było z przejęciami przez inny podmiot, mniej

z przymusowym wykupem i decyzją Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy. Wycofanie z przyczyn negatywnych, w największym stopniu było związane z upadłością Spółki, stosunkowo niewiele z wykluczeniem z obrotu.

W przyszłości uzupełnieniem takiej analizy mogłyby być badania dotyczące przyczyn pierwotnych, które wskazałyby np. na charakter przejęć lub połączeń – czy były wymuszone czy dobrowolne, miały charakter wrogi czy partnerski. Na pewno niezwykle wartościową byłaby weryfikacja losów ekonomicznych wycofanych podmiotów (wycofanych z innych powodów niż upadłość czy likwidacja) – jakie osiągnęły wyniki finansowe, czy udało im się skorzystać z efektów synergii przy połączeniach lub pozytywnie sfinalizować współpracę ze strategicznymi partnerami.

#### 4. WYBRANE ASPEKTY WYCOFANIA SIĘ Z GIEŁDY

Intencją autora jest rozpowszechnianie świadomości dotyczącej realizacji strategii wyjścia i uwzględniania jej w decyzjach strategicznych. Jednocześnie warto zwrócić uwagę na pewne niebezpieczeństwo i pokusę nadużywania możliwości wpływu na spółkę w okresie przed planowanym wycofaniem z giełdy.

Przykładowe badania przeprowadzono na giełdzie w Hong Kongu, weryfikując transakcje wycofania z giełdy w latach 1989–2008. Zauważono, że szczególnie spółki z dużym poziomem transakcji z podmiotami powiązаныmi i słabą strukturą korporacyjną, przed okresem wycofania z giełdy dokonywały działań negatywnie wpływających na ich wartość. Transakcje prowokowane przez większościowych akcjonariuszy, pozwalały im w konsekwencji na przejęcie podmiotów po atrakcyjnych (zaniżonych) cenach<sup>11</sup>.

Wskazane wyżej sytuacje należy jednak przeciwstawić naturalnej sytuacji kryzysu, w której na rynku dokonywane są „przeceny”, a wiele niedowartościowanych spółek może być atrakcyjnych z punktu widzenia inwestorów zainteresowanych przejęciami<sup>12</sup>.

Okres recesji, a także rozwój teorii dotyczącej zarządzania wartością i zarządzania finansami, prowokują do nadawania szczególnego znaczenia kwestii ryzyka. Ma ona również fundamentalne znaczenie do określania głównych decyzji strategicznych przedsiębiorstwa, takich jak wyjście z giełdy. Model uwzględniający poziom ryzyka i opcje wyjścia, takie jak upadłość, przejęcie lub fuzję oraz wycofanie z giełdy był wymieniany przez badaczy giełd azjatyckich.

<sup>11</sup> J. Du, Q. He, S. W. Yuen, *Tunneling and the decision to go private: Evidence from Hong Kong*, „Pacific-Basin Finance Journal”, April 2013, Vol. 22, s. 50.

<sup>12</sup> M. Łukowski, *Przekuwanie kryzysu w zyski*, [w:] A. Matysiak-Jedrych (red.), *Instytucje i rynki wobec kryzysu finansowego – źródła i konsekwencje kryzysu*, Wydawnictwo Ceduwu, Warszawa 2011, s. 185.

Wskazali, że główną przyczyną prowadzącą do zaprzestania notowania akcji na rynku jest niedowartościowanie ich wyceny<sup>13</sup>.

Badania prowadzone na rynku w Wielkiej Brytanii wskazują natomiast na powiązanie decyzji o wycofaniu z giełdy z planami ograniczenia inwestycji, czego skutkiem jest m. in. wzrost rentowności, choć w wynikach uwzględniono również znaczny wpływ wskaźników giełdowych (charakterystycznych dla różnych okresów kondycji gospodarki i samej giełdy) na decyzje o „prywatyzacji” i jej skutkach<sup>14</sup>.

## 5. ZAKOŃCZENIE

Pozyskanie kapitału w formie emisji akcji na rynku giełdowym daje nie tylko możliwość rozwoju przedsiębiorstwa i osiągnięcia większej skali działania, ale także stanowi o prestiżu danej spółki. Jednocześnie strategia organizacji w długim okresie nie zawsze uwzględnia pozostawanie jej na rynku regulowanym. Wysokie koszty funkcjonowania spółek giełdowych, koszty agencji, zakres regulacji, dodatkowe obowiązki, a także konieczność ujawniania znacznie szerszego zakresu informacji, nie zawsze sprzyjają interesom przedsiębiorstwa czy znaczących inwestorów (również przyszłych). Optymalną drogą do osiągnięcia wzrostu mogą być również fuzje czy przejęcia, a czasem, gdy przedsiębiorstwa dotyka recesja, dochodzi do sytuacji, gdy nie spełnia ono brzegowych warunków funkcjonowania na rynku.

W takich sytuacjach realizowana będzie specyficzna strategia wyjścia polegająca na wycofaniu spółki z obrotu giełdowego. Wskazana w artykule skala takich zdarzeń na rynku, ilość dostępnych sposobów tej formy „prywatyzacji”, wskazują na konieczność dalszego zgłębiania tematyki.

Doświadczenia i wnioski badaczy innych rynków giełdowych unaczyniają także wiele specyficznych problemów czy zachowań inwestorów i przedsiębiorców. Z jednej strony chęć ograniczania kosztów wyjścia z giełdy, w tym ceny przejęcia, może rodzić nadużycia i być zagrożeniem dla poziomu zaufania do samego rynku. Z drugiej strony wyjście z giełdy może być naturalną drogą rozwoju lub sposobem ochrony wartości przedsiębiorstwa.

Intencją autora jest zainteresowanie innych badaczy podjęciem tematu i szerszych analiz, artykuł ten stanowi również zapowiedź i wstęp do dalszych analiz problemu – głównie w zakresie oceny efektywności wycofania z giełdy i jej determinant.

<sup>13</sup> Q. He, T. Chong, L. Li, J. Zhang, *A Competing Risks Analysis of Corporate Survival*, „Financial Management (Blackwell Publishing Limited)”, Winter 2010, Vol. 39, Issue 4, s. 1715.

<sup>14</sup> H. Aslan, P. Kumar, *Lemons or Cherries? Growth Opportunities and Market Temptations in Going Public and Private*, „Journal of Financial & Quantitative Analysis”, April 2011, Vol. 46, Issue 2, s. 489 i 523.

## BIBLIOGRAFIA

- Aslan H., Kumar P., *Lemons or Cherries? Growth Opportunities and Market Temptations in Going Public and Private*, „Journal of Financial & Quantitative Analysis”, April 2011, Vol. 46, Issue 2.
- Banaszczyk-Soroka U., *Instytucje i uczestnicy rynku kapitałowego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Brau J., Carpenter J., Rodriguez M., Sirmans C., *REIT Going Private Decisions*, „Journal of Real Estate Finance & Economics”, January 2013, Vol. 46, Issue 1.
- Dowżycki A., Sobolewski H., Tłuchowski W., *Restrukturyzacja, prywatyzacja i wycena przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2003.
- Du J., He Q., Yuen S. W., *Tunneling and the decision to go private: Evidence from Hong Kong*, „Pacific-Basin Finance Journal”, April 2013, Vol. 22.
- He Q., Chong T., Li L., Zhang J., *A Competing Risks Analysis of Corporate Survival*, „Financial Management (Blackwell Publishing Limited)”, Winter 2010, Vol. 39, Issue 4.
- Łukowski M., *Przekuwanie kryzysu w zyski*, [w:] A. Matysiak-Jedrych (red.), *Instytucje i rynki wobec kryzysu finansowego – źródła i konsekwencje kryzysu*, Wydawnictwo Cedewu, Warszawa 2011.
- Pieloch A., *Determinanty restrukturyzacji przedsiębiorstw w wyniku przeprowadzania operacji Buy-Back*, [w:] R. Borowiecki, A. Jaki (red.), *Zarządzanie procesami restrukturyzacji. Koncepcje – strategie – analiza*, Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2012.
- Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*, stan prawny na 20 czerwca 2012 r.
- Rojek T., *Rola aliansów strategicznych w tworzeniu wartości przedsiębiorstwa*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Czas na pieniądź. Zarządzanie finansami. Inwestycje, wycena przedsiębiorstw, zarządzanie wartością*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2012.
- Strona internetowa Domu Maklerskiego ING: [http://www.skarbiec.biz/inwestycje/10\\_04\\_12\\_.htm](http://www.skarbiec.biz/inwestycje/10_04_12_.htm) [dostęp: 14.03.2013].
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.*

Grzegorz Wojtkowiak

## LEAVING OF THE STOCK EXCHANGE MARKET AS AN OPTION OF THE EXIT STRATEGY

The article is aimed to present and contribute to the subject of withdrawal of the company from the capital market as a way of realization of the exit strategy. The reasons and methods of such withdrawal from the stock exchange have been indicated as well as the scale of such phenomenon on the Warsaw Stock Exchange. Author attempts to bring up the topics related to the possible evaluation of effectiveness and threats of such form of „privatization”.

**Key words:** capital market, exit strategy, withdrawal of the company from the capital market.

## TRENDY TRANSAKCJI IPO I ICH WPŁYW NA POZIOM DEZINWESTYCJI FUNDUSZY *VENTURE CAPITAL*

### 1. WSTĘP

Załamaniem rynków finansowych i niskie wyceny spółek na rynkach giełdowych spowodowały spadek liczby transakcji pierwotnych ofert publicznych (IPO) zarówno w USA jak i rynkach europejskich. Jednym z głównych beneficjentów rozwoju transakcji IPO na giełdach papierów wartościowych są fundusze *venture capital*. Ich udział w realizacji tych transakcji jest dość znaczący i ma znaczny wpływ na poziom inwestycji funduszy w przyszłości. Ponadto spółki zasilane funduszami *venture capital* stanowią bardzo atrakcyjny cel inwestycyjny, który pozwala osiągnąć ponadprzeciętne stopy zwrotu po transakcji IPO ze względu na niedoszacowanie ich wartości w momencie dezinvestycji. Celem artykułu jest analiza wpływu zmieniających się trendów transakcji IPO na rynek dezinvestycji i inwestycji funduszy *venture capital* w USA, UE oraz w Polsce w latach 2000–2012.

### 2. ROZWÓJ RYNKU PIERWOTNYCH OFERT PUBLICZNYCH W LATACH 2000–2011

Pierwotna oferta publiczna polega na wprowadzeniu po raz pierwszy walorów spółki do obrotu giełdowego, na skutek czego zmienia się struktura właścicielska jednostki. Transakcja ta jest niezwykle ważna w procesie rozwoju przedsiębiorstw oraz kształtowania się i rozwoju rynku kapitałowego. Daje ona szansę przedsiębiorcy na pozyskanie kapitału na rozwój, obiektywną wycenę oraz umocnienie wizerunku firmy. Tendencje na różnych rynkach światowych w zakresie transakcji IPO miały swoje ważne punkty. Lata 2000–2007 na rynkach finansowych to powolne odbudowywanie pozycji transakcji IPO na gieł-

---

\* Dr nauk ekonomicznych, Akademia im. Jana Długosza w Częstochowie.

dach papierów wartościowych po załamaniu się notowań indeksów giełdowych związane z pęknięciem tzw. bańki internetowej. Pierwsze miesiące kryzysu rynków finansowych w latach 2008–2010 odbiły się w sposób znaczący na wycenach spółek notowanych na giełdach, co spowodowało praktycznie brak pierwotnych ofert publicznych na głównych rynkach giełdowych świata. Równoległe z pogarszającą się koniunkturą i możliwościami przeprowadzenia transakcji IPO, fundusze *venture capital* ograniczyły swoje wyjścia z inwestycji do niezbędnego minimum. Zostały do tego zmuszone bardzo niską płynnością na rynkach giełdowych oraz niedostatecznym rozwojem swoich spółek portfelowych. Analiza rynku IPO przez fundusze odbija się na poziomach realizacji transakcji dezinvestycji, wśród których pierwotna oferta publiczna ma duży udział. Trendy, jakie można zaobserwować w transakcjach IPO są ściśle powiązane z możliwościami gospodarek narodowych oraz z poziomami notowań indeksów i wyceną spółek notowanych na giełdach papierów wartościowych. Globalne rynki kapitałowe możemy obecnie podzielić na dwa główne bieguny między którymi dochodzi do silnej konkurencji o kapitał inwestorów. Pierwszą grupę stanowią kraje wysoko rozwinięte z ustabilizowaną gospodarką rynkową (USA, Japonia, Wielka Brytania, Niemcy), druga grupa to tzw. rynki wschodzące wśród których należy wymienić Chiny, Indie, Brazylię, Rosję czy kraje Europy Centralnej.

Analizując notowania głównych indeksów światowych należy stwierdzić, iż lata 2003–2007 to dynamiczny wzrost ich wartości. Lata 2007–2009 to dynamiczny spadek indeksów wynoszący nawet 60%. Okres 2009–2013 to również dynamiczny, co spadek wzrost notowań poszczególnych indeksów (w granicach 100%). Większość indeksów giełdowych w długim okresie jest ze sobą silnie skorelowanych, dlatego sama analiza wpływu poszczególnych indeksów na transakcje IPO w poszczególnych regionach nie jest konieczna. Wartość światowych transakcji IPO na świecie bardzo dobrze odzwierciedla trendy panujące na rynku giełdowym. Należy również określić różne fazy cyklu giełdowego i związane z tym niedoszacowanie lub przeszacowanie wartości ofert publicznych, co wiąże się z uzyskiwaną stopą zwrotu z inwestycji w średnim okresie.

Analizując dokładniej dane dotyczące liczby i wartości transakcji IPO można stwierdzić, iż w okresie 2000–2012 nastąpiła jej diametralna geograficzna zmiana. Kraje azjatyckie wykorzystując swój dynamiczny rozwój skupiają większość globalnych transakcji IPO. Dużą rolę w kształtowaniu tego trendu miały procesy prywatyzacyjne przeprowadzane przez państwa rozwijające się. W 2006 r. wartość ofert publicznych związanych z prywatyzacjami sięgnęła 105 mld USD. Kwoty te dotyczyły 248 prywatyzacji przeprowadzonych w 48 rozwijających się gospodarkach takich jak: Chiny, Indie, Turcja, Egipt, Polska czy Brazylia<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> S. Kikieri, *Privatization trends*, World Bank, styczeń 2008.

Tabela 1

Wartość oraz liczba IPO na świecie w latach 2000–2012

Rok	Kwota w mld USD	Liczba IPO
2000	210	1883
2001	94	832
2002	66	839
2003	50	864
2004	124	1516
2005	167	1537
2006	246	1729
2007	287	1979
2008	95	762
2009	112,4	577
2010	284,6	1393
2011	169,9	1225
2012q3	118	768

Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów *Ernst & Young Global IPO Trends 2006–2013*.

Oczywiście w następnych latach trend wzrostowy ofert prywatyzacyjnych wraz z niskimi notowaniami indeksów giełdowych osłabił się, jednak mimo to w 2008 r. 38 krajów przeprowadziło 196 transakcji na kwotę 38 mld USD. W porównaniu z 2007 r. był to 20% spadek w ilości transakcji i aż 19 krajów wycofało swoje plany prywatyzacyjne. Transakcje IPO w 2007 r. stanowiły aż 75% wszystkich transakcji prywatyzacyjnych, gdy w 2008 r. już tylko 40%. Kraje, które generują ponad 80% wartości wszystkich transakcji prywatyzacyjnych to Chiny, Rosja oraz Turcja<sup>2</sup>. Lata 2009 i 2010 były rekordowymi pod względem dochodów rządów z prywatyzacji, jednak udział transakcji IPO był niewielki i kształtował się na poziomie ok 30%<sup>3</sup>. Najważniejszym trendem zmian charakteru transakcji IPO jest to, iż w 2000 r. głównym odbiorcą kapitału był rynek UE oraz rynek USA. W 2011 r. i 2012 r. głównym odbiorcą kapitałów IPO był rynek azjatycki. Sam rynek CHRL zanotował 42% udział w wartościach transakcji IPO i 31,7% udział w liczbie transakcji. Drugim rynkiem w 2011 r. były USA z udziałem 21,2%. W 2012 r. rynek azjatycki zanotował 76% udział w wartości transakcji IPO, USA 15% a UE jedynie 5%. Nastąpiła istotna zmiana i przesunięcie wagi poszczególnych regionów w okresie 2000–2012 jeśli chodzi o wartość transakcji IPO. Na początku dekady USA oraz Europa generowały

<sup>2</sup> S. Kikieri, *Privatization trends*, World Bank, maj 2010.

<sup>3</sup> W. Meggison, *Privatization trends and major deals 2010*, The 2010 PB Report, s. 15.



ponad 75% wartości wszystkich debiutów, gdy w roku 2012 to już tylko 20%. Ich miejsce zajęły państwa Azji, która wraz z Ameryką Południową pokrywa 80% globalnego napływu kapitału związanego z ofertą publiczną. Należy również zaznaczyć, iż w wymienionych regionach wartość IPO wzrasta szybciej niż ich liczba. Niestety tendencja ta odbija się na sytuacji finansowej funduszy VC, które tracą możliwość szybkiego i pewnego źródła środków finansowych jakim jest rynek kapitałowy.

### 3. UDZIAŁ FUNDUSZY *VENTURE CAPITAL/PRIVATE EQUITY* W TRANSAKCJACH IPO NA RYNKU USA ORAZ UE

Zdobycie środków finansowych, rozwój spółki portfelowej i dezinvestycja to standardowy proces inwestycyjny funduszy wysokiego ryzyka. Bardzo dużym beneficjentem rozwoju rynków kapitałowych są małe i średnie przedsiębiorstwa zasilane kapitałami funduszy *venture capital* oraz *private equity*. Silna korelacja rynku IPO oraz inwestycji *venture capital* w zdecydowany sposób wpływa na kondycję funduszy i osiąganą przez nich stopę zwrotu. Proces dezinvestycji jest dla nich niezmiernie ważny, ze względu na możliwość sprzedaży swoich akcji przedsiębiorstwa udziałowego. Jest to niezbędny proces umożliwiający uzyskanie płynności przez fundusz celem reinwestycji środków oraz dający szansę na osiągnięcie ponadprzeciętnej stopy zwrotu w momencie dogodnego momentu sprzedaży udziałów. Osiągnięte stopy zwrotu pozwalają na wzrost zainteresowania inwestorów tym segmentem rynku finansowego i określają możliwości jego dalszego rozwoju. Niestety nie tylko wartość wewnętrzna spółki wpływa na powodzenie IPO. Ma na to wpływ również wielkość spółki, płynność oraz stan rynku kapitałowego. Na wyniki funduszy wpływają również zachowania się notowań indeksów giełdowych związane z wyceną spółek giełdowych, co może wpływać na przeszacowanie lub niedoszacowanie wartości IPO. Należy stwierdzić również, iż na wycenę spółek w procesie IPO wpływa pozycja emitenta. Jeśli oferentem jest fundusz VC lub PE rynek niedoszacowuje wartość emisji w stosunku do podobnych spółek niezasilanych VC. Dodatkowo na poziom wyceny wpływa doświadczenie oraz reputacja funduszu VC oceniana przez inwestorów<sup>4</sup>. Na ocenę funduszu i prawidłowe przeprowadzenie transakcji IPO może również mieć wpływ długa historia operacyjna funduszu, doświadczenie międzynarodowe, poziom udziałów jakie posiada oraz sposób marketingu<sup>5</sup>. Moment dezinvestycji jest więc niezmiernie ważny w procesie kształtowania stóp zwrotu funduszu VC. Rola funduszy VC w procesie rozwoju transakcji IPO na rynkach

<sup>4</sup> J. G. MacIntosh, D. Cumming, *Venture capital exits in Canada and the United States*, „University of Toronto Law Journal”, s. 185.

<sup>5</sup> A. Pabian (red.), *Zarządzanie działalnością marketingową w skali krajowej, międzynarodowej i globalnej*, Wydawnictwo Politechniki Częstochowskiej, Częstochowa 2011, s. 6.

kapitałowych była rozważana przez wielu naukowców. Większość prac dotyczyła niedoszacowania wyceny spółek oferowanych przez fundusze. Pierwsze z prac wskazywały jednak na przeszacowanie wartości tych spółek i były przedstawione w 1991 r. przez W. Meginsona i K. Weiss<sup>6</sup> związane z tzw. certyfikacją funduszu wyjaśnianą wyższą reputacją i doświadczeniem. Kolejne opracowania wskazywały już na niedoszacowanie ofert funduszy. Pierwsze tego typu opracowanie przedstawił w 2004 r. P. Lee i S. Wahal badając okres 1980–2000<sup>7</sup>. Dalsze prace wskazują na inne niż przeszacowanie i niedoszacowanie sposoby określania wpływu funduszu VC na dalszy proces rozwoju spółek. Różnice w przeszacowaniu i niedoszacowaniu spółek zasilanych VC i bez udziału kapitałów zewnętrznych znikają w rok od momentu IPO<sup>8</sup>. Należy wskazać, iż w 2000 r. w czasie tzw. boomu spółek internetowych niedoszacowanie wartości spółek na rynku amerykańskim w procesie IPO wynosiło aż 65%<sup>9</sup>. Ponadto po tym okresie pozostała opinia, iż nierozwinięte przedsiębiorstwo o złej jakości może w okresie baniek spekulacyjnych wejść na giełdę, co znacznie obniżyło poziom zaufania do oferujących technologiczne spółki funduszy *venture capital*. Następnym tego było wdrożenie bardziej rygorystycznych przepisów dotyczących spółek przeprowadzających proces IPO, co znacznie zmieniło podejście funduszy VC do tego sposobu dezinwestycji.

Analizując dane dotyczące pozyskiwanych kapitałów oraz inwestycji dokonywanych przez fundusze VC oraz PE należy stwierdzić, iż okres ich dynamicznego wzrostu przypada na lata 2002–2008. Rok 2009 to chwilowe załamanie inwestycji VC spowodowane kryzysem finansowym. Lata 2010–2012 to powolny wzrost inwestycji na rynkach globalnych. Na wybranych rynkach UE inwestycje kształtowały się w korelacji z globalnymi inwestycjami z możliwym opóźnieniem jednego roku. Rynek polski charakteryzuje się wysoką dynamiką inwestycji funduszy podwyższonego ryzyka po niewielkim załamaniu inwestycji w 2002 r.

Sposoby dezinwestycji funduszu mogą przybierać różną formę. Dwoma najważniejszymi sposobami zakończenia inwestycji są sprzedaż udziałów inwestorowi strategicznemu (ang. *trade sales*) oraz IPO<sup>10</sup>. Jak już zostało wskazane, trendy na rynkach kapitałowych w zakresie transakcji IPO w znaczny sposób wpływają na wychodzenie przez fundusze ze swoich inwestycji za pomocą giełdy. Załamanie na rynku transakcji IPO w USA oraz na giełdach europejskich

<sup>6</sup> W. Megginson, K. Weiss, *Venture capital certification in Initial Public Offering*, „The Journal Of Finance”, July 1991, Vol. XLVI, No. 3, s. 879–892.

<sup>7</sup> P. Lee, S. Wahal, *Grandstanding, Certification and the underpricing of venture capital backed IPO*, „Journal of Financial Economics” 2004, Vol. 73, s. 375–407.

<sup>8</sup> T. Chemmanur, E. Lotskina, *The role of venture capital backing in initial public offering*, Boston Colage, February 2005, s. 38.

<sup>9</sup> J. R. Ritter, I. Welch, *A review of IPO Activity, pricing, and allocation*, „Journal of Finance” 2002, Vol. 57(4), American Finance Association, s. 1795–1828.

<sup>10</sup> P. Zasepa, *Venture Capital – sposoby deinzwestycji*, CEDEWU, Warszawa 2010, s. 150.

wpłynęło na zmianę tendencji sposobów dezinwestycji przeprowadzanych przez fundusze VC. Transakcja sprzedaży inwestorowi strategicznemu zaczęła dominować wśród sposobów zakończenia inwestycji, a fundusze poszukują swoich klientów wśród dużych korporacji. Kryzys transakcji IPO może być związany z nowymi, wymagającymi regulacjami, konfliktami, upadkiem niektórych banków inwestycyjnych oraz wzrostem zainteresowania mniej skoncentrowanymi i wymagającymi rynkami azjatyckimi. Należy wskazać, iż dla okresu 1975–2010 aż 79,9% spółek w USA zasilanych VC dokonało IPO w pierwszych 10 latach funkcjonowania a odsetek spółek niezasilanych środkami VC wyniósł jedynie 37,2%. Dla okresu 5 letniego było to odpowiednio 52,2% oraz 17,4%<sup>11</sup>.

Tabela 2

Udział dezinwestycji funduszy *venture capital* w transakcjach IPO na rynku USA

Rok	Liczba IPO VC	Liczba IPO ogółem	Udział w %	Wartość IPO VC w mld USD	Wartość IPO ogółem w mld USD	Udział w %
2000	242	446	54,26%	25,4	108,2	23,48
2001	37	85	43,53%	3,4	41,3	8,23
2002	22	81	27,16%	2,4	25,4	9,45
2003	29	60	48,33%	2,1	15,2	13,82
2004	94	286	32,87%	11,1	39	28,46
2005	57	285	20,00%	4,4	31,4	14,01
2006	57	187	30,48%	5,3	40,4	13,12
2007	86	172	50,00%	10,32	46,4	22,24
2008	6	31	19,35%	0,47	24,1	1,92
2009	8	12	66,67%	1,642	19,2	8,55
2010	9	52	17,31%	7,6	36,3	20,93
2011	51	67	76,12%	9,8	26,4	37,12
2012	49	60	81,67%	21,4	42,6	50,02

Źródło: *NVCA Yearbooks 2010–2012* oraz *PWC IPO Trends 2012*.

Analizując dane zawarte w tab. 2 należy stwierdzić, iż udział funduszy VC w transakcjach IPO w USA zarówno ilościowy, jak i wartościowy jest bardzo wysoki. Rynek kapitałowy w USA to główne źródło pozyskiwania kapitałów przez rozwijające się przedsiębiorstwa. Dla funduszy VC jest to również bardzo ważne źródło kapitałów i stan rynku kapitałowego w zdecydowany sposób wpływa na poziom IPO funduszy VC. Fakt, iż jest to ważne źródło kapitału

<sup>11</sup> A. Gill, U. Waltz, *Going public – going private. A case of VC-backed firms*, Goethe University 2012, s. 2.

wskazuje jak wysokie udziały generują fundusze VC w okresach bessy na rynkach giełdowych, które dochodzą do poziomów 76% i 81% dla liczby IPO oraz 37% i 50% dla wartości IPO w latach 2011 i 2012. Są to niespotykane poziomy od 2000 r. co świadczy o dużym uzależnieniu funduszy VC od wykorzystywania IPO jako sposobu dezinwestycji mimo znacznego spadku w stosunku do lat 2004–2007. Liczba 60 IPO w 2012 r. jest niższa niż zanotowana na rynku hinduskim (63) i dużo niższa niż liczba IPO w Chinach (295).

Rynek europejski jest odmienny niż rynek funduszy VC w USA. Wpływa na to charakter gospodarki i oparcie rozwoju przedsiębiorstw o finansowanie kapitałem obcym oraz niższa awersja do ryzyka. Wpływa to na charakter inwestycji funduszy i dominację rynku PE nad rynkiem VC. Zachowanie rynku IPO oraz funduszy VC i PE na tym rynku opisuje tab. 3.

Tabela 3

Udział dezinwestycji *venture capital* w transakcjach IPO na rynku europejskim

Rok	Liczba IPO VC	Liczba IPO ogółem	Udział w %	Wartość IPO VC/PE w mld EUR	Wartość IPO ogółem w mld EUR	Udział w %
2000	120	480	25,00%	1,28	50,5	2,53%
2001	26	380	6,84%	1,39	25,5	5,45%
2002	30	141	21,28%	1,26	16,3	7,73%
2003	37	103	35,92%	1,6	6,7	23,88%
2004	59	420	14,05%	2,3	19,7	11,68%
2005	184	598	30,77%	2,65	51,4	5,16%
2006	108	806	13,40%	3	65,2	4,60%
2007	199	771	25,81%	2,69	64,3	4,18%
2008	72	295	24,41%	0,71	9,9	7,17%
2009	109	126	86,51%	1,24	6,2	20,00%
2010	155	380	40,79%	2,09	26	8,04%
2011	118	430	27,44%	3,5	26	13,46%

Źródło: *EVCA Yearbooks 2000–2012, IPO Watch Europe 2003–2012.*

Udział funduszy w transakcjach IPO na rynku europejskim nie jest już tak znaczny jak w przypadku USA, ale utrzymuje się na stabilnym i wysokim poziomie. Rynek europejskich nie jest jednolity, jest rynkiem rozdrobnionym, na którym funkcjonuje wiele różnych giełd papierów wartościowych. Brak jednego głównego rynku sprawia, iż możliwości dezinwestycji za pomocą IPO są ograniczone, gdyż nie wszystkie giełdy charakteryzuje wystarczająca płynność. Giełdą skupiającą najwięcej transakcji IPO przeprowadzanych przez fundusze VC jest giełda w Londynie, która w zależności od okresu notuje około 40–50% udział.

Wśród giełd europejskich wyróżnia się również GPW w Warszawie, która w latach 2007–2011 odnotowała duży wzrost liczby i wartości transakcji IPO. Było to spowodowane otwarciem rynku *NewConnect*, na którym plasuje się duża liczba emisji w porównaniu z głównym parkietem giełdy warszawskiej.

Tabela 4

Udział dezinwestycji *venture capital* w transakcjach IPO na rynku polskim

Rok	Liczba IPO VC	Liczba IPO ogółem	Udział w %	Wartość IPO VC/PE w mld PLN	Wartość IPO ogółem w mld PLN	Udział w %
2000	1	14	7,14%	0,02226	9,1	0,24%
2001	7	9	77,78%	0,126	1,1	11,45%
2002	3	6	50,00%	0,254	0,6	42,33%
2003	9	36	25,00%	0,992	2,9	34,21%
2004	9	36	25,00%	1,0038	3,7	27,13%
2005	15	35	42,86%	0,9198	5,2	17,69%
2006	21	38	55,26%	3,1416	4,1	76,62%
2007	6	105	5,71%	0,231	18,2	1,27%
2008	1	94	1,06%	0,0084	12,3	0,07%
2009	4	39	10,26%	0,5964	6,9	8,64%
2010	2	60	3,33%	0,21	15,5	1,35%
2011	5	210	2,38%	1,512	9,2	16,43%

Źródło: GPW, *EVCA Yearbook 2000–2012*.

Analizując dane IPO funduszy VC oraz PE w Polsce należy stwierdzić, iż ich udział w liczbie dokonywanych transakcji w okresie 2000–2006 był wysoki i kształtował się na poziomie powyżej 25%. Udziały wartościowe notowały nieznacznie niższe poziomy, co w niektórych przypadkach może oznaczać, iż polskie fundusze dość szybko podejmują decyzję o IPO i wartość spółek nie była wysoka w momencie wejścia na giełdę. Być może fundusze posiadały pewne blokady (*lock up*) związane ze sprzedażą akcji i liczyły na wzrost ich wartości po dokonaniu transakcji IPO. Lata 2007–2011 to spadek udziału transakcji IPO dokonywanych przez fundusze w ogólnej liczbie transakcji na GPW. W przypadku rynku polskiego uruchomienie rynku *NewConnect* prawdopodobnie zmniejszyło liczbę transakcji IPO przeprowadzanych przez fundusze, gdyż przedsiębiorstwa traktują nowy segment rynku jako alternatywę dla pozyskania finansowania ze strony funduszy VC oraz PE.

Tabela 5

Udział poszczególnych rodzajów dezinwestycji dokonywanych przez fundusze w Polsce w latach 2007–2011 w %

Sposób dezinwestycji	2007	2008	2009	2010	2011
Sprzedaż inwestorowi strategicznemu	17,6	24,0	19,9	9,5	69,2
IPO	3,5	0,4	45,4	0,8	20,3
Likwidacja	0,0	3,0	0,0	47,0	0,0
Splata udziałów	0,0	20,9	0,0	0,0	0,0
Splata pożyczki	14,0	0,0	0,0	0,0	0,2
Sprzedaż innemu funduszowi	49,8	39,0	1,9	17,1	2,3
Sprzedaż instytucji finansowej	1,6	0,0	31,7	0,2	5,8
Sprzedaż zarządowi	2,4	5,2	0,0	25,4	2,0
Inne	11,2	7,4	1,1	0,0	0,2
Razem	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Źródło: *EVCA Yearbook 2012*.

Ponadto, tak jak w przypadku światowych tendencji, sprzedaż inwestorowi strategicznemu oraz wykupy menedżerskie stają się jedną z głównych form dezinwestycji. Dodatkowo na podstawie danych dezinwestycji polskich funduszy w ostatnich pięciu latach nie można stwierdzić stabilnej tendencji rozwojowej udziałów poszczególnych kategorii, gdyż każdy ze sposobów dominuje w każdym z różnych okresów. Polski rynek funduszy jest w tym zakresie dość niestabilny, co związane jest ze zmieniającymi się przepisami podatkowymi.

#### 4. ZAKOŃCZENIE

Rynek IPO jest bardzo ważnym wyznacznikiem dla realizacji inwestycji przez fundusze *venture capital*. Możliwość wyjścia za pomocą giełdy papierów wartościowych wydaje się najlepszym i najefektywniejszym sposobem zakończenia inwestycji. Dlatego ważna dla funduszy staje się potrzeba analizy trendów zmian na rynku transakcji IPO i zmiana ich charakteru. Ponadto dane empiryczne wskazują na pozytywne zachowanie się notowanych spółek oferowanych przez fundusze *venture capital* w okresie pierwszego roku od przeprowadzenia IPO. Dodatkowo stwierdzono, iż w okresie kolejnych dwóch lat generują jeszcze one pozytywne stopy zwrotu. Są to więc atrakcyjne spółki i trendy kształtujące poszczególne rynki w znaczny sposób wpływają na możliwości dokonywania tego typu dezinwestycji przez fundusze VC oraz PE. Znamienny również wydaje się poszukiwanie przez europejskie i amerykańskie spółki kapitałów w Azji

i odwrotnie, dlatego rynek IPO należy obecnie badać globalnie, gdyż dzięki liberalizacji przepływów kapitałowych granice geograficzne tracą na znaczeniu.

### BIBLIOGRAFIA

- Chemmanur T., Lotskina E., *The role of venture capital backing in initial public offering*, Boston Colage, February 2005.
- Gill A., Waltz U., *Going public – going private. A case of VC-backed firms*, Goethe University 2012.
- Kikieri S., *Privatization trends*, World Bank, styczeń 2008.
- Kikieri S., *Privatization trends*, World Bank, maj 2010.
- Lee P., Wahal S., *Grandstanding, Certification and the underpricing of venture capital backed IPO*, „Journal of Financial Economics” 2004, Vol. 73.
- MacIntosh J. G., Cumming D., *Venture capital exits in Canada and the United States*, „University of Toronto Law Journal”.
- Meggison W., Weiss K., *Venture capital certification in Initial Public Offering*, „The Journal of Finance”, July 1991, Vol. XLVI, No. 3.
- Meggison W., *Privatization trends and major deals 2010*, The 2010 PB Report.
- Pabian A. (red.), *Zarządzanie działalnością marketingową w skali krajowej, międzynarodowej i globalnej*, Wydawnictwo Politechniki Częstochowskiej, Częstochowa 2011.
- Ritter J. R., Welch I., *A review of IPO Activity, pricing, and allocation*, „Journal of Finance” 2002, Vol. 57(4), American Finance Association.
- Zasepa P., *Venture Capital – sposoby dezinwestycji*, CEDEWU, Warszawa 2010.

Piotr Zasepa

### IPOs TRENDS AND THEIR IMPACT ON THE LEVEL OF VENTURE CAPITAL DIVESTMENTS

This paper examine nature of venture capital activity on IPO markets. It is determine that between main IPO markets we see differences in IPO trends and venture capital activity. Period between 2000–2012 shows how divestments of venture capital change accordingly to capital market behaviour. Changing share of venture capital stake in IPO transaction is quite important for their functioning. This paper shows the changes in field of IPO transaction conducted on US, UE and Polish market.

**Key words:** venture capital, IPO trends.